

纺织服装

SHEIN 的崛起，大众品牌何以鉴之

评级：增持（维持）

分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

电话：021-20315196

Email: wangys@r.qlzq.com.cn

分析师：曾令仪

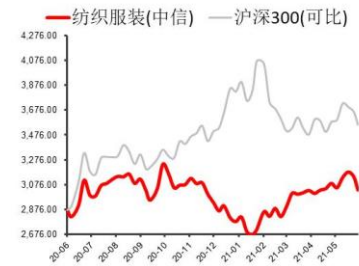
执业证书编号：S0740520080005

Email: zengly@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(亿元)	5,342.55
行业流通市值(亿)	3,931.82

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1. 线上购物快速增长，全渠道融合提速
2. 双十一服装行业战报跟踪
3. 2021 全球纺服需求有望持续向好
4. 运动服饰高景气度延续，关注品牌
5. 20Q4 羽绒服热卖，头部品牌高端化趋势延续
6. 2021 年投资策略报告：危机中求变，复苏下存机
7. 3月约五成已发布业绩预告的公司全年净利润增幅回正
8. 运动服饰高景气度延续，关注头部品牌

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E		
森马服饰	12.19	0.30	0.58	0.70	0.83	41	21	17	15	1.00	买入
海澜之家	7.26	0.41	0.68	0.80	0.91	18	11	9	8	0.59	买入
地素时尚	19.89	1.31	1.53	1.77	2.05	15	13	11	10	0.95	增持
健盛集团	8.00	-1.34	0.62	0.86	1.02	-6	13	9	8	-0.03	买入
华利集团	99.78	1.61	2.19	2.72	3.33	62	46	21	17	2.26	增持
安踏体育	146.06	1.91	2.80	3.42	4.14	76	52	43	35	2.60	买入

备注：收盘价为2021年6月18日

投资要点

- **全球最受欢迎的高增长快时尚出口电商 Shein。**以快时尚女装为主的 B2C 服装出口电商 Shein，2020 年实现营收约 700 亿元，近 4 年 CAGR 高达 189%，已成为全球最受欢迎的线上购物平台（2021.5 月 APP 下载量在超 20/60 个国家中排名第一/前五），也是中国出海品牌中快时尚行业第一。
- **乘跨境电商之风，享独立站发展沃土。**在海外电商快速发展背景下，中国制造因其品质及性价比，成为海外消费者青睐的对象，2014-2019 年出口跨境电商 CAGR 达 19%。而服装作为主力品类，其细分的快时尚品类依托中国强大的供应链，优势突出。考虑到海外电商格局相对分散，且 Shein 的独立站模式实质为平台+品牌，可建立品牌优势，实现多品类、平台化的长期发展。
- **电商模式+社交媒体，海量数据下新品成功率提升。**对于快时尚品牌最重要的是预测市场需求，而实时海量的消费者数据是提高预测准确度的重要基础。一方面线上数据采集更全面，反馈即时性和精准度更高；另一方面 Shein 已成为全球最热门的服饰电商（5 月访问量分别较 H&M/Zara/Asos 多+44%/+84%/85%），可依托海量数据不断优化算法系统。我们认为，Shein 成为行业顶流主要得益于公司从 SEO 到社交平台引流、KOL 种草，均抓住了流量费较低的红利期，并通过高曝光率及优秀的内容营销能力，逐步将消费者沉淀至自有品牌。
- **强大的供应链体系，支撑超级“快”时尚。**我们认为快时尚的本质是将引领流行趋势的小众时装大众化，通过快速满足消费者的新鲜感，提升消费频次。因此，具备款式多（公司官网每日上新可超 3000 款）、上新快（公司从设计开始 3 周可售，与 zara 不相上下）、性价比高（公司女装主要品类畅销款价格 9-24 美元）的特点。而这些竞争优势背后，需要高效的供应链管理体系支撑：
 - **产业集群及丰富的供应商资源，为产品快周转的前提保障。**公司将供应链各环节集中于珠三角，缩减了产品交付时间和成本，提高了部门间的协同效率，FOB/ODM 供应商交货周期分别为 7-11 天/10-15 天。同时公司自建独家面料 B2B 平台，从原料端保障了产品的多样性和返单的及时性。
 - **IT 信息化赋能工厂，各环节高效配合。**公司自建信息化管理系统，打通了终端、生产及面料供应的全流程。一方面可方便订单分配及补单需求查询，另一方面可帮助供应商进行排产优化、生产数据的实时监控，大幅提升了生产效率，保障了小单快反的顺利运行（单个 SKU 仅 100-500 件）。
 - **透明管理&利润保障，形成长期稳定合作。**公司供应商考核制度完善，分级管理、优胜劣汰。并在订单分配时采取公平公正的原则，利于新供应商的进入。同时公司账期短、回款快，产品爆款多（返单率约为 80%）、周转快，使得供应商整体利润水平高于行业，合作积极性高。
- **Shein 的成功，国内大众品牌何以鉴之？**前端把握新渠道兴起红利，通过 KOL/明星带货、私域流量建设，获取新客群并将流量沉淀至品牌。同时通过数字化建设以及适当提升线上占比，来更快更精准的捕捉终端需求、提升新品成功率；后端提高现货占、精选供应商、数字化供应商管理系统，从而提升快反供应商合作的积极性和稳定性。看好数字化改革持续推进、供应链提效显著的太平鸟（2021 年 PE 24x），重视新零售业务及供应链优化的森马服饰（2021 年 PE 21x），以及品牌年轻化转型&重视线上发展的国民服饰海澜之家（2021 年 PE 11x）。
- **风险提示：**出口电商政策变化，国际贸易环境不确定性，海外电商需求增长不及预期，市场竞争加剧。

内容目录

高速增长的快时尚出口电商 Shein	- 5 -
乘跨境电商之风，享独立站发展沃土	- 7 -
海外电商渗透率提升正当时，快时尚出口空间大	- 8 -
Shein 的独立站模式具备长期发展空间	- 10 -
电商模式+社交媒体，海量数据下新品成功率提升	- 11 -
Shein 为全球最热门服饰电商，且流量质量不断提升	- 11 -
百万 KOL 合作，全方位触达目标客群	- 12 -
勤于发帖提高曝光率，粉丝和流量高增长	- 13 -
强大供应链体系，支撑超级“快”时尚	- 16 -
Shein 供应链有多强？	- 16 -
产业集群及丰富的供应商资源，为产品快周转的前提保障	- 17 -
IT 信息化赋能工厂，各环高效配合	- 19 -
透明管理&利润保障，形成长期稳定合作	- 20 -
对国内大众服装品牌的借鉴意义	- 21 -
前端：重视品牌流量沉淀，加强数字化布局	- 21 -
后端：加强供应链系统化管理，提升现货占比	- 24 -
风险提示	- 25 -

图表目录

图表 1: 各国购物 APP 下载量排名中 Shein 的国家数量	- 5 -
图表 2: 各国购物 APP 下载量排名中 Amazon 的国家数量	- 5 -
图表 3: 2018~2021 年中国出海品牌 Top5 及快时尚品牌排名	- 5 -
图表 4: 2016-2020 年 Shein 营收规模及同比增速	- 6 -
图表 5: Shein 主营品类、销售区域及 2019 年主要运营数据	- 6 -
图表 6: Shein 品牌发展历程	- 7 -
图表 7: 2021 年 5 月 Shein PC 端分地区流量分布	- 7 -
图表 8: 美国电商零售市场规模、增速及渗透率	- 8 -
图表 9: 美国电商渗透率	- 8 -
图表 10: 我国出口跨境电商市场规模及增速	- 8 -
图表 11: 2017-2020 年亚马逊中国卖家占比	- 8 -
图表 7: 2020 年跨境电商 B2C 品类分布	- 9 -
图表 10: 2020 年全球跨境电商消费者年龄分布	- 9 -
图表 11: 2020 年全球跨境电商各年龄段主力消费者占比	- 9 -

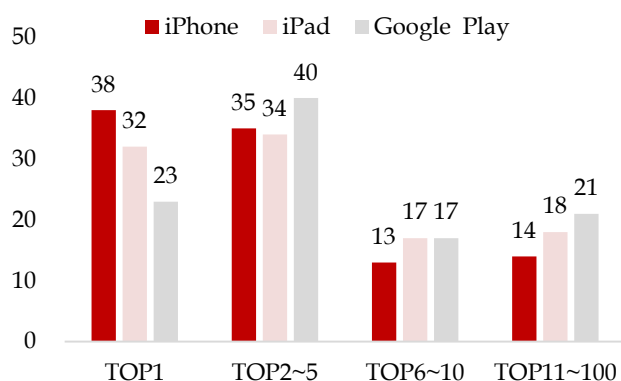
图表 15: 2020 年全球平台型电商零售额市占率	- 10 -
图表 16: 2020 年我国跨境电商企业渠道布局.....	- 10 -
图表 17: 2020 年中美电商集中度.....	- 10 -
图表 18: 2019 年北美电商成交额分类占比	- 10 -
图表 19: Shein 移动及 PC 端总访问量.....	- 11 -
图表 20: 2021 年 5 月全球时尚服饰热门网站排名	- 11 -
图表 21: Shein PC 端流量构成.....	- 12 -
图表 22: Shein PC 端搜索流量构成.....	- 12 -
图表 23: Shein 主要社交平台流量分布.....	- 12 -
图表 24: 主要服装电商 PC 端社交流量占比.....	- 12 -
图表 25: Shein 的 Affiliate Program.....	- 13 -
图表 26: Shein 在 Youtube 上的网红穿搭视频	- 13 -
图表 27: Shein 在 Facebook 平台动态节选	- 14 -
图表 28: 部分头部快时尚品牌、电商及运动品牌社交平台发帖量.....	- 14 -
图表 29: 主要服装电商 PC 端平均访问时长 (分钟)	- 14 -
图表 30: 主要服装电商 PC 端单次访问页面数量.....	- 14 -
图表 31: Shein 主账号社交平台粉丝数量 (百万人)	- 15 -
图表 32: shein Instagram 部分账号展示.....	- 15 -
图表 33: 部分头部快时尚品牌、电商及运动品牌社交平台粉丝数量 (万人)	- 15 -
图表 34: 2019 年影响美国消费者线上购买的因素.....	- 16 -
图表 35: 2019 年影响美国消费者线上复购的因素.....	- 16 -
图表 36: 主要快时尚公司价格带 (美元) 及在售款式数量 (件)	- 16 -
图表 37: Shein 及 Zara 上新周期对比	- 17 -
图表 38: Shein FOB 供应商招募条件.....	- 18 -
图表 39: Shein ODM 供应商招募条件	- 18 -
图表 40: Inditex 公司总部附近工厂数量及占比	- 18 -
图表 41: Nike FY2020 工厂数量分布.....	- 18 -
图表 42: Shein 面料供应商招募条件.....	- 19 -
图表 43: Shein vs Zaful 每日上新数量.....	- 19 -
图表 44: Shein 及一般服装企业产品流通方式.....	- 19 -
图表 45: Shein 平台的合作优势.....	- 20 -
图表 46: Shein 融资情况及市场估值.....	- 21 -
图表 47: 大众服饰营收及净利润同比增速.....	- 21 -
图表 48: 大众服饰存货规模同比增速.....	- 21 -
图表 49: 部分上市服装公司线上营收占比及增速	- 22 -

图表 50: 有赞服装商家布局多平台的占比	- 22 -
图表 51: 服装品牌近 30 天直播带货销售额排行榜	- 22 -
图表 52: 服装零售行业私域季度销售额	- 23 -
图表 53: 私域各成交价格带品牌占比	- 23 -
图表 54: 服装零售行业私域会员消费占比	- 23 -
图表 55: 有赞服装商家私域会员客单价及复购率	- 23 -
图表 56: 2011~2020 国内规模以上纺织企业数量及亏损率	- 24 -
图表 57: 2011~2020 国内规模以上服饰企业数量及亏损率	- 24 -
图表 58: 部分服装上市公司快反占比	- 25 -
图表 59: 纺织服装行业重点公司盈利预测及估值	- 25 -

高速增长的快时尚出口电商 Shein

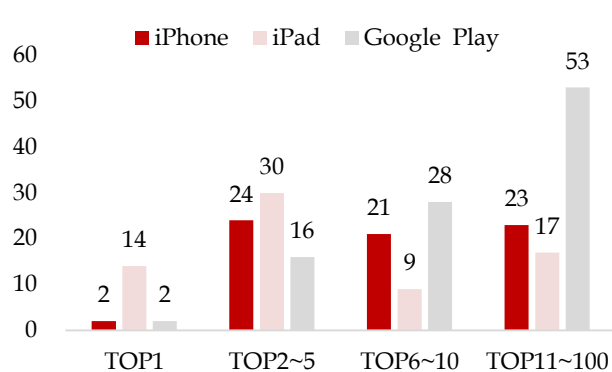
- 全球最受欢迎的快时尚服装电商 Shein。**2021 年 5 月 Shein APP 下载量达 1400 万次，且近期在超 20/60 个国家的购物 APP 下载量中排名第一/前五，国家数量已超 Amazon，成为全球最受欢迎的线上购物 APP。同时，Shein 荣获 2021 年中国出海品牌第 11 位（仅次于 Vivo）、稳居线上快时尚行业第一。本文将通过分析其背后成功的原因，探寻国内大众服装品牌的发展之道。

图表 1: 各国购物 APP 下载量排名中 Shein 的国家数量



来源：BrandZ™，中泰证券研究所（为 2021 年 6 月 9 日数据）

图表 2: 各国购物 APP 下载量排名中 Amazon 的国家数量



来源：BrandZ™，中泰证券研究所（为 2021 年 6 月 9 日数据）

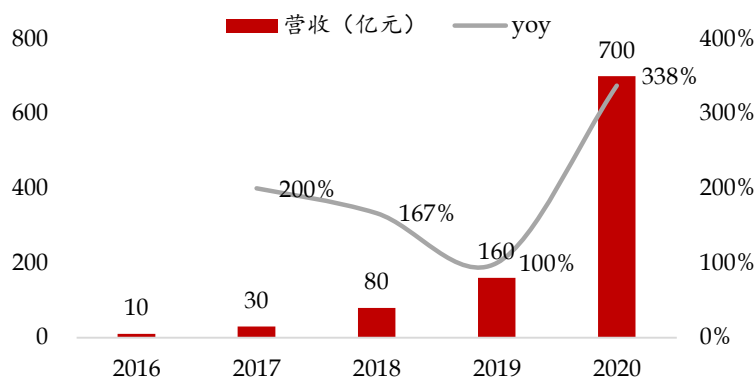
图表 3: 2018~2021 年中国出海品牌 Top5 及快时尚品牌排名

2018		2019		2020		2021	
品牌	排名	品牌	排名	品牌	排名	品牌	排名
联想	1	华为	1	华为	1	阿里巴巴	1
华为	2	联想	2	联想	2	字节跳动	2
阿里巴巴	3	阿里巴巴	3	阿里巴巴	3	华为	3
小米	4	小米	4	字节跳动	4	小米	4
国航	5	字节跳动	5	小米	5	联想	5
Shein	24	Shein	14	Shein	13	Shein	11
Zaful	34	Zaful	23	Zaful	38	Zaful	43

来源：BrandZ™，中泰证券研究所（Shein、Zaful 为唯二上榜出海品牌 TOP50 的快时尚品牌）

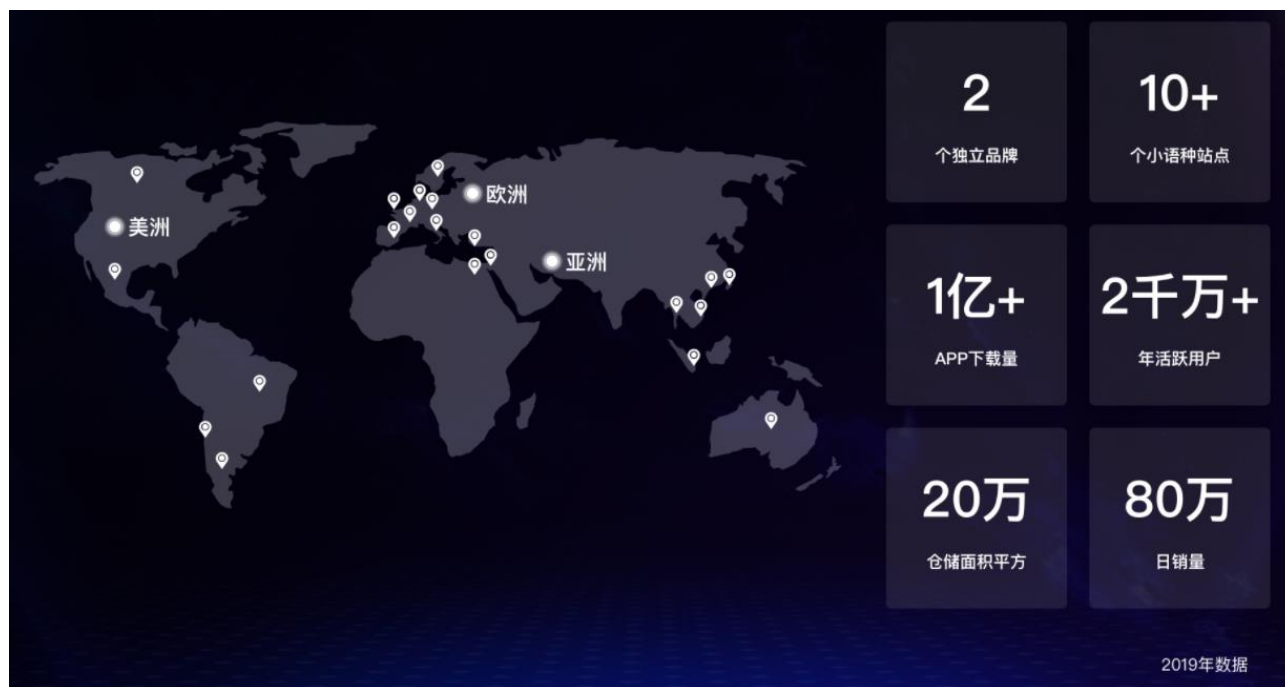
- Shein 立足时尚女装，销售规模连续 5 年爆发式增长。**于 2014 年创立的 B2C 快时尚出口电商品牌 Shein，以时尚女装为主，并向男装、配饰、家居、美妆及宠物领域不断拓展。公司通过其专属网站及 App 进行产品销售，至 2019 年已覆盖全球 200 多个国家和地区，APP 下载量过亿，年活跃用户数已超过 2000 万人，日均发货量达 80 万件。2020 年公司实现营收约 700 亿元，2015~2020 年 CAGR 高达 189%。

图表 4: 2016-2020 年 Shein 营收规模及同比增速



来源: 公司官网, Shein 云工厂公众号, 中泰证券研究所

图表 5: Shein 主营产品类、销售区域及 2019 年主要运营数据



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 回顾 Shein 发展历程, 公司精准把握行业发展动向, 在享受行业先行者流量红利的时候, 通过前瞻性的供应链布局, 建立护城河, 实现高速增长。
 - 2008-2013 年: 创业初期。创始人许仰天借助中国供应链优势, 以及跨境电商第一波 SEO 流量红利, 出口婚纱至欧美地区, 赚取了第

一桶金。

- **2014年：品牌化转型期。**公司正式成立 Shein 品牌，专注快时尚女装，聚焦海外高性价比市场。
- **2015年~2017年：内功修炼期。**公司一方面着手上游供应链整合，通过信息化升级、产业集群以及公开公正的管理制度，为超多上新、极致小单快反的供应链打下了坚实的基础。另一方面，公司踩准第二波流量红利，通过社交媒体种草、网红带货等方式，实现品牌流量的沉淀。
- **2017年~2020年：势能释放期。**通过前期的战略布局，公司进入了高速发展期，销售额每年均实现翻倍以上的增长，前后端的相互作用，不断拉大与同业差距，加深公司护城河。2020年在疫情催化下，Shein 品牌影响力进一步扩大，实现加速增长（营收超 4x 增长）。
- **未来：**公司有望借助流量优势，通过品类扩张、多品牌布局，或平台化发展，打开想象空间。

图表 6: Shein 品牌发展历程

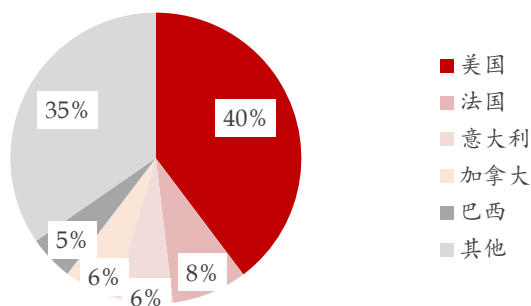


来源：公司官网，中泰证券研究所

乘跨境电商之风，享独立站发展沃土

- **公司以欧美为核心，全球化业务布局。**从公司 PC 端的流量分布看，主要销售地区为北美和欧洲地区，其中美国/加拿大流量占比分别为 40%/6%，法国/意大利流量占比分别为 8%/6%。此外，公司积极进行市场拓展，在南美、中东、东南亚等地具有业务布局。

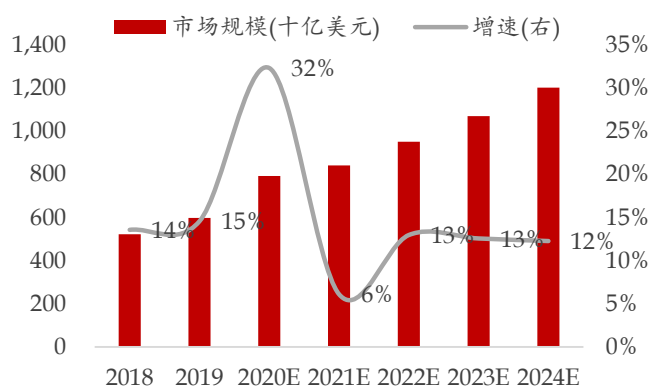
图表 7: 2021 年 5 月 Shein PC 端分地区流量分布



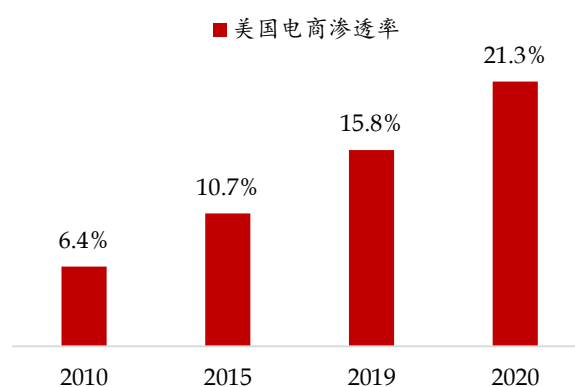
来源：SimilarWeb，中泰证券研究所

海外电商渗透率提升正当时，快时尚出口空间大

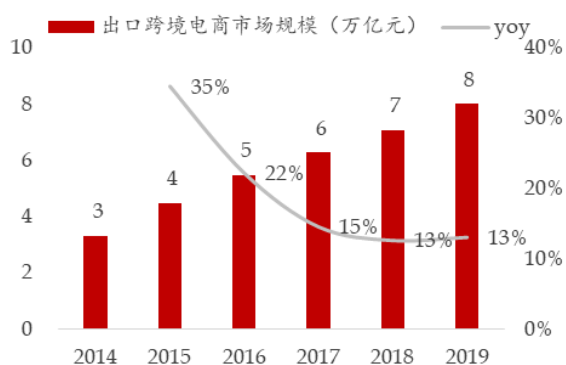
- 海外电商渗透率持续提升，跨境市场空间大。**从行业需求看，随着互联网普及、物流的发展，近几年海外电商渗透率持续提升，市场规模也呈现快速增长态势。如美国电商渗透率从2010年的6.4%提升至2020年的21.3%，且预计2018~2024年电商市场规模CAGR为15%。而中国品牌因其优秀的产品质量及性价比，成为海外消费者青睐的对象，驱动国内出口跨境电商快速增长，2017至2020年亚马逊中国卖家占比+20PCTs至42%。

图表 8: 美国电商零售市场规模、增速及渗透率


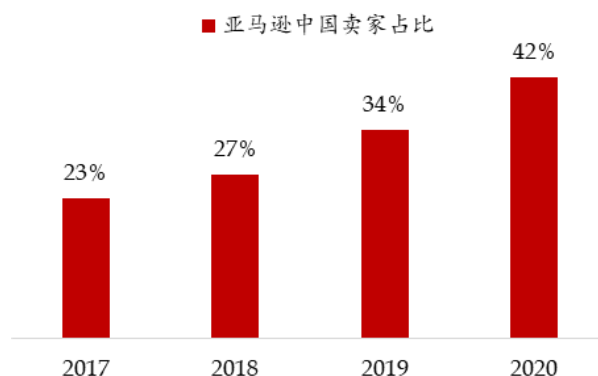
来源: eMarketer, 中泰证券研究所

图表 9: 美国电商渗透率


来源: Digital Commerce 360, 中泰证券研究所

图表 10: 我国出口跨境电商市场规模及增速


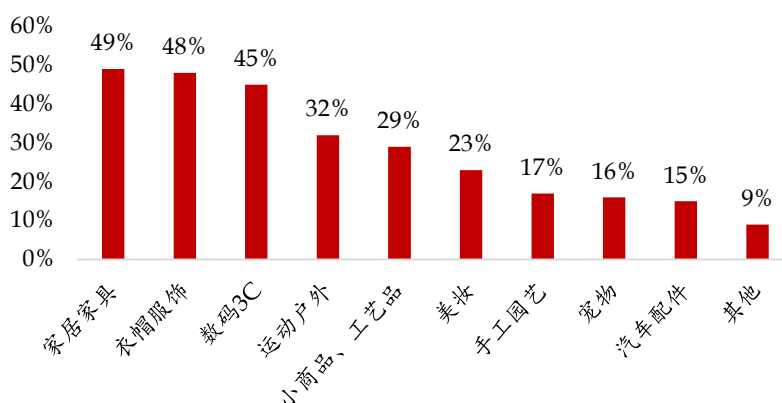
来源: 行云跨境电商研究院, 中泰证券研究所

图表 11: 2017-2020 年亚马逊中国卖家占比


来源: Marketplace Pulse, 中泰证券研究所

- 快时尚是非常适合跨境电商出口的品类。**从我国跨境电商出口品类看，服饰为绝对主流商品。2018年女装为跨境电商出口企业采购金额第一的品类，2020年服装鞋帽为跨境电商B2C的第二大品类（第一大品类家居家具受益于疫情催化）。同时，我们认为快时尚又恰好是服饰行业中最适合跨境电商出口的品类之一：

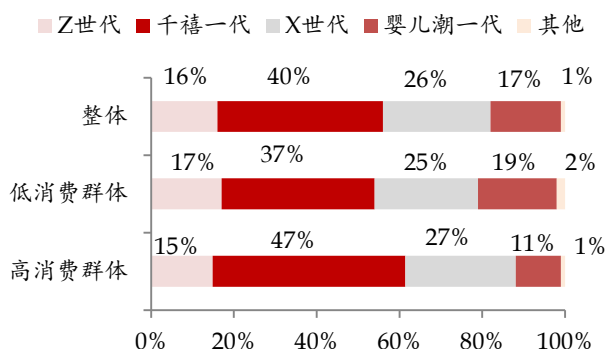
图表 12: 2020 年跨境电商 B2C 品类分布



来源: CBNDData, 中泰证券研究所

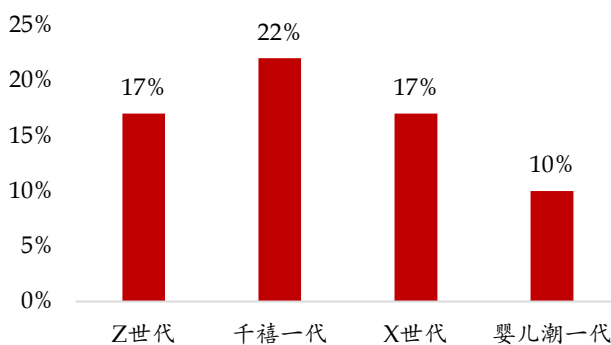
- **产品端:** 我们认为快时尚的本质是将引领流行趋势的小众时装大众化, 通过快速满足消费者的新鲜感, 提升消费频次。因此, 其具备款式多、上新快、性价比高的特点, 而这正好跟国内供应链的成本优势、高效快反的特点高度吻合。
- **渠道端:** 电商模式下, 1) 没有门店面积及成本限制, 新品上架不受限, 可满足快时尚多款少量的特点, 提升消费体验。2) 直面消费者, 一方面大幅缩短销售链路, 另一方面更加便捷的数据收集, 可加快对市场的反应速度。
- **客户端:** 快时尚服饰的主要客群为对时尚敏感度高的 18~35 岁年轻消费者, 与跨境电商主力消费群体相符合。2020 年全球跨境电商消费者中千禧一代和 Z 世代占比达 56%, 在高消费群体中占比 62%。同时 22% 的千禧一代和 17% 的 Z 世代跨境电商的年均消费超 500 美元。

图表 13: 2020 年全球跨境电商消费者年龄分布



来源: ESW, 中泰证券研究所

图表 14: 2020 年全球跨境电商各年龄段主力消费者占比



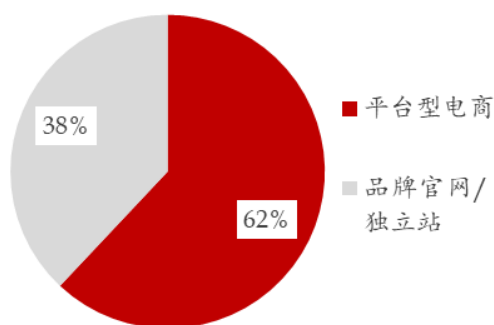
来源: ESW, 中泰证券研究所 (主力消费者定义为每年消费 500 美元以上)

Shein 的独立站模式具备长期发展空间

- **海外电商格局相对分散，独立站快速发展。**格局方面，与国内阿里巴巴、京东、拼多多三大平台型电商为主的市场不同(2020年CR3为84%)，2020年平台型电商仅占全球线上销售额的62%，给独立站的发展提供了沃土。近几年，国内跨境电商中独立站模式异军突起，已有25%的跨境电商企业开设独立站点，另有25%的企业表示正在筹划建立独立站。

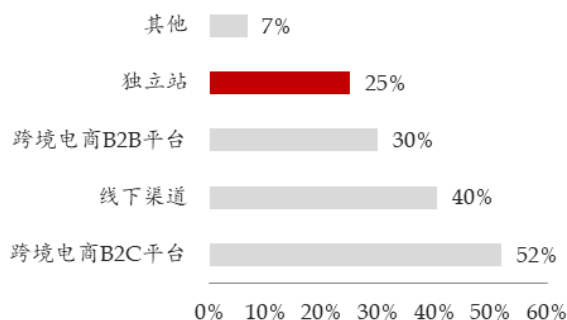
我们认为是一方面由于海外信用卡支付体系完善，使得独立站等自营平台支付渠道通畅，有助于降低消费者信任门槛。另一方面，因 Amazon 等平台规则复杂，海外各品牌更倾向于自建官网。因此，国内外消费者习惯不同，国内消费者多通过天猫、唯品会等第三方平台网购服饰，而海外消费者更倾向于前往品牌官网或者商场官网。

图表 15: 2020 年全球平台型电商零售额市占率



来源: Digital Commerce 360, 中泰证券研究所

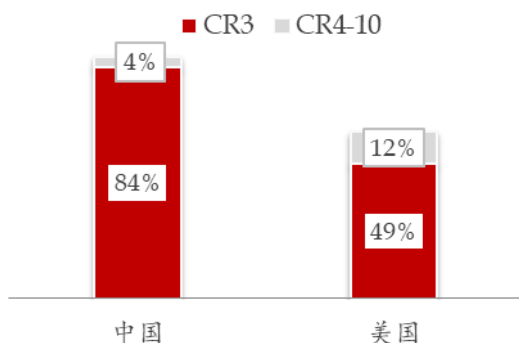
图表 16: 2020 年我国跨境电商企业渠道布局



来源: 前瞻产业研究院, 中泰证券研究所

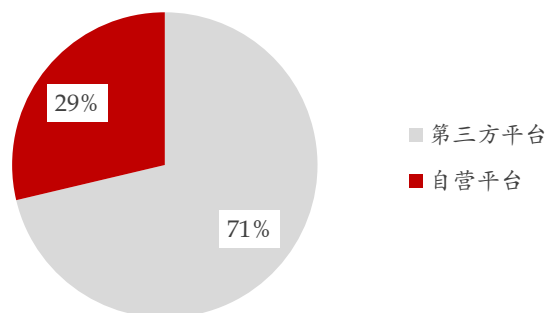
- 从 Shein 的主要市场美国看，其电商格局也相对分散。2020 年美国电商 CR3 仅为 49%，CR4-10 约 12% 的份额远高于国内市场的 4%，且美国头部玩家更加多元化，除了电商平台亚马逊和 eBay 外，传统线下零售商 Walmart、The Home Depot 线上商场以及 Apple 官网均能位列前五。因此，给了独立站一类的自营平台较大的发展空间，从 2019 年成交金额看，北美市场线上自营平台占比达 29%。

图表 17: 2020 年中美电商集中度



来源: eMarketer, 中泰证券研究所

图表 18: 2019 年北美电商成交额分类占比



来源: iResearch, 中泰证券研究所

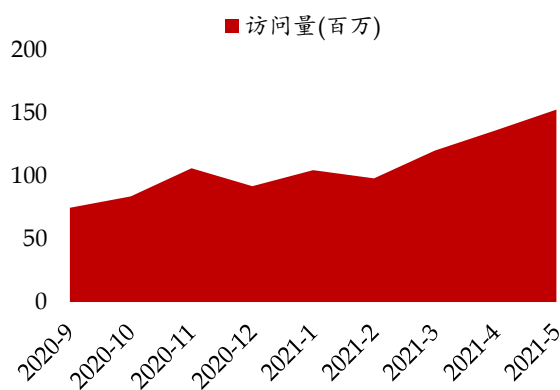
- **独立站可建立品牌优势，实现长期价值的沉淀。**独立站实质上为平台+品牌，具有经营主导权。从公域获客沉淀为私域流量，用户粘性更高，可以更好的做用户价值挖掘和精细化运营，适合垂类电商发展。长期看，可享受品牌资产带来的溢价，平台可不受品类及商业模式的限制，有利于发展潜力的持续挖掘。
- 疫情后，一方面消费习惯加速向线上转移，另一方面国内快速复工复产，催化了出口业务发展，未来我国跨境电商出口行业有望持续较快增长。同时，Shein 所在的快时尚赛道景气度高，独立站模式下，龙头优势进一步凸显，高增长态势有望持续。

电商模式+社交媒体，海量数据下新品成功率提升

Shein 为全球最热门服饰电商，且流量质量不断提升

- **从近期流量数据看，Shein 为全球第一大热门的服饰网站。**公司移动端及 PC 端访问量持续快速增长，2021 年 5 月访问量超 1.5 亿人次，较 2020 年 9 月增长 104%。从全球排名看，Shein 已成为全球第一大热门的服饰网站，其 5 月访问量分别较 Nike/H&M/Zara/Asos 多 +33%/+44%/+84%/85%。

图表 19: Shein 移动及 PC 端总访问量



来源: SimilarWeb, 中泰证券研究所

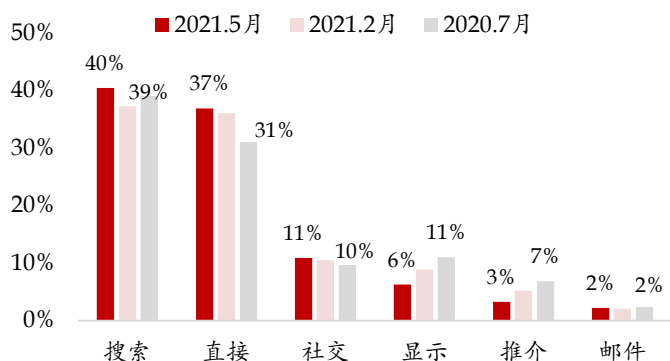
图表 20: 2021 年 5 月全球时尚服饰热门网站排名

排名	网站	简介
1	shein.com	快时尚独立站, 自有品牌
2	nike.com	全球运动品牌, 线上+线下
3	hm.com	全球快时尚品牌, 线上+线下
4	macys.com	美国百货公司, 线上+线下
5	zara.com	全球快时尚品牌, 线上+线下
6	asos.com	英国快时尚网站, 自有+第三方品牌
7	uniqlo.com	全球快时尚品牌, 线上+线下
8	gap.com	全球快时尚品牌, 线上+线下
9	elle.com	全球著名时尚杂志
10	zozo.jp	日本时尚电商, 买手店+第三方品牌

来源: SimilarWeb, 中泰证券研究所

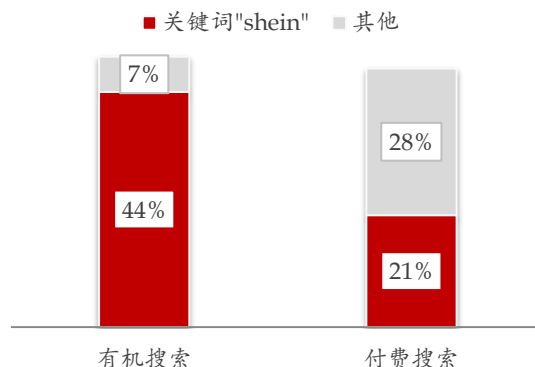
- **Shein 直接&社交流量增长，品牌影响力持续提升。**从 Shein PC 端流量构成看，2021 年 5 月公司搜索流量为总流量的 40%，其中关键词“shein”在搜索流量中有机搜索（消费者通过搜索引擎内在的搜索功能找到 shein 网站，而不是付费广告）的占比为 44%，远超付费搜索的 21%。同时，直接进入网站的流量占比较 2020 年 7 月+6PCTs 至 37%，与搜索流量的差距进一步缩小，说明公司品牌力逐步提升，为其平台化发展打下良好基础。此外，社交流量占比+1PCTs11%，为公司第三大流量来源，为公司高速增长的重要发力点。

图表 21: Shein PC 端流量构成



来源: SimilarWeb, 中泰证券研究所 (“搜索”是通过 Google、百度等网站搜索关键词进入官网, “直接”是直接输入网址进入官网)

图表 22: Shein PC 端搜索流量构成

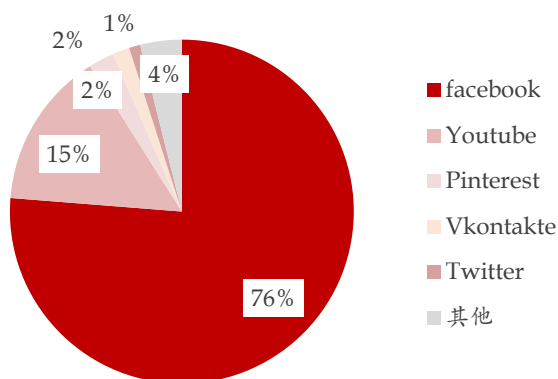


来源: SimilarWeb, 中泰证券研究所 (为 2021 年 5 月数据)

百万 KOL 合作, 全方位触达目标客群

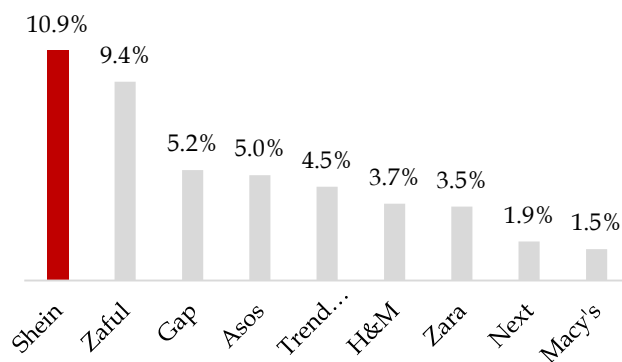
- 抓住社交平台流量红利, Shein 先发优势明显。Shein 创始人许仰天从事 SEO (搜索引擎优化) 起家, 对流量的重要性及打法理解深刻。最开始与众多品牌一样, 通过搜索引擎引流。而后抓住社交平台的网红带货刚起步、流量费较低的时机, 率先通过 KOL 在 Instagram、Facebook、Twitter、Youtube 等主要社交平台种草推广, 抓住对时尚有追求且价格敏感度高的年轻消费者需求。同时, Shein 在社交平台引流效果好于其他同业对手。

图表 23: Shein 主要社交平台流量分布



来源: SimilarWeb, 中泰证券研究所 (为 2021 年 5 月数据)

图表 24: 主要服装电商 PC 端社交流量占比



来源: SimilarWeb, 中泰证券研究所 (为 2021 年 5 月数据)

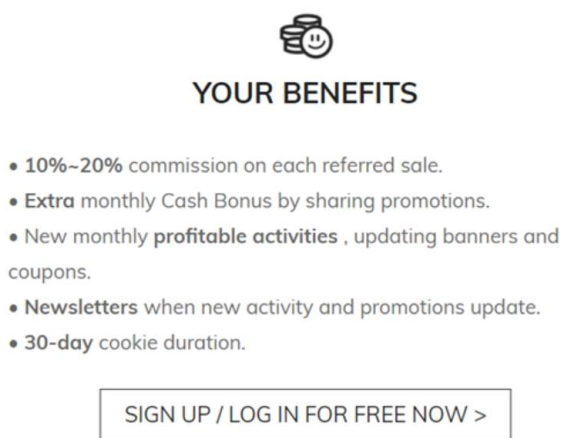
- Shein 作为第一波吃螃蟹的快时尚品牌, 2011 年就开始与网红合作, 一开始仅需要免费寄送服装、派发优惠券给 KOL, 便可进行产品推广及流量转化。同时, 充分发挥 KOL、KOC 的力量, 会员可免费加入营销联盟计划, 通过单笔成交返佣 10~20% 的政策, 加速品牌推广。

Shein 合作平台丰富, 除了在主流平台 Facebook、Youtube、Instagram 上进行大量投放, Shein 2013~2014 年便开始与年轻女性喜爱的

Pinterest 合作, 获取了大量目标用户。TikTok 上也已获得了 62 亿的观看量, 并出现在 70 多个其他热门标签中。

Shein 的营销推广在各地均取得不错的成绩。对于不同的地区, 公司会进行差异化合作, 2018 年 Shein 进入印度时就与约 2000 名在当地具有影响力的人合作。2020 年 10 月 Piper Sandler 对美国 48 个州近万名青少年 (平均年龄 15.8 岁) 的调查中显示, Shein 打败 Nike、PacSun 等美国知名品牌, 成为青少年第二喜爱的服饰类电商 (仅次于 Amazon); 并在高收入女性青少年开始尝试的品牌中位列第一, 超过 PacSun 和 Lululemon。

图表 25: Shein 的 Affiliate Program



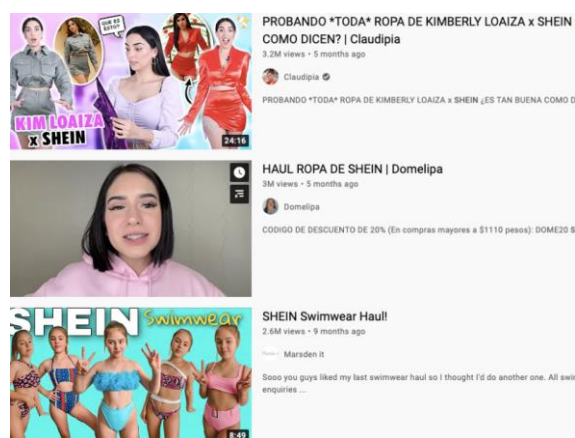
YOUR BENEFITS

- 10%-20% commission on each referred sale.
- Extra monthly Cash Bonus by sharing promotions.
- New monthly profitable activities , updating banners and coupons.
- Newsletters when new activity and promotions update.
- 30-day cookie duration.

SIGN UP / LOG IN FOR FREE NOW >

来源: 公司官方 APP, 中泰证券研究所

图表 26: Shein 在 Youtube 上的网红穿搭视频



PROBANDO *TODA* ROPA DE KIMBERLY LOAIZA x SHEIN COMO DICEN? | Claudipia
 3.2M views · 5 months ago

PROBANDO *TODA* ROPA DE KIMBERLY LOAIZA x SHEIN ¿ES TAN BUENA COMO D

HAUL ROPA DE SHEIN | Domelipa
 3M views · 5 months ago

CODIGO DE DESCUENTO DE 20% (En compras mayores a \$1110 pesos): DOME20 \$

SHEIN Swimwear Haul!
 2.5M views · 9 months ago

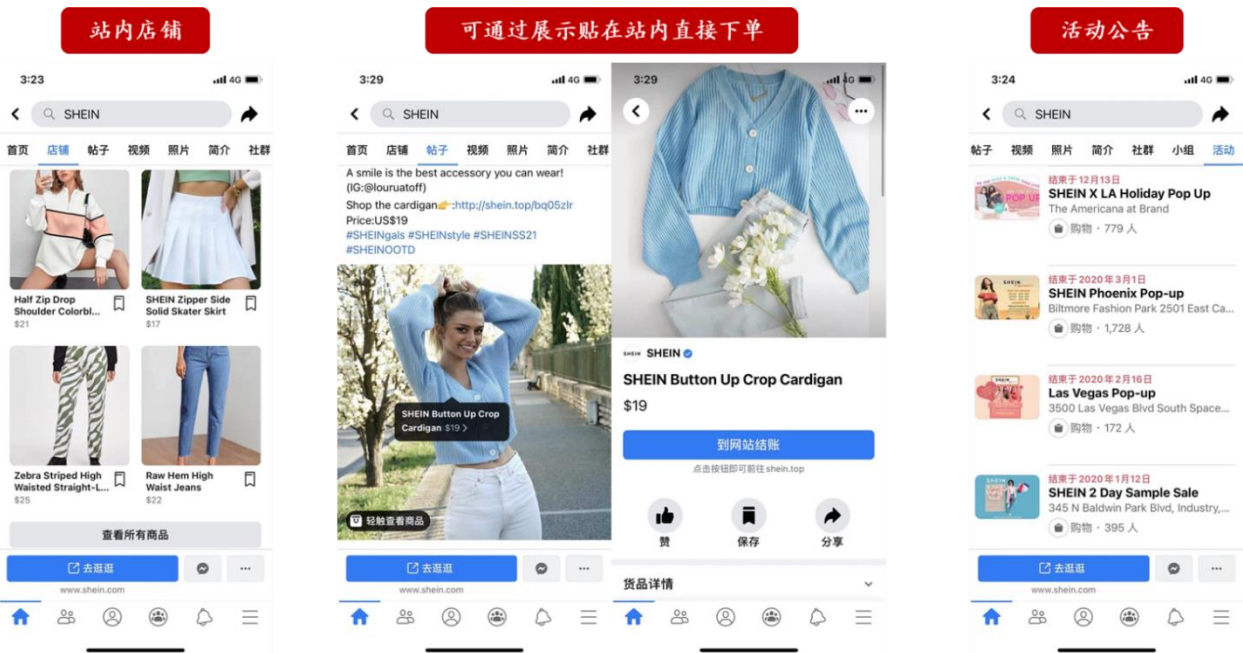
... Marzen It

Sooo you guys liked my last swimwear haul so I thought I'd do another one. All swir enquiries ...

来源: Youtube, 中泰证券研究所

勤于发帖提高曝光率, 粉丝和流量高增长

- Shein 发帖量远超同行, 社群及内容运营增强粘性。Shein 官方账号在 Instagram 的累计发帖量达 1.7 万篇, Facebook 近一周发帖 64 篇, 远超其他主要快时尚线下品牌及电商平台。同时, 在该两大主要社交平台上, Shein 消费者均可通过点击展示图片, 直接站内下单, 购买便捷性好于同业其他品牌。

图表 27: Shein 在 Facebook 平台动态节选


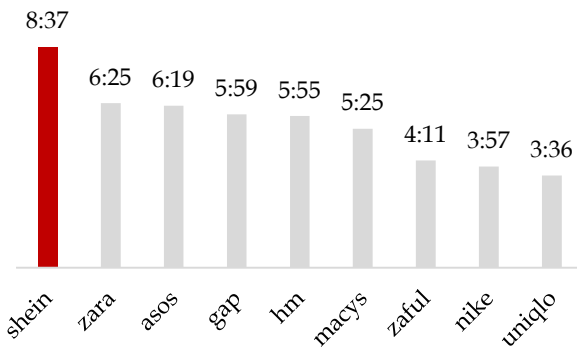
来源: Shein Facebook 官方账号, 中泰证券研究所

图表 28: 部分头部快时尚品牌、电商及运动品牌社交平台发帖量

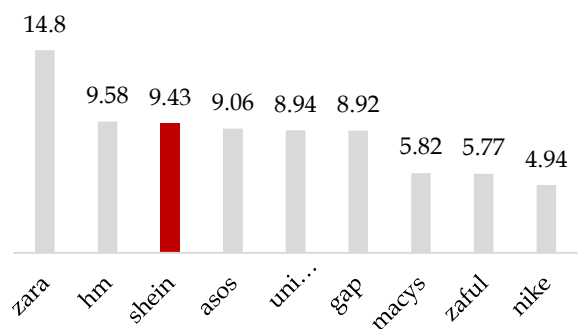
社交平台	数据区间	Shein	快时尚服装品牌					快时尚电商平台	
			Zara	H&M	Bershka	Topshop	GAP	Asos	Zaful
Facebook	近一周发帖量	64	1	0	9	0	0	68	6
Instagram	累计发帖量	1.7 万	3267	6107	3728	8175	352	1.2 万	7138

来源: 各品牌社交媒体官方账号, 中泰证券研究所 (发帖量统计截至 2021 年 4 月 6 日)

- 公司注重内容及社群营销, Facebook 单次活动关注度可达千人以上, 同时 APP 内容短视频化, 增强站内种草及转化能力。从 Shein 的访问数据可看出, 公司擅长通过优质内容及营销手段获取消费者关注。5 月其网站平均访问时长为 8 分 37 秒, 远高于其他同行业公司 (zara/hm 分别为 6:25/5:55), 单次访问页面为 9.43 个, 也仅次于 Zara、H&M 位于行业前列。

图表 29: 主要服装电商 PC 端平均访问时长 (分钟)


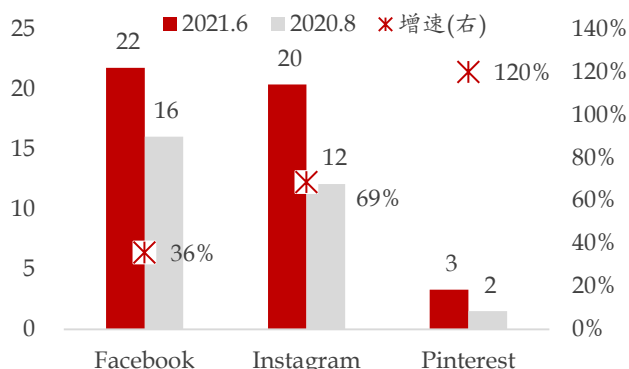
来源: SimilarWeb,, 中泰证券研究所 (为 2021 年 5 月数据)

图表 30: 主要服装电商 PC 端单次访问页面数量


来源: SimilarWeb,, 中泰证券研究所 (为 2021 年 5 月数据)

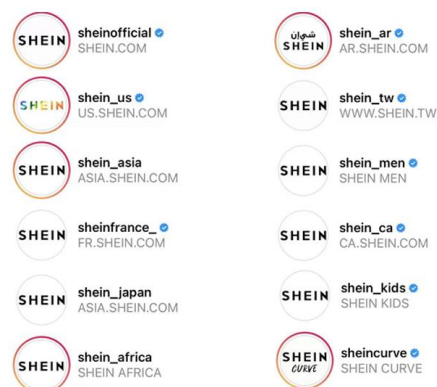
- **账号矩阵完善，粉丝逐步沉淀。**除了线上 KOL 种草，Shein 线下也通过快闪店、时装周等紧跟潮流的方式，扩大传播范围，逐步将消费者沉淀至自有品牌。目前公司在 Facebook、Instagram、Pinterest 粉丝数量快速增长，较 2020 年 8 月分别+36%/+69%/+120%至 2179/2039/330 万人，超越多数全球快时尚及运动品牌。同时，公司除了个品牌官方账号外，还分品类、分地区设有子账号（如 Instagram 中约有 20 个官方子账号），可更加有效地进行消费者触达。

图表 31: Shein 主账号社交平台粉丝数量(百万人)



来源: Shein 品牌社交媒体官方账号, 中泰证券研究所

图表 32: shein Instagram 部分账号展示



来源: Instagram, 中泰证券研究所

图表 33: 部分头部快时尚品牌、电商及运动品牌社交平台粉丝数量(万人)

社交平台	Shein	快时尚服装品牌					快时尚电商平台		运动品牌					
		Zara	H&M	Bershka	Topshop	GAP	Asos	Zafu	Converse	Vans	Puma	UA	NB	Lulu
Facebook	2,129	2,974	3,928	1,178	419	940	702	915	4,606	1,900	2,073	1,106	829	220
Instagram	1,850	4,280	3,670	960	1,040	310	1,130	570	1,020	1,750	1,170	860	630	360
Pinterest	270	130	120	37	37	36	110	78	20	52		17	10	230
合计	4,249	7,384	7,718	2,175	1,496	1,286	1,942	1,563	5,646	3,702	3,243	1,983	1,469	810

来源: 各品牌社交媒体官方账号, 中泰证券研究所 (以上数据均来自 公司主账号, 粉丝数量截至 2021 年 3 月 24 日) (其中 UA 为 Under Armour、NB 为 New Balance、Lulu 为 Lululemon)

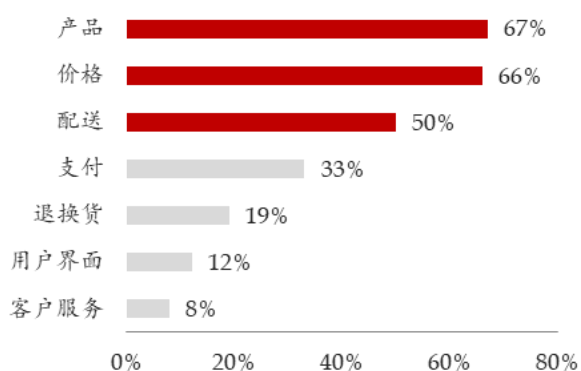
- **依托线上海量数据，提高新款成功率。**实时海量的消费者数据是 Shein 实现“零时销售”不可或缺的关键一环。传统品牌需要线下铺货，通常产品上新后 1-2 周才能看出哪些好卖，从而进行补货，且其数据采集不够全面，返单即时性和精准度通常不够。而 shein 纯电商模式，只要上传产品图片及少量备货（通常 100-200 件产品），通过消费者浏览及购买数据的反馈，一两天之内即可知道哪些好卖，然后快速翻单，大幅提升了测款成功率。因此，shein 作为行业顶流，可以依托丰富线上数据，不断优化算法系统，提高对市场需求预测的准确度。

强大供应链体系，支撑超级“快”时尚

Shein 供应链有多强？

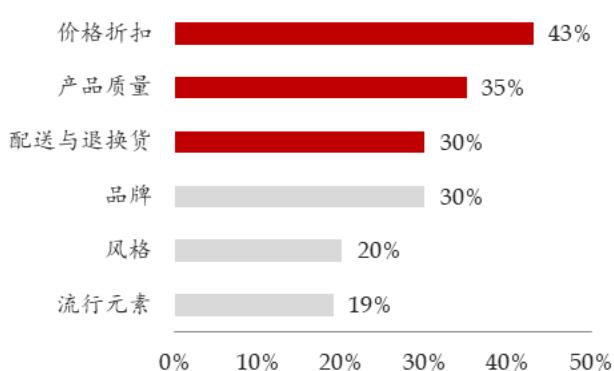
- 公司产品“多快好省”，供应链优势明显。**公司依托高性价比的中国制造，凭借其强大的供应链资源整合及管理能力，持续强化竞争优势，构筑了短期内难以逾越的壁垒。从影响美国消费线上购买决策的因素看，产品、价格及配送为首次购买及复购的主要考虑因素，公司直击消费者痛点，在营收高增长的同时**退货率也仅约 10%**（艾瑞咨询 2019 年）。

图表 34：2019 年影响美国消费者线上购买的因素



来源：德勤《中国时尚跨境电商发展报告》，中泰证券研究所

图表 35：2019 年影响美国消费者线上复购的因素



来源：德勤《中国时尚跨境电商发展报告》中泰证券研究所

- 新品数量&性价比，具有压倒性优势。**对比其他头部快时尚品牌，Shein 在价格及上新数量上竞争优势明显。就美国市场而言，Shein 主要女装产品的最低价均在 10 美元以内，各品类畅销款价格 9-24 美元，基本位于 Zara（8-36 美元）、H&M（5-18 美元）的最低价格区间。在款式数量上，Shein 不论是对比全球快时尚头部品牌，还是线上同业竞争对手，都具备碾压性的优势，上万款的在售单品，可满足更多的消费者需求。

图表 36：主要快时尚公司价格带（美元）及在售款式数量（件）

女装品类	SHEIN				ZAFUL				ZARA				H&M			
	价格		畅销款	在售款式数量	价格		畅销款	在售款式数量	价格		畅销款	在售款式数量	价格		畅销款	在售款式数量
	最低	最高			最低	最高			最低	最高			最低	最高		
T-Shirt	2	30	9	14,671	5	25	15	600	8	50		234	5	50		182
裙装	3	95	14	21,731	6	46	13	1,094	13	149		1,133	13	349		582
牛仔褲	10	45	24	2,256	10	39	32	85	20	50		371	10	70		265
外套	6	130	23	1,990	9	72	23	619	36	90		753	18	299		294

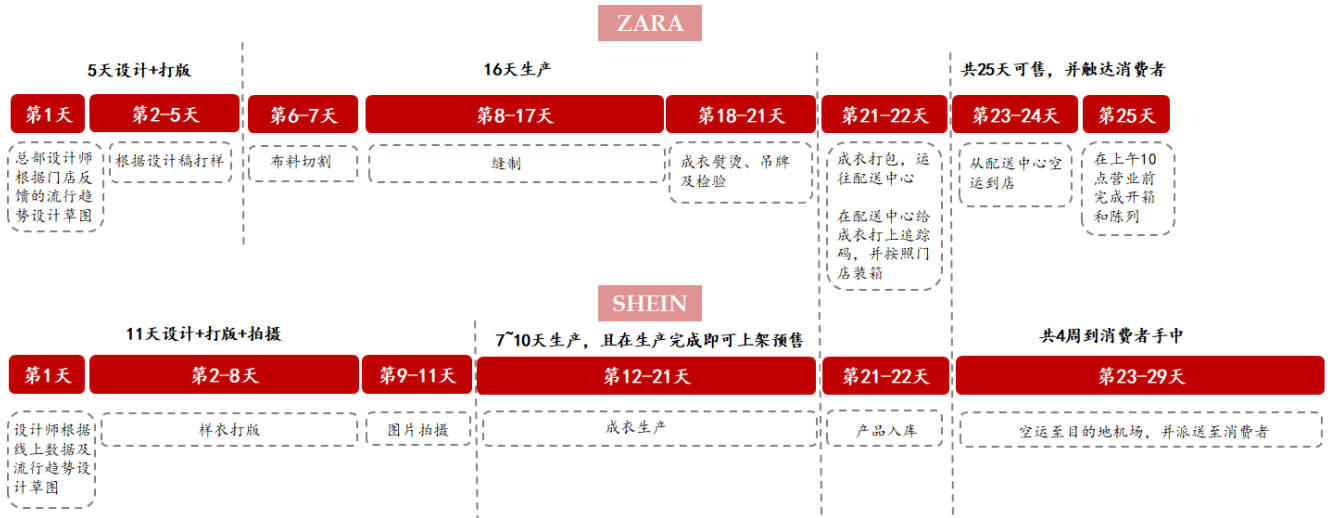
来源：各平台美国官网，中泰证券研究所

- 极致生产周期&空运物流，打造全球最快供应链。**
 - 在产品上新周期方面，Shein 可实现从设计开始约 3 周可售、约 4 周交至消费者手中，与全球快时尚龙头 Zara（25 天）不相上下。**而业内大部分规模以上服装企业仍以提前半年生产的期货模式为主，

即便是柔性供应链也较难在一个月內实现从设计、备货到终端销售的全流程。

- **物流方面**，跨国空运大幅缩短了运输时间，提升了消费者购买体验，同时增强了复购积极性。可昂贵的空运费用使得大部分中小企业望而却步，而公司可以通过其规模及快周转优势，摊薄部分费用，进一步强化竞争优势。

图表 37: Shein 及 Zara 上新周期对比



来源: The Wall Street Journal, 草根调研, 中泰证券研究所

- 支撑产品高性价比、高频上新，以及快速物流的，是 Shein 背后高效的供应链体系：**按需定产的小单快反模式，生产卖得出去的产品**。时装类产品讲究个性化且流行周期短，因此对于服装企业来说，如何预测及掌握消费者日新月异的需求，从“卖生产出来的产品”变成“生产卖得出去的产品”，为长期探讨的话题。
- Shein 全部采取小单快反的模式，先生产小批量产品进行市场测试，再通过终端数据反馈，对爆款进行快速返单，以实现销售及利润的最大化，并减少了库存风险。该模式对企业供应链管理能力和信息化能力，以及对全产业链的把控力均有较高要求，而我们认为这些恰好是 Shein 的优势所在。

产业集群及丰富的供应商资源，为产品快周转的前提保障

- **打造公司产业集群，有效缩短生产周期**。2014 年公司开始着手供应链建设后将产能转移至广东番禺，并在佛山设立物流中心。目前，公司从设计、打版、生产、入库等供应链各环节均聚集于广东，且在招募新供应商时，也优先考虑珠三角地区的工厂。大幅缩减了产品交付时间和成本，提高了各部门之间的协同效率。公司 FOB/ODM 供应商交货周期通常分别为 7-11 天/10-15 天。

海外快时尚巨头 Inditex (Zara 母公司) 也是如此, 即使门店遍布全球, 公司总部附近的工厂数量仍占比过半, 可保障产品的高速周转以及对市场需求做出即使反应。而全球大部分服装企业更多是从降成本的角度考虑, 将供应链向中国及东南亚转移。如对时尚性要求相对较低的运动品牌 Nike, 越南及中国工厂数量占其供应链的 57%, 且其上新是以期货模式为主。

图表 38: Shein FOB 供应商招募条件

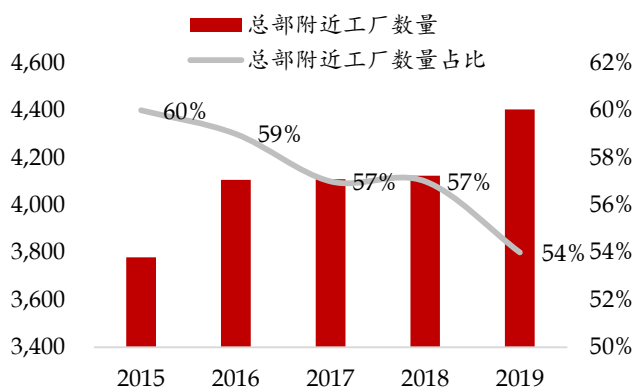
2021 年 FOB 应商招商条件	
7-11 天货期	
订单模式	小单快反: 100~500 件/单
	Shein 提供纸样和样衣, 工厂包工包料
生产品类	欧美/中东/主题女装、男装、童装等
	珠三角地区优先考虑
	工厂 5S 管理优先考虑
基本要求	擅长小单快反的生产
	具备营业执照、可开具增值税发票
	工厂面积 2000 平方以上, 车位 80 个以上

来源: Shein 云工厂, 中泰证券研究所

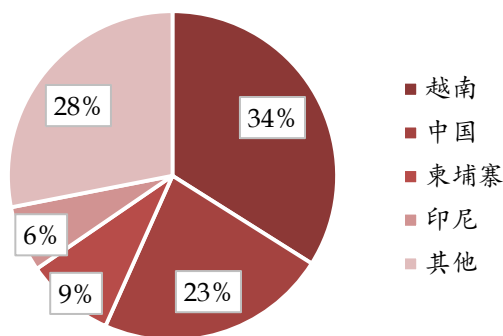
图表 39: Shein ODM 供应商招募条件

2021 年 ODM 应商招商条件	
10-15 天货期	
订单模式	小单快反: 100~500 件/单
	供应商供款供货
生产品类	瑜伽服、泳衣、欧美女装、童装、男装、家居服、中东礼服、钩织、毛衣、牛仔
	珠三角地区优先考虑
	工厂 5S 管理优先考虑
基本要求	擅长小单快反的生产
	具备营业执照、可开具增值税发票
	研发生产一体 (有设计部、版房)
	工厂面积 2000 平方以上, 车位 80 个以上

来源: Shein 云工厂, 中泰证券研究所

图表 40: Inditex 公司总部附近工厂数量及占比


来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (附近区域为: 西班牙、葡萄牙、摩洛哥、土耳其)

图表 41: Nike FY2020 工厂数量分布


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 丰富的供应商资源, 保障产品的速度及广度。**通常来说, 原材料的备货情况是制约生产周期的重要因素之一。公司为保障爆款产品在返单时不受其影响, 前瞻性地自建了独家服务的线上 B2B 供应商平台淘料网, 并优选对市场敏感度高、货品充足的工贸一体供应商, 截至 2020 年 2 月已达 300 多家现货供应商。在稳定的供应链支持下, 公司面料年购量达 16 亿米以上、采购金额超过 50 亿元。同时, 丰富的面料供应商资源也保障了产品的多样性, Shein 每日上新数量可超 3000 款, 周上新量约为 Zafu1

的 30 倍，而 Zara 非每日上新（每周上新至少 2 次）

图表 42: Shein 面料供应商招募条件

2021 年印花面料供应商招商条件
有营业执照、可开具增值税发票
自有织/染厂者优先
广州设有办事处或仓库
主营品类以欧美、中东风为主
自有自主研发和设计能力，新花型>100 款/月
具有小单快反经验，首单 500 米左右，2 天内出货
货源稳定库存充足，所有产品必须达到 ISO（国际标准）要求

来源：Shein 云工厂，中泰证券研究所

图表 43: Shein vs Zaful 每日上新数量

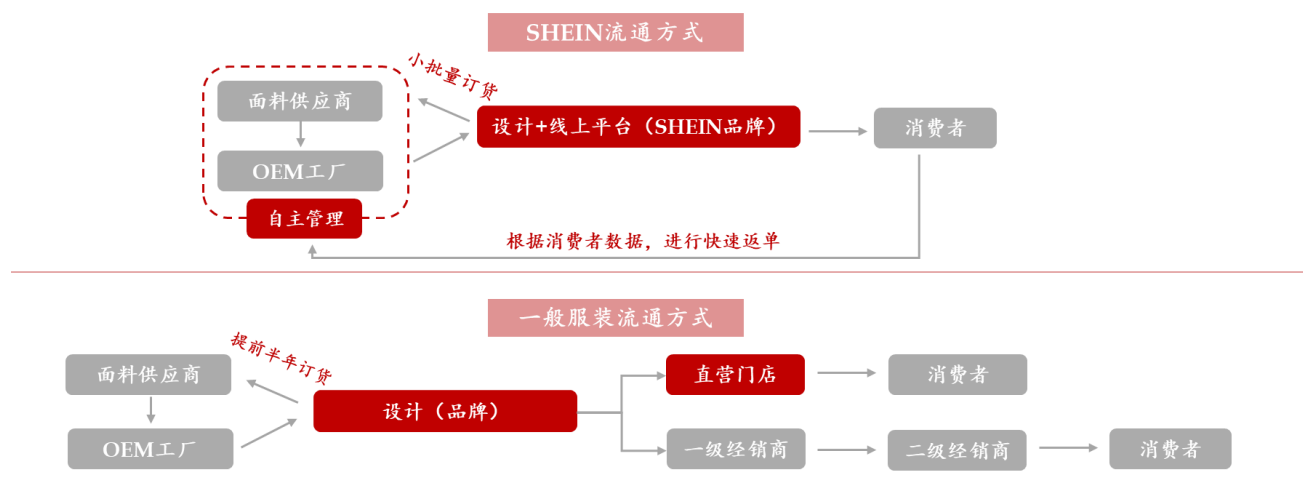
	Shein	Zaful
2021/3/12	2699	99
2021/3/13	2021	201
2021/3/14	1389	46
2021/3/15	3088	40
2021/3/16	3005	34
2021/3/17	3751	167
2021/3/18	3770	102
合计	19723	689

来源：Shein 美国官网、Zaful 美国官网，中泰证券研究所

IT 信息化赋能工厂，各环高效配合

- **高效流通方式，加快产品周转。**与传统商业模式不同，Shein 下游直面消费者，一方面可及时洞察消费者需求，另一方面减少中间环节，在加快商品周转的同时可让利消费者，提升产品性价比。上游方面，公司采取轻资产模式，虽通过“买手制”及“自主设计+外包生产”进行商品采购，但会深度参与供应商的生产管理，帮助其提升生产效率，保障产品交期。

图表 44: Shein 及一般服装企业产品流通方式



来源：中泰证券研究所

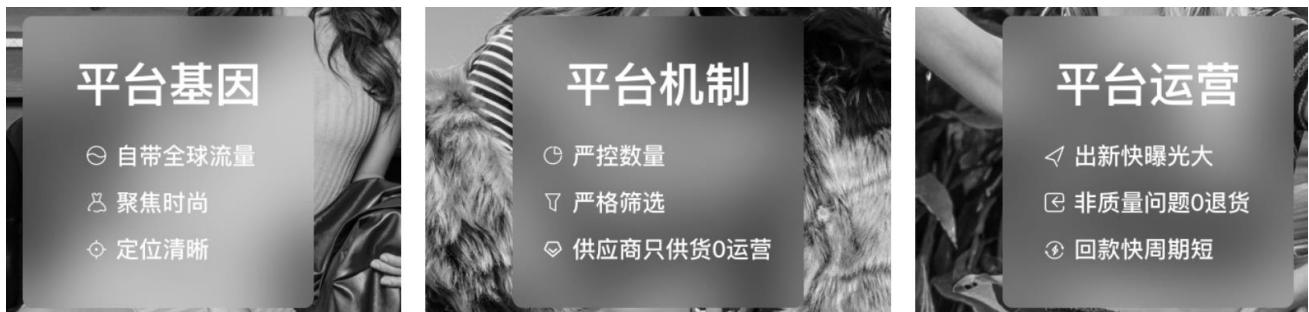
- **高效的信息化系统赋能工厂，保障“小单快反”的顺利运行。**服装代工厂规模效应明显，多通过大单品策略提升生产效率及盈利能力。而小单快反的模式（公司单个 SKU 首单量仅 100~500 件）对工厂的管理能力要求较高，若不能合理排产，则会降低生产效率及利润率，尤其是对于管理粗放落后的中小型工厂。因此，公司自建信息化生产管理系统，让所有供应商接入，并培训其使用。该系统可进行排产优化、实时监控工厂

订单量及生产数据，保障了生产时效性及产品品质。同时，系统打通了终端、生产及面料供应的全流程，供应商可以在系统中查看所负责产品的补单需求以及哪些面料工厂有即使备货，为爆款快反做好了准备。

透明管理&利润保障，形成长期稳定合作

- **完善且透明的供应商管理制度，保障公司长期领先地位。**公司拥有上千家供应商，且多为中小型工厂，要保住公司供应链的先发优势，保障供应链的长期稳定尤为主要。
- **公司方面：**
 - **管理制度完善，利于优质供应商的沉淀。**公司生产部门会通过时效、品质、产能及配合度等多个维度，对供应商进行月度、季度和年度考核，并将其分为 S、A、B、C、D（淘汰）5 个级别，优胜劣汰，且赋予不同等级供应商不同的管理政策。
 - **订单分配公平公正，保障供应商体系长期健康发展。**公司系统会根据各经销商的产能及优势项目，合理进行订单分配，同时返单优先首单供应商，保障了拿到爆款订单的公平性，也有利于增强新供应商进入的积极性。
- **供应商方面：**
 - **公司账期优于同行，供应商回款有保障。**如公司 S、A 级供应商半月结款，B/C/D 级供应商月结。而同行通常要一月以上，慢的甚至可达三个月。
 - **高爆款率带来稳定单量，高周转带来超额利润。**得益于公司的前端流量算法，终端销售爆款率高，**公司返单率约为 80%**，保障了工厂订单量的稳定。同时，公司产品周转速度远高于同行，叠加高效的生产管理系统，使得 Shein 供应商可实现高于行业的利润水平，因此供应商的配合度也较高。**据公司数据，合作 3 个月内做到百万级的供应商超百家，年货款千万级的超 300 家。**

图表 45: Shein 平台的合作优势



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 综上所述，Shein 对消费者而言款式多、物流快、性价比高、服务佳（超 400 人客服团队覆盖 16 种语言，并开通多国 24h 在线客服）；对供应商

而言单量稳定、资金回笼快、利润有保障、管理透明度高；对同业而言其首单量更小、产品覆盖范围更广、测款成功率更高，且流量先发优势明显。我们认为，未来在流量成本不断提升、品牌对市场需求加速反应的趋势下，Shein 龙头优势有望愈发明显。基于此，公司估值也不断抬升。

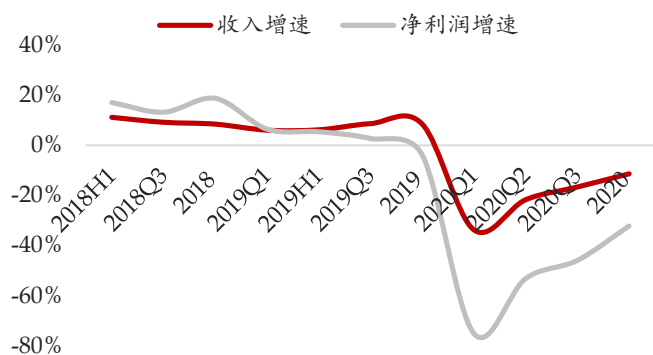
图表 46: Shein 融资情况及市场估值

时间	轮次	融资金额	市值	投资方
2013/12	A 轮	500 万美元	-	集富亚洲
2016/7	B 轮	3 亿人民币	15 亿元	景林投资、IDG 资本
2018/7	C 轮	数亿美元	25 亿美元	顺为资本、红杉资本
2019/12	D 轮	5 亿美元	50 亿美元	红杉资本、Tiger Global Management
2020/8	E 轮	数亿美元	150 亿美元	-

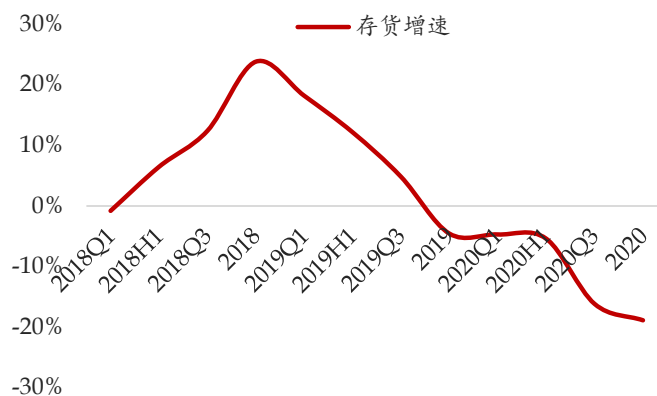
来源：企查查，晚点 LatePost，中泰证券研究所

对国内大众服装品牌的借鉴意义

- 回到国内市场看，大众服饰由于前期品牌老化，叠加线上渠道崛起、海外品牌的冲击，整体发展趋势放缓。随着 2019-2020 年品牌及渠道库存大幅去化，以及国内年轻消费者对国产品牌认可度不断提升，我们认为国产大众服饰未来具有较大发展空间。通过前文对 Shein 的复盘，接下来我们将探讨其对国牌的可借鉴之处。

图表 47: 大众服饰营收及净利润同比增速


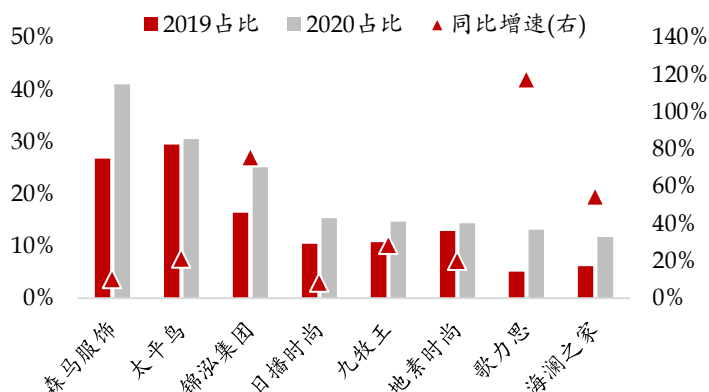
来源：Wind，中泰证券研究所（为森马、海澜之家、太平鸟数据）

图表 48: 大众服饰存货规模同比增速


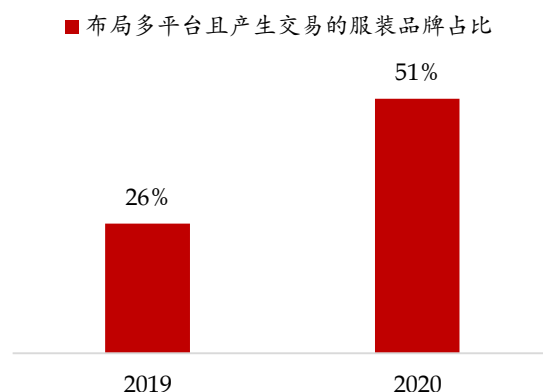
来源：Wind，中泰证券研究所（为森马、海澜之家、太平鸟数据）

前端：重视品牌流量沉淀，加强数字化布局

- 国内流量呈全渠道、多元化发展趋势。国内 2020 年疫情催化下，各服装品牌加大线发展力度，线上营收占比大幅提升。除传统电商外，布局抖音、快手、微信等平台，通过直播电商、私域运营等多样化营销策略促进销售增长。有赞数据显示，2020 年其服装商家布局多平台且产生交易的品牌数量占比同比+25PCTs 至 51%，交易金额同比+356%。

图表 49: 部分上市服装公司线上营收占比及增速


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 50: 有赞服装商家布局多平台的占比


来源: 有赞, 中泰证券研究所

■ 把握新渠道兴起红利&私域流量沉淀, 有望成为大众服饰发展的契机

- **把握新渠道兴起红利, 获取新消费群体。**目前国内线上流量开始分化, 拼多多、抖音、快手、微信等社交电商快速崛起, 且在平台发展电商初期, 头部品牌具有流量和政策优势。我们认为, Shein 的模式或许值得借鉴, 一方面充分把握新渠道兴起红利, 另一方面加大和 KOL 以及流量明星的合作力度, 借助其流量及影响力获取更多年轻消费者。

从前 10 家直播带货的服装品牌看, 其中 2 家为本身具备 KOL 流量背书的线上品牌, 其中 2020 年成立的 ITIB 在薇娅的带货下实现爆发式增长。传统品牌中, 国产品牌数量 (5 家) 多于海外品牌 (3 家), 且在关联红人数量及商品数量方面均优于海外品牌, 或因国产品牌更了解中国消费者, 在玩法灵活度、内容制作以及市场反应方面具备发展优势。

图表 51: 服装品牌近 30 天直播带货销售额排行榜

排名	品牌	30 天销售额 (亿元)	关联红人数	关联商品数	简介
1	chinstudio	2.25	224	195	网红雪梨的淘品牌
2	Fila	1.74	416	356	运动时尚服饰品牌
3	Vans	1.64	190	181	运动时尚服饰品牌
4	李宁	1.28	507	340	大众运动品牌
5	安踏	1.07	513	288	大众运动品牌
6	Skechers	0.84	64	46	运动时尚服饰品牌
7	Adidas	0.80	306	267	大众运动品牌
8	ITIB	0.75	24	19	绑定薇娅的线上设计师品牌
9	太平鸟	0.58	434	370	大众休闲服品牌
10	Teenie Weenie	0.40	296	293	休闲服饰品牌

来源: 小葫芦, 中泰证券研究所 (数据区间为 2021 年 5 月 15 日至 6 月 13 日, 包括抖音、快手、淘宝三个平台)

- **私域流量以中低价位服装为主, 有望增强大众品牌的用户粘性。**从

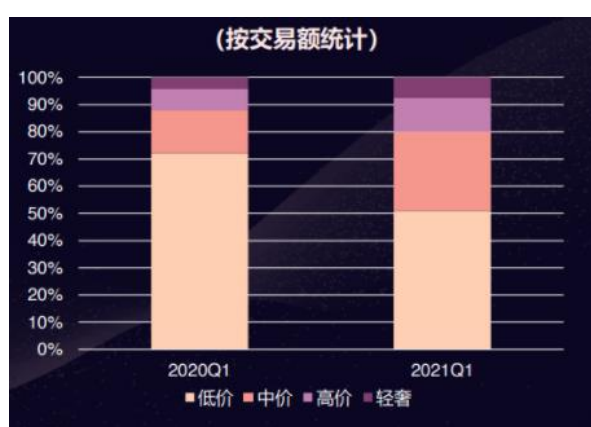
私域价格分布看,2021Q1 低价(成交价小于 150 元)及中价(150~350 元)服装品牌交易额占比约 80%,为私域流量的主力市场。大众品牌较中高端品牌而言,通常消费者粘性较低,更多靠产品力及性价比竞争,品牌忠诚度建设难度更大。而疫情后快速增长的私域流量或成为大众品牌的契机之一,21Q1 私域会员消费占比已较 2020 年底+8PCTs 至 25%,发展潜力可期。同时,品牌可将会员信息掌握在自己手中,更加高频且高效的触达有效消费者,建立信任感和归属感。有赞数据显示,2020 年其服装品牌客户私域会员客单价为非会员的 2.6x,复购率也较非会员高出 11PCTs 至 48%。

图表 52: 服装零售行业私域季度销售额



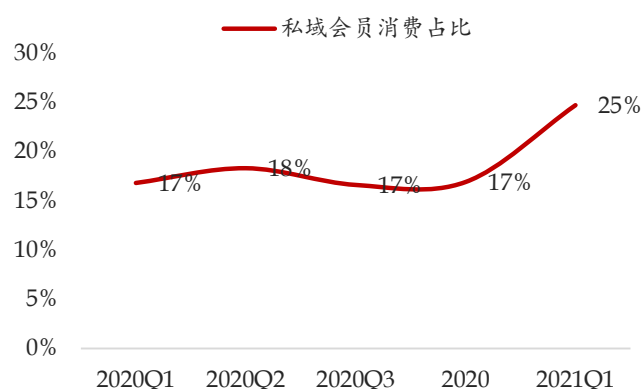
来源:有赞,中泰证券研究所

图表 53: 私域各成交价格带品牌占比



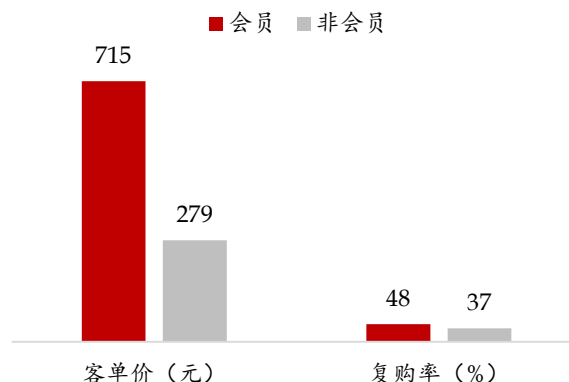
来源:有赞,中泰证券研究所

图表 54: 服装零售行业私域会员消费占比



来源:有赞,中泰证券研究所

图表 55: 有赞服装商家私域会员客单价及复购率



来源:有赞,中泰证券研究所

- **加强数字化布局,适当提升线上收入占比,以多维度分析终端消费偏好,提高新品成功率。**除了对流量的把握外,对终端数据的分析能力,也是 Shein 的核心优势之一。大众品牌可不断加强对市场趋势的敏感度,通过多维度的消费者数据反馈,快速满足市场需求。
 - 考虑到线上数据更直接且维度更多,并且疫情催化下线上消费习惯加速养成,大众品牌可适当提高线上业务的占比,以更高效的获取多元化消费者信息,以提升新品设计的成功率。
 - 此外,国内头部服装品牌基本已打通经销商门店 POS 数据,但部分

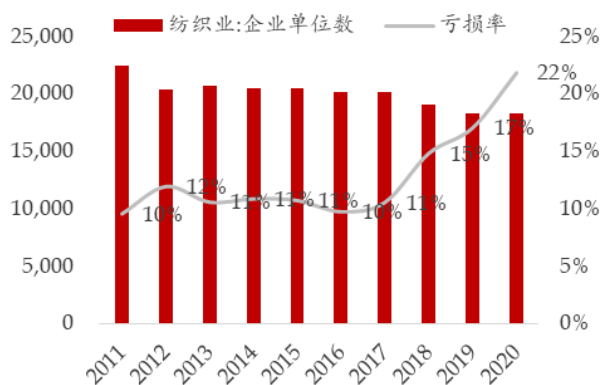
品牌会员系统尚未共享。我们认为，能够全方位打通数据系统，总部能给与统一的管理和培训的品牌，发展潜力更大。

后端：加强供应链系统化管理，提升现货占比

■ **后疫情时代，供应链优势越发凸显。**2018 年开始纺织服装行业长尾产能加速出清，至 2020 年底国内纺织/服饰企业数量分别-9%/-16%，而亏损企业数量分别+88%/+73%，亏损率翻倍达 22%/23%。行业产能加速出清，我们认为：

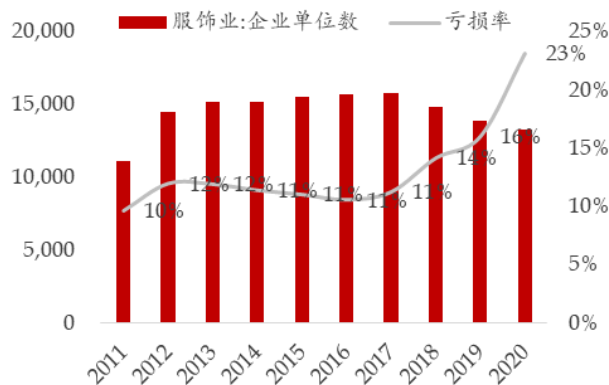
- 1) 由于近几年在国内经济增速放缓、外贸环境变化、全球疫情爆发等因素影响下，终端需求持续受挫。
- 2) 随着消费渠道便捷化、流行多元化及更迭加快的趋势下，传统纯期货制的生产及销售方式不再能有效满足消费者需求。部分企业的无效供给叠加生产要素价格上涨，导致成本提升、效率下滑。

图表 56：2011~2020 国内规模以上纺织企业数量及亏损率



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 57：2011~2020 国内规模以上服饰企业数量及亏损率



来源：Wind, 中泰证券研究所

■ **优选供应商，降低期货占比。**强调对市场需求预测的大众服饰而言，供应链是产品快速反应基础建设。考虑到国内上市公司仍以线下渠道为主，门店需要首单铺货，不能实现 Shein 纯线上的“零时销售”。但可以通过减少期货、提升快反占比，来降低库存风险，增强对市场需求预测的准确度。此外，承接小单快反的柔性供应链多为中小型工厂（大型工厂规模化生产效率更高），Shein 供应链模式或许值得借鉴，品牌可通过精选供应商、持续完善供应商管理系统，以是实现派单的公平和高效性。并且结合需求端数字化赋能带来的新品成功率提升，来保障供应商能持续稳定的拿到订单，提升生产线效率，加快资金周转。

图表 58: 部分大众服装上市公司快反占比

品牌	补单及快反占比
太平鸟	2020 年女装占比超 50%，后续有望推广到其他品类
森马服饰	2020 年成人装占比从 20%提升至接近 30%，童装占比 10~15%
海澜之家	2019 年夏装占比 20~30%，冬装略低一点；未来目标 30~40%
波司登	2020 年首单占比 30%，旺季分 8~12 次补货

来源：公司公开调研信息整理，中泰证券研究所

- 总体而言，我们认为前端流量先发优势及优秀的供应链管理能力和能力，共同铸就了 Shein 短期内难以被攻破的壁垒。基于 Shein 成功的因素，就国内大众品牌而言，我们看好数字化改革持续推进、供应链提效显著的太平鸟（2021 年 PE 24x），重视新零售业务及供应链优化的森马服饰（2021 年 PE 21x），以及品牌年轻化转型&重视线上发展的国民服饰海澜之家（2021 年 PE 11x）。

图表 59: 纺织服装行业重点公司盈利预测及估值

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PEG
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
安踏体育	146.06	1.91	2.80	3.42	4.14	76	52	43	35	2.60
波司登	3.78	0.16	0.19	0.22	0.25	24	20	17	15	1.28
歌力思	15.80	1.34	1.39	1.11	1.28	12	11	14	12	-7.72
森马服饰	12.19	0.30	0.58	0.70	0.83	41	21	17	15	1.00
海澜之家	7.26	0.41	0.68	0.80	0.91	18	11	9	8	0.59
地素时尚	19.89	1.31	1.53	1.77	2.05	15	13	11	10	0.95
水星家纺	14.30	1.03	1.38	1.60	1.81	14	10	9	8	0.67
健盛集团	8.00	-1.34	0.62	0.86	1.02	-6	13	9	8	-0.03
太平鸟	47.18	1.50	2.01	2.47	2.94	32	24	19	16	1.25
华利集团	99.78	1.61	2.19	2.72	3.33	62	46	21	17	2.26

来源：Wind，中泰证券研究所预测整理 注：收盘价截至 2021 年 6 月 18 日

风险提示

- 出口电商政策变化，导致行业增长不及预期。
- 国际贸易环境不确定性，导致 APP 在部分国家或地区下架的风险。
- 全球宏观经济增速放缓，终端消费低迷，导致品牌服饰公司销售情况低于预期。
- 线上参与者增加，线下传统巨头向线上发展，使得市场竞争加剧，公司增长不及预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。