



敏捷供应链与数字化运营下的SHEIN模式解析

姓名 吕明（分析师）

证书编号：S0790520030002

邮箱：lvming@kysec.cn

2021年7月27日

核心观点

SHEIN快速成长为快时尚跨境电商品牌。 SHEIN以女装切入跨境电商赛道，品类上，深耕女装细分人群并围绕女装消费者扩品类；品牌上，组建设计师团队、搭建独立站并大力营销品牌；供应链上，搭建和升级供应链生态，探索更高效的供应链管理方式。目前，收入端连续6年增速超100%，在中国出海品牌排名中自2019年的21名提升至11名。未来将聚力品类拓展、产品升级（设计师联名产品SHEIN X、高端品牌MOTF）、平台赋能（B2B2C为链接的开放性平台）三大方向。

服装行业在疫情期间获显著流量红利，独立站成为服装跨境电商的机会赛道。 疫情催化海外电商快速且多元化发展，服装行业疫情期间规模和渗透率双升，为本土服装电商企业提供出海时机：我国强大的制造能力及完善的供应链体系为国内企业出海提供了供应链体系的支撑；国内传统电商渠道的流量红利逐渐衰减，凭借丰富的电商运营经验拓展广阔的海外市场将成为企业发展的重要引擎。而独立站作为契合服装时尚品牌经营特点的跨境电商模式，便于企业集中营销资源进行品牌打造、汇集流量进行用户精细化运营。

SHEIN以敏捷供应链支撑C2M模式，以全链路的数字化运营提升品牌力。 一方面，对前端大量高频上新的高性价比产品持续进行试错迭代，精准累积用户需求后组织供应链以小单快反模式实现精准排期及快速生产，女装由设计至上架销售最短仅需7天。进一步分析，支撑其产品“多快好省准”的关键在于SHEIN高效的供应链管理方式（组织结构、数字化管理、仓储物流）：小单快返的生产模式下，SHEIN选择合作中小规模工厂，拥有强供应链话语权，并利用供应链中心特殊的地理位置和IT系统高效整合供应链资源，此外，多仓联动、多物流与客管中心可以迅速配送订单、及时响应用户，实现了供应链协同。另一方面，在站外：把握各阶段的跨境电商流量红利，低成本、多渠道地获取流量；在站内，通过差异化的平台体验赢取用户心智，提高客户粘性，站内站外联动提升品牌力。

南极电商与C&A达成合作，珠联璧合有望复制类SHEIN模式。 SHEIN以数字化赋能全链路管理（用户需求、供应链端订单/采购/库存管理、品牌运营）的商业模式不仅解决了服装行业库存的痛点，也为跨境电商提供了借鉴意义。南极电商正积极布局跨境电商业务，我们认为，与C&A的合作将为其积累符合国际品牌的经营管理经验和供应链体系，有望建立类SHEIN模式：(1)南极电商优势：供应链端，公司积累了庞大的工厂、供应商资源，并通过高效的数字化管理能力赋能上下游，使供应链得到高效率的配置；电商运营端，公司不仅拥有全面的电商渠道布局，并且依靠灵活、高效的运营能力在新渠道上迅速起量。(2)C&A优势：C&A既是商品品牌、也是渠道品牌，品牌知名度高且产品覆盖面广，旗下子品牌定位明确，覆盖不同目标消费群体。因此我们继续重点推荐南极电商。

风险提示： 流量成本上升；行业竞争加剧；国际形势变化等。

目录

CONTENTS

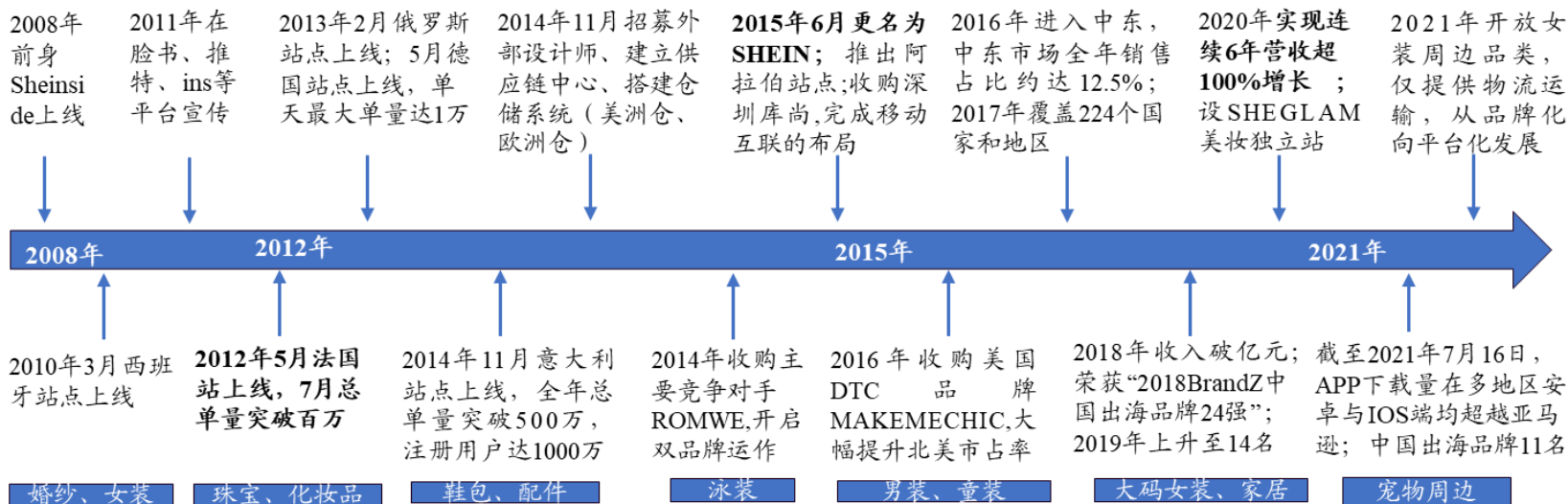
- 1 SHEIN概况：高速成长的快时尚跨境电商
- 2 行业：疫情催化服装跨境电商赛道发展，独立站助力服装品牌形象塑造
- 3 商业模式：敏捷供应链支撑C2M模式，全链路数字化运营提升品牌力
- 4 南极电商与C&A达成合作，珠联璧合有望复制类SHEIN模式
- 5 投资机会及风险提示

发展历程：成立于2008年，逐步成长为快时尚跨境电商品牌

SHEIN定位“跨境快时尚互联网公司”，公司以超越一般同行的高效率成为“超级快时尚”的代表，积极开拓全球市场，高速扩张。

- **2008年-2011年：**以女装切入跨境电商赛道。早期经营以低价婚纱为主的裙装，并积累跨境电商相关经验。
- **2012年-2014年：**品牌化转型，品类扩张、品牌建设、供应链完善。品类上深耕女装细分人群并围绕女装消费者扩品类；品牌上，组建设计师团队、搭建独立站并大力营销品牌；供应链上，搭建和升级供应链生态，探索更高效的供应链管理方式。
- **2015年-至今：**全球化布局加速，品牌升级。2015年公司更名为SHEIN，目前品类扩张至男装、童装、家居、宠物等，独立站覆盖欧美、中东、东南亚等230多个国家和地区，在谷歌与凯度发布的中国出海品牌50强中，2019-2021年SHEIN分别排名21/13/11名，超越腾讯、Anker，同时Sensor tower数据显示SHEIN APP全球下载量已超越亚马逊。
- **未来将聚力品类拓展、产品升级（设计师联名产品SHEIN X、高端品牌MOTF）、平台赋能（B2B2C为链接的开放性平台）三大方向。**

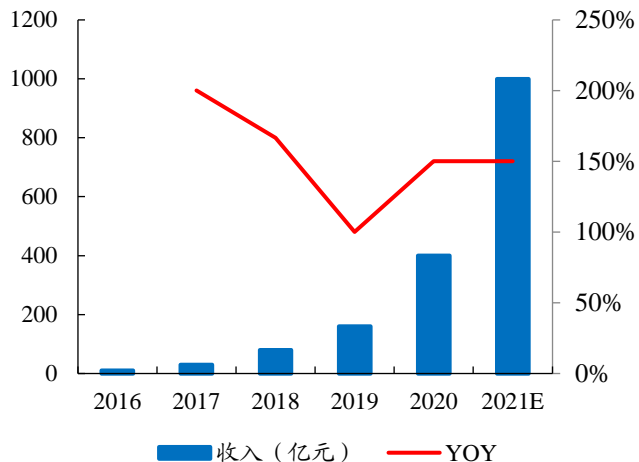
图1：成立于2004年，SHEIN逐步成长为快时尚跨境电商品牌



资料来源：SHEIN招商、SHEIN官网、开源证券研究所

- **收入端**：截至2020年，SHEIN连续6年增速超100%，据Daxue Consulting，2020年收入约400亿元，疫情影响下电商渗透率提升，预计2021年有望实现收入超1000亿元。
- **公司组织架构**：SHEIN的组织架构高效且扁平化，其中，核心部门为全球运营中心（海外线上线下的深度营销）、产品研发中心（系统开发与维护）、供应链中心（生产制造、仓储物流）、商品中心（产品设计、上新）和AIDC数字赋能中心（终端交互）。据SHEIN招聘公众号数据，截至2020年底公司共计员工超1.5万人，供应链中心与IT技术人员人数较多。

图2：2017-2020年收入增速均高于100%



数据来源：Daxue consulting、SHEIN官网、开源证券研究所

表1：SHEIN的产品、商品、供应链三大中心支撑运营

部门设置	主要职能
全球运营中心	制定并落实海外市场整体营销运营战略，与 Facebook、instagram、twitter深度合作，整合全球时尚资源、网红，通过客户关系管理，挖掘需求，提升客户的体验与复购率
产品研发中心	负责算法开发和系统维护，自主研发的系统已经覆盖从设计、面料、成衣、电商到物流仓储的全产业链，现有团队800+人，
供应链中心	通过资源整合、数据建模、技术升级，构建小批量&多款式&快周转的柔性供应及智能化的仓储物流体系，包括面料、样衣开发，大货生产，品质、仓储管理，物流配送
商品中心	设计师、买手、招商、核价、质检、摄影团队800+人
组织发展与赋能中心	负责招聘与人员配置培训、开发薪酬福利管理、绩效管理、员工关系管理、人力资源信息系统、组织效能提升
AIDC数字智能中心	负责研发shin海外APP、WEB端等，现有团队230+人
财务中心	5种国际支付方式、20种外币换算业务

资料来源：Latepost、SHEIN招聘、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 SHEIN概况：高速成长的快时尚跨境电商
- 2 行业：疫情催化服装跨境电商赛道发展，独立站助力服装品牌形象塑造
- 3 商业模式：敏捷供应链支撑C2M模式，全链路数字化运营提升品牌力
- 4 南极电商与C&A达成合作，珠联璧合有望复制类SHEIN模式
- 5 投资机会及风险提示

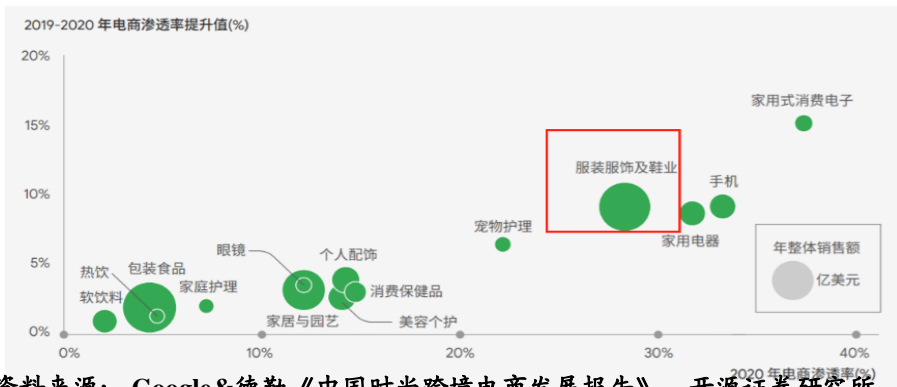
2.1 服装行业在疫情期间履行显著流量红利，成为跨境电商出海的机会赛道

疫情催化海外电商快速且多元化发展，为本土服装电商企业提供出海时机：

(1) 我国服装行业拥有强大的制造能力及完善的供应链体系：我国服装行业拥有设计、布料和成品制造到仓储物流的制造产业集群，国内优秀服装电商企业经过长期的合作共赢构建了各自的供应链体系，并持续迭代柔性供应链管理能力和出海提供了供应链体系的支撑。

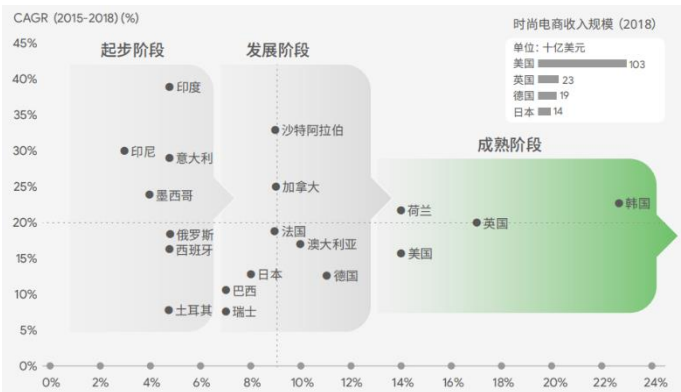
(2) 我国电商市场进入成熟期，海外电商市场空间广阔：传统电商渠道的流量红利正在衰减，企业获客成本日益升高，疫情催化各行业线上渠道的发展，服装行业获显著流量红利，电商销售额和渗透率双升，凭借丰富的电商运营经验拓展广阔的海外市场将成为企业发展的重要引擎。据 Emarketer 数据，2020 年全球零售电商销售额增长 25.7% 至 4.2 万亿美元，其中海外市场规模超 2 万亿美元，并呈现多元化的发展趋势。

图3：疫情催化服装行业电商销售额、渗透率双升



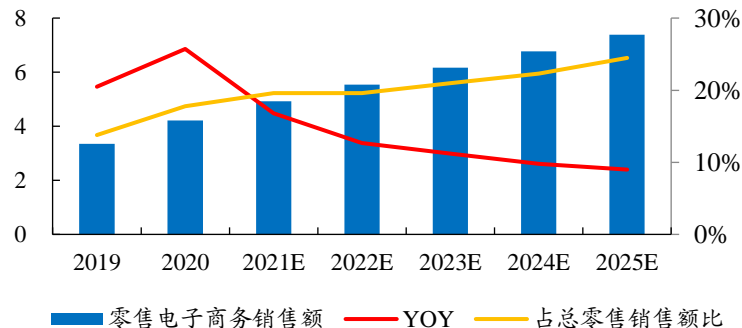
资料来源：Google&德勤《中国时尚跨境电商发展报告》、开源证券研究所

图4：除中国以外的全球 GDP 排名前二十国家的电子商务市场



资料来源：Google&德勤《中国时尚跨境电商发展报告》

图5：全球零售电子商务销售额快速增长、预计占比稳步提升



数据来源：emarketer、开源证券研究所

服装时尚品牌更适合平台型的跨境电商模式。

- 跨境电商行业根据模式可分为平台型和大卖家两种类型，以Anker为代表的大卖家在Amazon、ebay等第三方平台销售，但平台站内的流量费用提高，且难以获取用户的核心数据开展消费趋势洞察或对用户进行深耕，不利于品牌营销，尤其对于非标品、高频上新且SKU丰富的行装行业来说，不仅需要个性化展示产品细节，还需要与消费者深入互动以洞察消费趋势，而标准化的第三方平台的产品展示方式较为单一，与消费者的互动也受限于平台规则（评论、活动等），不利于吸引消费者转化，因此平台型是服装时尚品牌更好的选择。

独立站便于企业集中营销资源进行品牌打造，集中流量进行精细化运营。

- 平台型进一步分为独立站点运营和多站点运营两种模式，站群模式依靠流量红利靠拉新铺货模式快速大规模扩张，而独立站的优势体现在：汇集前端流量，于站内沉淀一手用户信息反哺产品设计及运营，实现精细化运营；品牌与消费者建立更直接、持续的联系，最终实现消费者的终身价值最大化（LTV）。

表2：服装时尚品牌更适合以独立站运营的跨境电商模式

跨境电商模式	描述	代表品牌
独立站运营	依托单一网站平台运营，所有的产品无论是自有品牌和第三方品牌，无论是何种产品品类，均在单一网站平台上销售，多为品类品牌导向、渠道品牌导向。	SHEIN ZAFUL GearBest
多站点运营	同时运营多个网站平台，不同平台聚焦不同品类或不同风格，从而覆盖更广泛消费人群。	Light in the box
平台大卖家	在ebay、Amazon等第三方平台销售，重视产品研发+品牌营销，多为产品品牌导向。	Anker Innovations

资料来源：各品牌官网、Google&德勤《中国时尚跨境电商发展报告》、开源证券研究所

目录

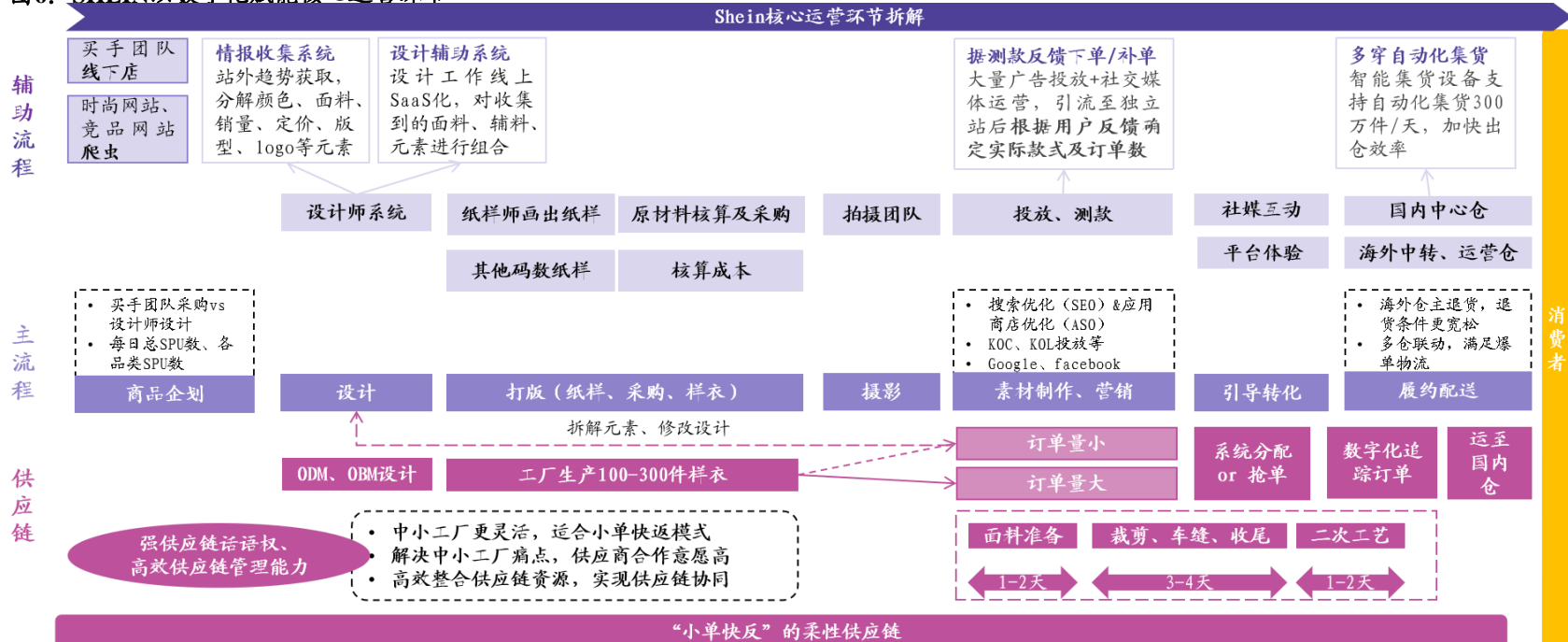
CONTENTS

- 1 SHEIN概况：高速成长的快时尚跨境电商
- 2 行业：疫情催化服装跨境电商赛道发展，独立站助力服装品牌形象塑造
- 3 商业模式：敏捷供应链支撑C2M模式，全链路数字化运营提升品牌力
- 4 南极电商与C&A达成合作，珠联璧合有望复制类SHEIN模式
- 5 投资机会及风险提示

商业模式：敏捷供应链支撑C2M模式，全链路数字化运营提升品牌力

SHEIN商业模式由供应链优势、数字化运营双轮驱动。一方面，前端大量高频上新的高性价比产品通过不断测试迭代精准累积用户需求后，组织供应链以小单快反模式实现精准排期及快速生产，女性服装由设计至上架销售最短仅需7天；另一方面，在站外，把握各阶段的跨境电商流量红利，低成本、多渠道获取流量并进行多触点营销；在站内，通过差异化平台体验赢取用户心智，提高客户粘性，站内站外联动提高品牌认知度、强化品牌力。

图6：SHEIN以数字化赋能核心运营环节



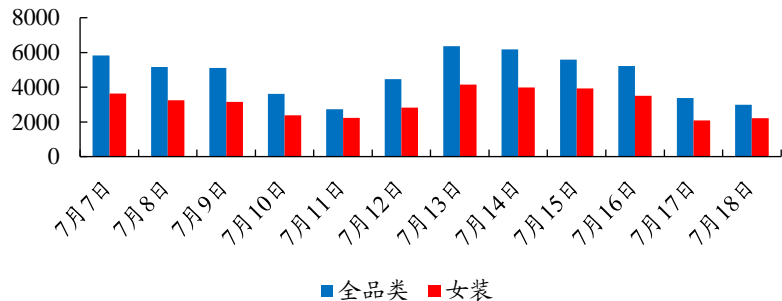
资料来源：SHEIN APP、SHEIN招商、SHEIN招聘、Latepost、开源证券研究所

3.1.1 产品之争，攫取心智：高频、大量上新具有性价比的潮流产品

与传统快时尚ZARA、快时尚跨境电商ZAFUL相比，SHEIN在产品端的优势体现在：**更低价、更快、更多、更时尚**。上新数量（多）和频次（快）的提升能更广泛地洞察消费者需求，测款押中爆款的概率提升（时尚），通过后续追单，单件成本大幅降低的同时库存风险降低，与性价比策略（低价）形成正循环。

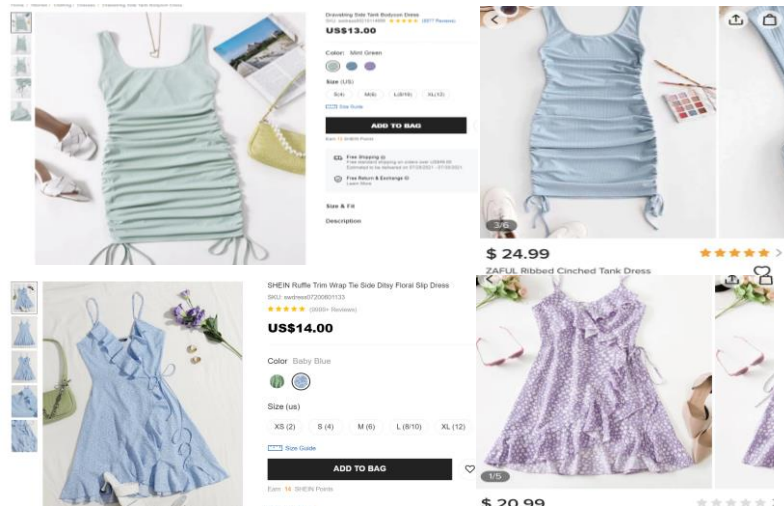
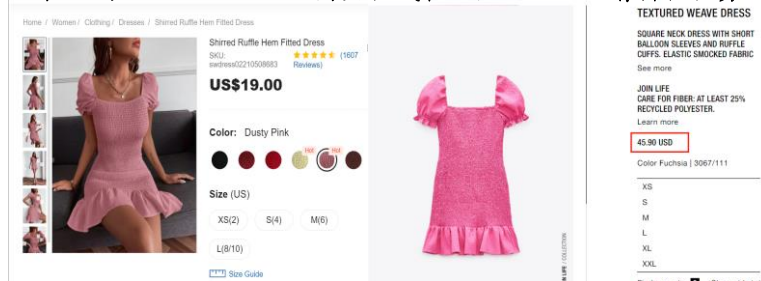
- (1) 产品定位“极致性价比”，与经典快时尚ZARA、竞争对手Zaful的类似款式相比，SHEIN价格更低。
- (2) 产品上新“更快”、“更多”，ZARA每周2次上新，而SHEIN、Zaful每日上新；ZARA每年上新约1.2万款，截至2021年7月18日，一周内SHEIN上新SKU为3.4万款，Zaful为0.2万款。
- (3) 产品更“时尚”，体现在其爆款率约50%、滞销率约10%。

图7: SHEIN高频、大量上新 (单位: 万)



数据来源: SHEIN APP、开源证券研究所

图8: 与ZARA、ZAFUL同类款式相比, SHEIN具有价格优势



资料来源: SHEIN官网、Zaful官网、Zara官网、开源证券研究所

3.1.2 产品之争，攫取心智：大数据精准洞察用户需求，小单快返低成本试错迭代

SHEIN的C2M模式：低成本高频大量上新，在对话消费者的过程中以小单快返模式不断试错、迭代产品。

(1) 根据前端用户需求进行产品设计，全覆盖流行。

- 首先，通过大数据和线下店洞察用户需求，即利用爬虫、Goggle trend finder获得竞品、国家热门时尚网站、Facebook的单品销量、定价、颜色、款式、面料，同时通过买手团队线下店辅助获取时尚元素；其次由自有设计团队（超800人，覆盖60%以上的订单）通过线上系统自由组合已掌握的流行元素并迅速出版，或由有设计能力的工厂供货、买手选款。

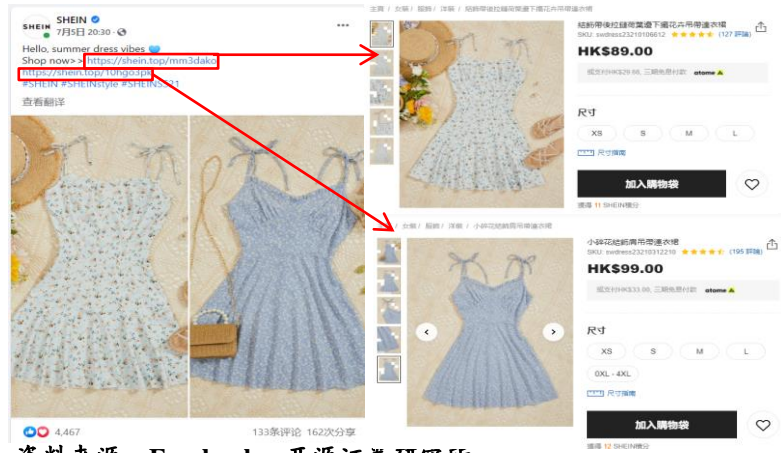
(2) 后端供应链小单快返支撑下，测款更精准匹配消费者需求。

- 在小单快反的供应链体系支撑下可以仅生产100件样衣进行打版，样衣经过摄影团队精选模特和精拍精修后迅速上线测款；
- 将终端用户反馈的数据用来指导生产、定价与供应链，产品。例如，订单较小的产品将重新进入设计中心进行元素拆解重新设计，订单较大的产品将按需进行小单快返生产。

图9：价格相近下，SHEIN精美模特精修照有利于提高点击率与转化率，促进冲动消费



图10：SHEIN在facebook上进行A/B款测试



资料来源：Latepost、Retviews、SHEIN官网

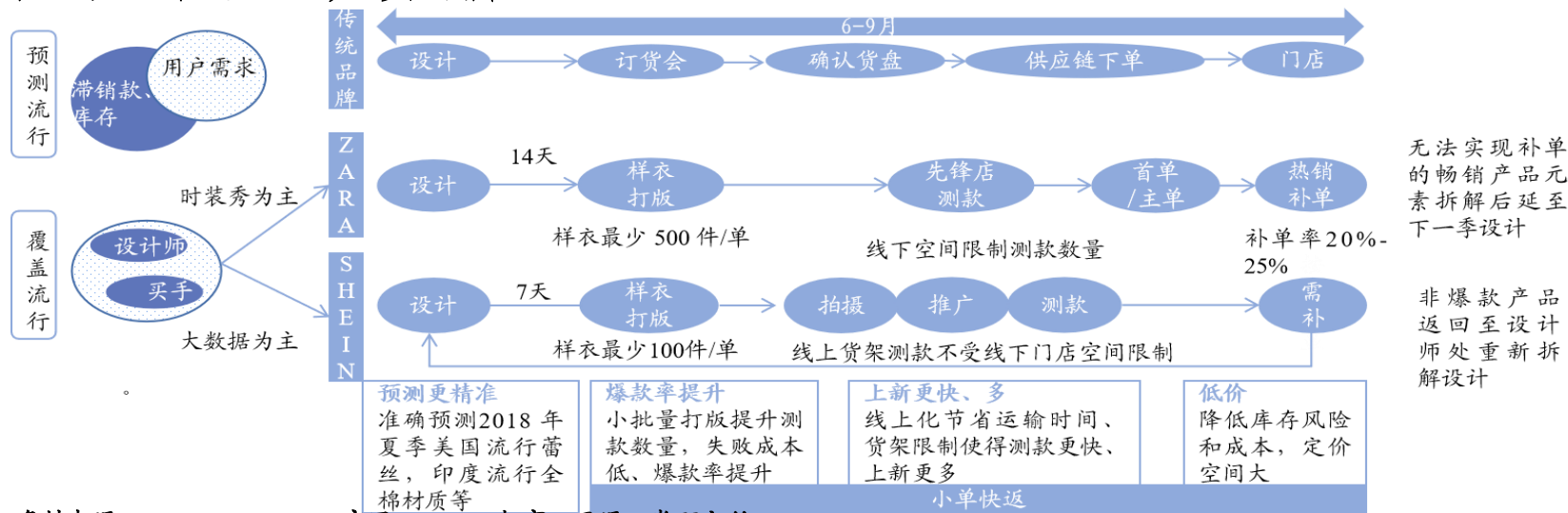
资料来源：Facebook、开源证券研究所

3.1.3 产品之争，攫取心智：对标快时尚龙头ZARA，SHEIN实现“多快好省准”

SHEIN在需求捕捉、设计、测款方面效率均高于ZARA。

- 需求洞察：**ZARA以拆解时装秀元素为主，而SHEIN的元素收集以大数据为主，覆盖更广，曾准确预测美国、印度的流行元素。
- 设计：**集中化的设计过程提升设计效率的同时降低了用人成本、差旅成本。ZARA的设计呈分布式，每个设计师既需要收集元素又需要对元素重新进行设计，而SHEIN的设计师仅需利用公司已经收集到的流行元素自由组合。据领英上设计师履历背景，ZARA的设计师多毕业于设计名校，拥有10年以上工作经验；而SHEIN的设计师较多毕业于职校，工作年限仅为1-2年。
- 测款：**支撑产品上新多、快、准的是线上化和小单快返的供应链。一方面，SHEIN线上测款节省上新时的运输时间（快）、上新数量不受门店货架空间限制（多）；另一方面，与ZARA相比更小的样衣批量不仅可以测更多款（多），提升爆款概率（准），失败成本也更低。例如同样3000件的初期投入，500件/单的ZARA只能上新5-6款，而100件/单的SHEIN可以上新30款进行测试。

图11：与ZARA相比，SHEIN产品多快好省准



资料来源：Latepost、SHEIN官网、SHEIN招商、开源证券研究所

3.2 供应链管理：大规模小单快返的生产模式

小单快返模式是SHEIN打造高效供应链的关键。据SHEIN招商，目前SHEIN全品类产品均为小单快返生产模式，订单多为100-500件/单的小批量订单，OEM、ODM货期要求分别为7-11天、10-15天。小单快返生产模式下，SHEIN不断优化供应商结构，合作模式在OEM的基础上拓展了ODM与OBM，且为了最大化各模式的效率，SHEIN对各模式下的供应商有不同合作标准。

表3: SHEIN的小单快返模式下选择各类供应商的标准不同

	ODM	OEM	OBM	二次工艺
供应商特点	开发设计能力强	生产能力强	品牌调性鲜明	
合作模式	供应商供款供货，买手选款	买手给款，看图打版做货	品牌供应商，商家自主开发生产	洗水、染色厂面积需达到1000
合作对象	工厂、贸易商、工贸一体等	工厂、工贸一体等	有第三方销售渠道、贸易商、工贸一体等	平米；印花、绣花、复合厂面积需至少为500平
合作要求	自主开发能力强，有自主拍摄能力，保障生产力和产品质量	看图打版能力强，工厂管理规范，质量管理健全，需要核价	自有开发设计、自有供应链、自主运营能力、明确品牌调性	米；裱棉、布包扣、烧花等其余
合作特点	小单快返（100-500件/单）、自主备货、接受订单制/现货制	FOB包工包料，小单快返（100-500件/单），单量稳定	小单快返、自主备货、自主拍摄	二次加工厂面积则至少在300平
工厂要求	研发生产一体（有设计部、版房）；工厂面积1000平方以上，车位50人以上	工厂面积2000平方以上，车位80个以上		米以上；洗水、印花、染色厂需具备环保证
货期	10-15天货期	7-11天货期		

全品类供货合作均为小单快返，具体的单量根据品类和款式决定

入驻流程
 ODM: 入驻申请（仅线上）→资质审核（根据品类及需求缺口调整，一般为7-14天）→招商复核→开发选款→寄样审版→审核通过→开通账号（禁止多账号）
 OEM: 入驻申请→一次验厂→二次验厂→线下签约→审批→工厂安装系统→培训

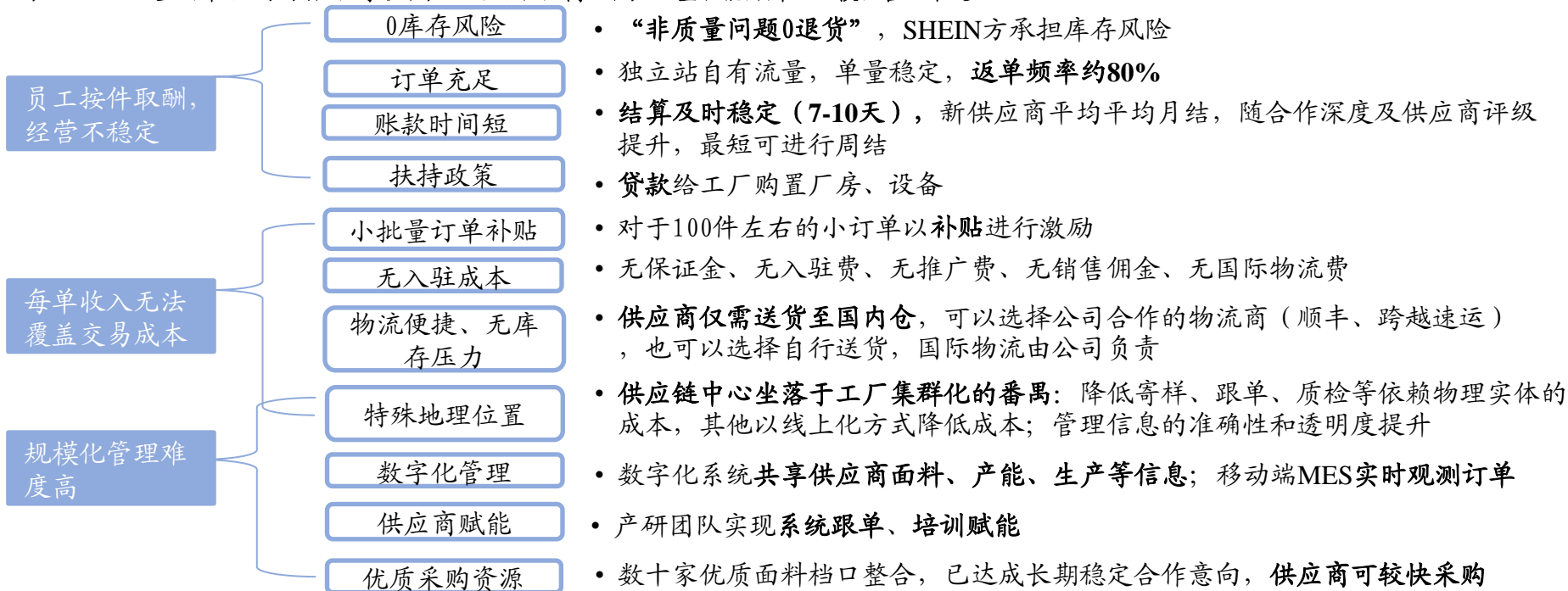
资料来源: Latepost、SHEIN官网、SHEIN招商、开源证券研究所

3.2.1 供应链管理：SHEIN拥有强供应链话语权和高效供应链协同能力

中小工厂更适应小单快返模式，SHEIN拥有强供应链话语权和高效供应链整合能力。

(1) 中小工厂资源丰富，生产更灵活。中小工厂灵活中国制造业的多年积累诞生了大批经验丰富、工艺成熟的中小型工厂，且与大工厂提前3-6个月确定订单相比，中小型工厂相对灵活，更适应“小单快返”。

图12：SHEIN直击中小工厂痛点，掌握供应链话语权，高效供应链整合能力解决规模化管理难题



资料来源：SHEIN云工厂、SHEIN招商、开源证券研究所

3.2.1 供应链管理：SHEIN拥有强供应链话语权和高效供应链协同能力

中小工厂更适应小单快返模式，SHEIN拥有强供应链话语权和高效供应链协同能力。

(2) 工厂配合度高，SHEIN拥有较高供应链话语权。中小工厂用工模式导致的经营不稳定，且小批量订单收入难以覆盖交易成本，SHEIN针对痛点进行扶持，并为工厂配备指定的面辅料档口、二次工艺厂，便于供应商快速完成生产准备环节。体系内供应商订单稳定、回款快、成本低、0库存风险、补贴多，因此中小工厂合作意愿高。

图13：2020年2月SHEIN发布运费补贴和激励政策

03 提供运费补贴

对于时效达标且在规定的送货时间内完成入库的订单，按入库订单数量补贴0.1元/件。另外，2020年2月份，我们对所有入库完成的订单都补贴运费，不设其他要求，只要交货就有运费补贴。

04 供应商奖励制度

根据供应商的时效、品质、产能和配合度表现，生产部会对供应商进行月度、季度和年度考核评分，并对此进行奖励。单个供应商每年奖励金额最高可获**32万元**。

05 二月利润增加10%

2020年2月份，入库完成的首单和紧急单，在原有利润的基础上，再额外增加10%的利润！

资料来源：SHEIN云工厂

图14：SHEIN辅助供应商进行面料采购



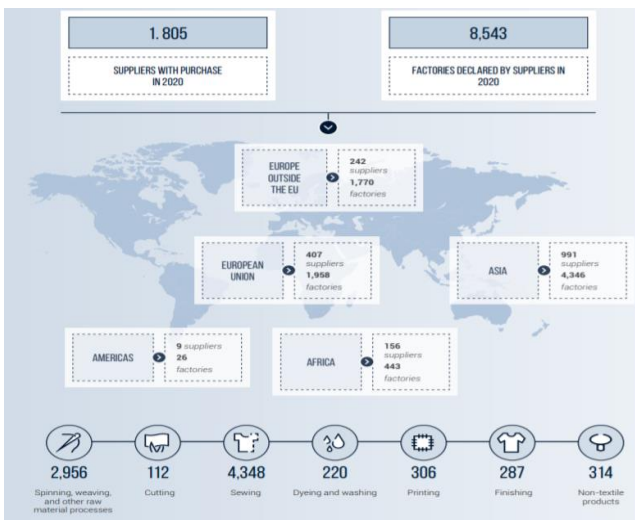
资料来源：SHEIN云工厂

3.2.1 供应链管理：SHEIN拥有强供应链话语权和高效供应链协同能力

(3) 高效整合供应链资源，实现供应链协同。SHEIN供应链中心特殊的地理位置和成熟的IT系统实现了对工厂的穿透式管理，提高了信息传输的效率和透明度，降低了管理成本和交易成本，叠加供应商评级制度，实现规模、速度、品质并举。

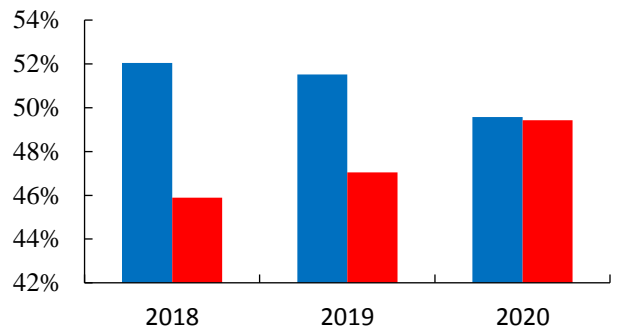
- ZARA母公司Inditex一直以集群化工厂为特色且近三年就近生产趋势更加明显，不仅49%以上的订单采购于距离西班牙总部近的欧洲地区，2018-2020年在西班牙等近距离国家的生产活动明显增长，远距离的供应商数量逐步减少。与ZARA类似，2015年SHEIN的供应链中心自南京迁至番禺南村镇，其附近集聚了上千家中小服装工厂，是广州十三行等众多专业批发市场的核心源头工厂。缩短与供应商距离，不仅降低了工厂寄样、跟单、质检等过程中发生的管理、交易成本，也提升了供应商管理过程中信息准确性和透明度。

图15：ZARA49%以上订单采购于近源地



资料来源：Inditex年报

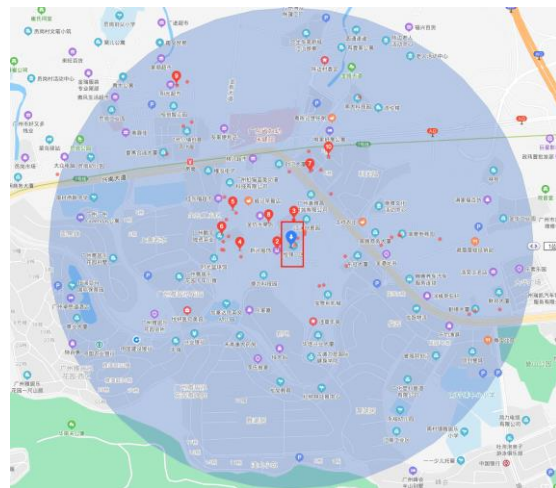
图16：近Inditex的供应商数量提升



- 印度、孟加拉国、越南、柬埔寨、中国、巴基斯坦
- 西班牙、葡萄牙、摩洛哥、土耳其

数据来源：Inditex年报、开源证券研究所

图17：番禺南村镇附近中小服装工厂集群化

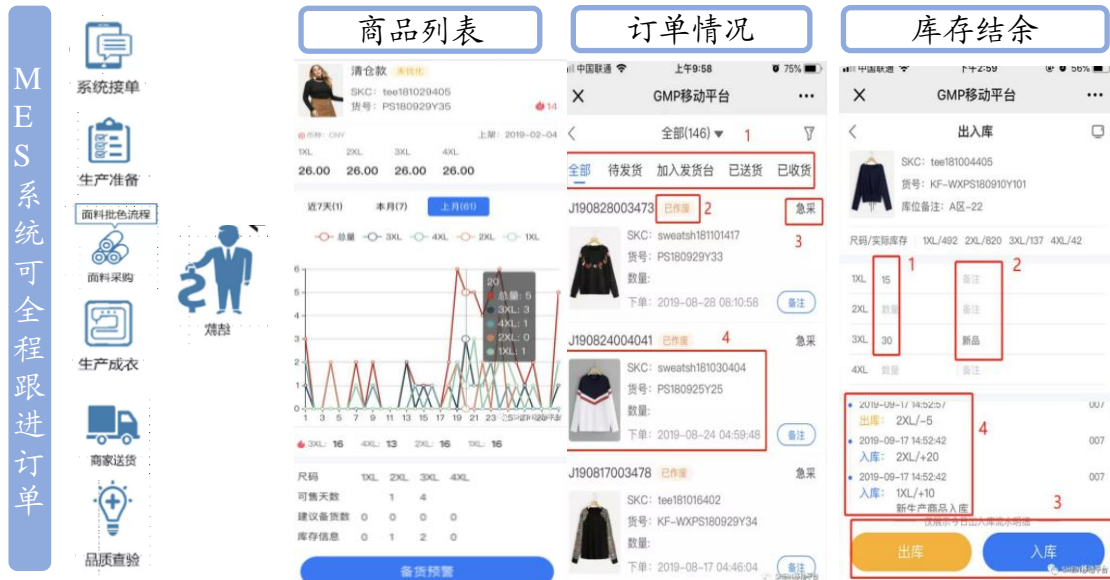


资料来源：高德地图、开源证券研究所

3.2.1 供应链管理：SHEIN拥有强供应链话语权和高效供应链协同能力

- 系统研发中心对供应链赋能，整合供应链资源的同时对工厂进行穿透式管理。数字化系统共享体系内供应商的面料、产能、生产信息，如SHEIN在系统内发布订单后，系统根据算法自动派单或供应商在线抢单；移动端的“GMP（给我货）系统”数字化订单流程，辅之以线上线下的运营培训，指导供应链高效生产；MES系统（根据实际业务需要自主开发的订单跟进系统）可以对供应商每笔订单的各个环节进行实时和可视化的跟踪，控制生产效率。

图18：供应商在MES系统全程追踪订单，在GMP系统掌握商品、订单、库存结余与新品打版情况



资料来源：SHEIN移动中心、开源证券研究所

图19：线上线下指导供应商高效运营

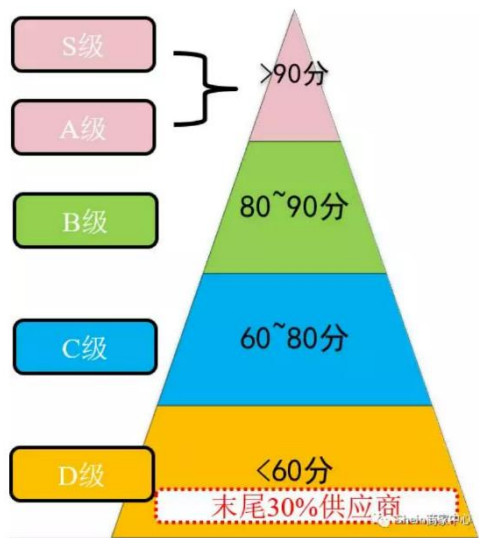


资料来源：SHEIN移动中心、开源证券研究所

3.2.1 供应链管理：SHEIN拥有强供应链话语权和高效供应链协同能力

- 引进供应商评级机制，促进生产提速、品质提升。由高到低分为S、A、B、C、D五个级别，每季度参考采购金额（60%）和KPI（40%）进行评级，其中，KPI考核指标包括速度（急采及时率、备货及时率）和质量（上新成功率、次品率）两方面，季度评级将影响供应商月度的上新、活动资格与奖金，且D评级末位30%的供应商将被淘汰。

图20：供应商评级进行末位淘汰制



资料来源：SHEIN移动中心

表4：SHEIN的供应商考核严格，KPI考核指标包括品质与速度

周期	影响范围	描述
周考核	不影响权益	
月考核	影响上新款数、活动报名资格、奖金资格	<ul style="list-style-type: none"> 前30%，上新额度增加20%；末30%，上新额度下调20%；30%~60%，上新额度不变 买手开发的款或淘汰供应商款式将优先转给AB类 B、C仅15%、10%的报名资格；D级无报名资格
季考核	决定层级	<ul style="list-style-type: none"> 得分=采购金额（60%）+KPI指标（40%） 排名在D级末尾的30%的供应商，将会被淘汰
KPI指标	速度与质量	<ul style="list-style-type: none"> 急采发货及时率=40h内发货量/总订单量 备货发货及时率=规定天数内发货量/总订单量 次品率 上新成功率=上新2-8天内日销≥3.4件的SKU/上新总SKU

资料来源：SHEIN招商、开源证券研究所

3.2.2 仓储物流：多仓联动、多物流与客管中心，迅速配送订单、及时响应用户

多仓联动、6大物流中心保障订单快速送达，7大客管中心及时响应消费者需求。

SHEIN的仓库类型包括国内中心仓、海外中转仓及运营仓三种，总仓储面积超过80万平方米，拥有超5000万件商品的存储能力；在佛山、南沙、比利时、美东、美西、印度有6大物流中心，日发货可达300万+件，全球主流市场7日必达。此外，在洛杉矶、列日、马尼拉、迪拜、孟买、义乌、南京有7大客管中心，及时响应、处理消费者需求。

图21：SHEIN国内设置中心仓，海外设运营仓与中转仓

仓储类型	描述
国内中心仓	<ul style="list-style-type: none">• 设在广东佛山，周围有卫星仓，多仓联动• 全球95%商品发自国内中心仓• 截至2019年，佛山中心仓库存约3000万件，约40-50万个SKU
海外运营仓	<ul style="list-style-type: none">• 负责辐射区域的配送• 分布在香港、比利时、德里、美国东北部和美国西部等地• 海外运营仓大致承包了5%的全球货件
海外中转仓	<ul style="list-style-type: none">• 退货为主，不进行发货• 分布在沙特、迪拜、意大利、澳大利亚、越南、印尼等多地• 海外中转仓的库存约1000万件，约15万个SKU

资料来源：SHEIN招商、开源证券研究所

图22：美国黑五时爆单时多仓联动，及时进行运送



资料来源：SHEIN招商

3.2.2 仓储物流：海外仓支持宽松退货条件，连带率提高拉动客单价

- 海外仓支持宽松退货条件，拉动客单价，在高客单价的情况下，SHEIN可以使用时效较高的商业快递、专线，将运输时间上优化的2-3天用至生产。快时尚行业的退货率普遍较高（约20-25%），海外仓的布局支撑SHEIN较同行更为宽松的退货条件，ZAFUL、ZARA仅有30天的退货期限，而SHEIN支持45天退货、首次退货免运费。宽松的退货政策提升连带率，进而提高了客单价。根据 Google&德勤《中国时尚跨境电商发展报告》，清晰的退换货策略是品牌建立信任的有效途径之一。目前SHEIN的平均客单价约为66美元，在中东等地区超150美元。

图23: ZARA、ZAFUL退货均为30天，SHEIN退货政策宽松至45天

How long do I have before making a return, and do I have to pay for shipping?

SHEIN

1. You have a max of 45 days to make returns. You must send back and postmark your return packages within 45 days after the purchase date. No returns made after 45 days from the purchase date will be accepted.

2. Shipping is free on your 1st return for any order. You must use the shipping label we provide. (See "How do I make a return?" section for details), then send back and postmark the package within 45 days from the purchase date.

3. After you have already returned items from an order but would like to make additional returns for additional items, you must do so within 45 days of the purchase date. There are two ways:

@ you can use the shipping label we provided and pay a \$7.99 shipping fee, which will be deducted from your refund.



30 Day Returns Warranty

Customers can contact us within 30 days of receiving the item. If you have received a defective or damaged item, the wrong size or the wrong product, please contact us immediately at our [Support Center](#).

ZAFUL

HOW TO RETURN

ZARA

If you want to return an item purchased on Zara.com, you have 30 days from the shipping confirmation date of your order to do so free of charge. The items should have all tickets attached and be in perfect condition.

These are the options for returning your merchandise:

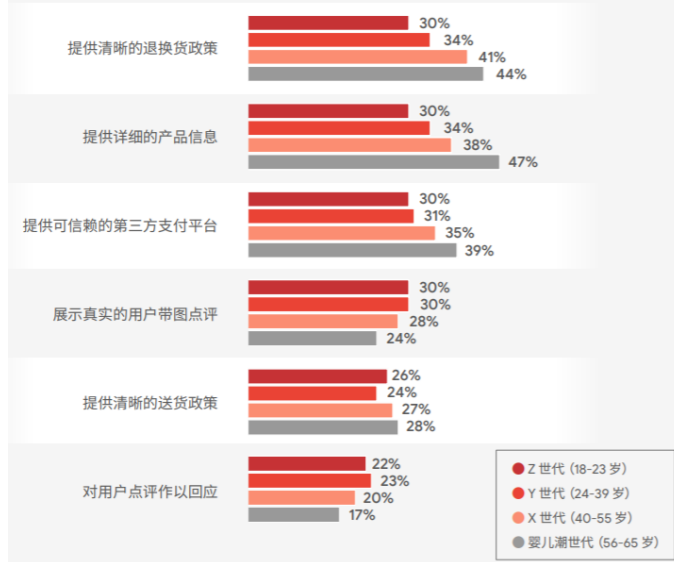
- Zara Store
- Drop Point

We recommend you consult the following links for returns made with a gift receipt and/or a gift card.

You can find additional information about the Exchange and Return Policy or your right to withdrawal in our [Terms and Conditions](#)

- Frequently Asked Questions

图24: 清晰的退换货策略是品牌建立信任的有效途径之一



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

资料来源：Google&德勤《中国时尚跨境电商发展报告》

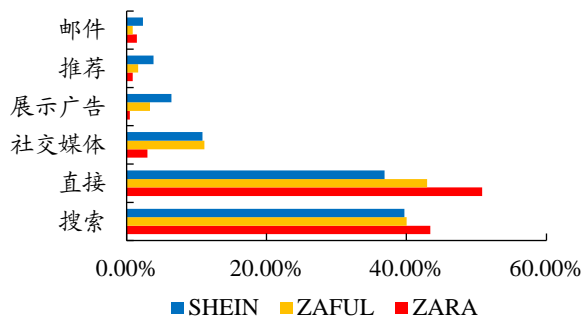
独立站的建设核心在于流量获取与品牌建设，SHEIN低成本获取流量并通过差异化平台体验赢取用户心智、提高客户粘性。

站外：构建流量入口矩阵，实现多触点营销。

(1) SHEIN已建立多渠道入口矩阵。从流量结构看，用户主要通过搜索或直接进入网站，搜索流量中自然搜索与付费搜索广告占比为1: 1；由于品牌知名度提升，用户记住或收藏站点后直接进入，系免费流量。此外还包括社媒流量（自然和付费）、展示广告（Google图片展示广告）、推荐（私域流量）、邮件营销。

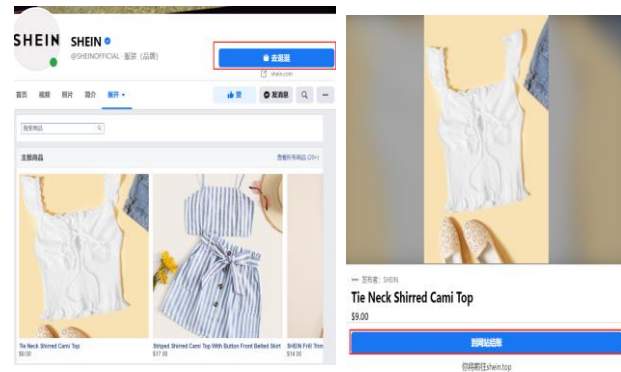
(2) 汇集的流量将转至平台进行转化。兰亭集势多站点经营不同品类，且尽力缩短消费者的支付路径，如加入购物车后立即转至支付页面、不需注册也可支付，最大化流量价值。而SHEIN重视实现单个用户的价值最大化（LTV），将汇集的所有流量转至平台中，不仅有利于沉淀用户数据，还有利于提高品牌认知、打造品牌形象。

图25：直接进入和搜索进入为主要流量来源



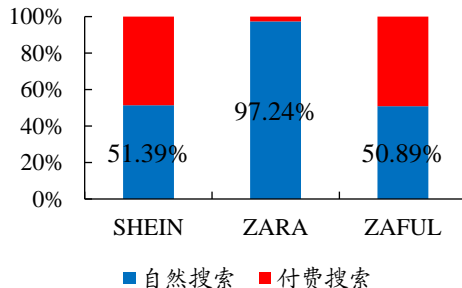
数据来源：Similar Web、开源证券研究所

图28：用户在Facebook种草后仍需到独立站进行购买

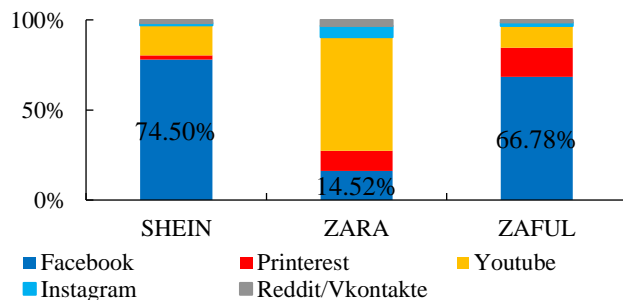


资料来源：Facebook、开源证券研究所

图26：SHEIN搜索渠道中自然搜索占比51.39% 图27：SHEIN社媒渠道中Facebook占比74.5%



数据来源：Similar Web、开源证券研究所

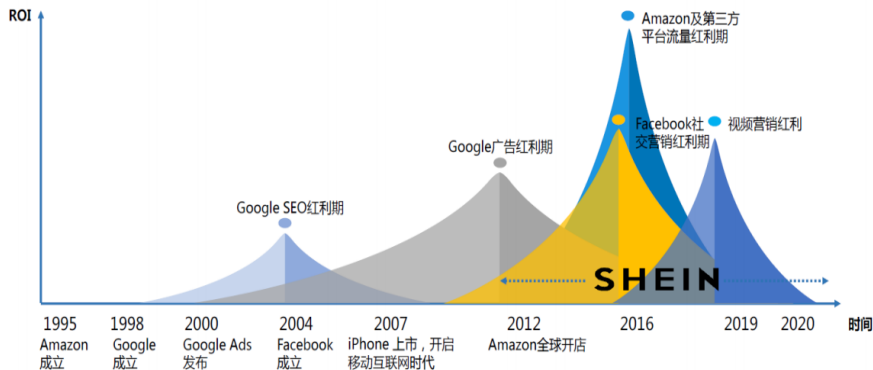


数据来源：Similar Web、开源证券研究所

(3) 充分享受海外各阶段流量红利，多触点营销。

- 2011年即开始网络红人营销，通过免费寄送样品方式邀请网红测评，并提供独家优惠券以提高转化。目前SHEIN增加联盟营销模式（销售占比10%-18%），即以佣金吸引用户自发购买、发布测评，还以付费形式合作头部网红，以提升品牌形象。
- 2012年大量投放低成本广告以流量驱动GMV，目前在Google、Facebook上均投放测款广告，据广大大数据，2021年4月SHEIN在Facebook上投放的宠物婚纱的视频广告一个月内展现值达29.4万，效果可观。
- 2016年借助社媒营销的红利进行联合内容营销，SHEIN网站的底端分别设置了通往Facebook、Instagram、Twitter、TikTok等社媒的入口链接，分别有超2.2千万、2.1千万、32万、2.1百万的粉丝，通过晒单、互动、社群形成内容营销，将用户转至站内进行沉淀。

图29: SHEIN成功把握各阶段跨境电商的流量红利



资料来源: SEVENS

表5: SHEIN通过多种营销方式捕获消费者心智

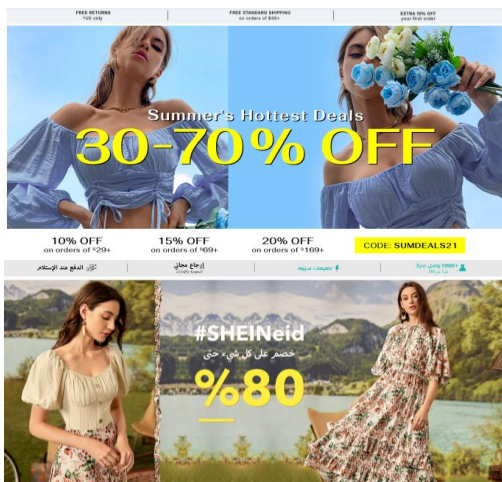
营销方式	描述
网红推广	流量精准性强（时尚类KOL的粉丝本身对时尚感兴趣；流量转化率强；长期性和品牌塑造
联盟营销	<ul style="list-style-type: none"> • 第三方联盟：与第三方联盟平台Snow Consulting合作，快速招募联盟客推广，获取流量资源 • 自营联盟：布局inhouse自营联盟将网站潜在用户发展成自己的推客，大规模吸纳中长尾流量
广告投放	Google&Facebook图片展示广告
社交媒体	<ul style="list-style-type: none"> • Hashtag（#SHEINGal、品牌跨界IP） • PGC（专业生产内容：KOC、KOL） • UGC（用户生产内容）

资料来源: SHEIN官网、开源证券研究所

站内：以消费者为中心优化平台体验，增强互动提升客户粘性。

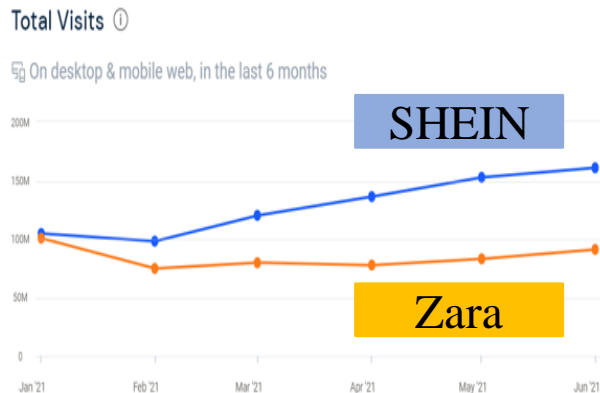
- **差异化策略契合市场特点：**为不同地区站点提供风格契合的主页展示和产品，如美国以短裙为主，而沙特以保守长裙为主。
- **推荐逻辑提高客户粘性：**亚马逊采用搜索逻辑，平台卖家通过优化关键词等提升搜索排名；而SHEIN以类似抖音的推荐逻辑，时刻捕捉用户的动态信息并进行个性化推荐，推荐逻辑提高了网站的内容吸引度和丰富度，进一步提高留存率。据Similar Web，用户访问SHEIN网站时平均停留 8 分 35秒，优于ZARA、ZAFUL；跳出率（进入网站后即离开）为36.92%，优于美国大多数时尚品牌。

图30：SHEIN美国、沙特站点的差异化设计



资料来源：SHEIN官网

图31：SHEIN与ZARA近六个月的浏览量差距逐步扩大 表6：SHEIN平台的用户参与度更强



资料来源：Similar Web

消费者参与度	SHEIN	ZARA	ZAFUL
平均浏览时间 (分钟)	8.5	7.5	3.6
单次浏览网页数	9.3	14.3	5.38
跳出率 (访问一次即离开)	38.92%	28.62%	45.95%

数据来源：Similar Web、开源证券研究所

- 丰富促销形式提升连带率，拉高客单价。SHEIN主页随处可见的折扣展示和倒计时提示，刺激用户冲动消费，有利于提高转化率，此外类似淘积分的积分制度加强了品牌与消费者之间的互动，购买、评价、参与营销活动等将获积分，100积分抵扣1\$（上限制订单价格的70%），而海外品牌官网促销形式单一，互动感弱。

图33: SHEIN的促销形式多样、位置明显

#SHEINsale

Get even more with our app
10% OFF
OVER 1000+ BEST SELLERS
DOWNLOAD NOW
USE CODE: APONLY for an extra 15% OFF your in-app purchase!
*Offer & Coupon are only valid in the app.

Summer Checklist
Starting from
\$1.99

Get an extra **15% off code***
just for placing an order
EXP: 06-02-2021 01:00 AM PST

FLASH SALE
Ends in 13:04:12

10%
US\$5.40 US\$6.00
41 Sold

20%
US\$4.00 US\$5.00
17 Sold

10%
US\$3.60 US\$4.00
38 Sold

52%
US\$2.90 US\$6.00
131 Sold

51%
US\$3.90 US\$8.00
119 Sold

51%
US\$3.90 US\$8.00
190 Sold

资料来源: SHEIN官网

图34: ZARA、优衣库的促销入口界面不显著、活动形式单一

×

ZARA

Sale

WOMAN
NEW
COLLECTION
BEAUTY
ZARASERIES

marimekko

Marimekko Linen-Blend Shorts
Lightweight linen in signature prints from the world-famous Finnish brand.
\$29.90
Special offer
[Shop Now](#)

SALE
STARTING FROM 60% OFF
DRESSES | JUMPSUITS
SHIRTS
T-SHIRTS
KNITWEAR
TROUSERS
SHORTS
SKIRTS
BLAZER | COATS
SHOES
BAGS
ACCESSORIES

XXS - XL
Women Pocketable UV Protection Parka
Sale
\$29.90 \$39.00

XXS - S
Women 111 Ribbed Cotton Crew Neck Long-Sleeve T-Shirt
Sale
\$9.90 \$14.00

XXS - XL
Women Linen-Blend Shorts (Marimekko)
Sale
\$29.90 \$39.00

M - XL
Women Cotton Ribbed Crew Neck Long-Sleeve Crop Top
Low Stock - Final Sale
\$9.90 \$10.00

资料来源: ZARA、优衣库官网

目录

CONTENTS

- 1 SHEIN概况：高速成长的快时尚跨境电商
- 2 行业：疫情催化服装跨境电商赛道发展，独立站助力服装品牌形象塑造
- 3 商业模式：敏捷供应链支撑C2M模式，全链路数字化运营提升品牌力
- 4 南极电商与C&A达成合作，珠联璧合有望复制类SHEIN模式
- 5 投资机会及风险提示

南极电商正在积极布局跨境电商业务，与C&A（中国）达成合作。

- C&A中文名为西雅衣家，是成立于1841年的欧洲快时尚品牌，聚焦用户全身、全家、全季的需求，与南极电商的“4亿人选择的家庭品牌”定位相契合，使得公司未来将有源源不断的“好货”供给。在未来的合作中，C&A主要负责品牌文化、品牌价值观的输出，而南极电商将凭借自身高效的供应链优势，围绕研、产、销的一条龙服务，建立C&A每件商品的竞争力。
- 为了促进与C&A合作的进一步成功，南极电商未来可能在江苏成立南极电商供应链科学中心，旨在帮助工厂开展研发、数据管理以及发货等多项业务；帮助C&A赋能供应链，打通全球的原材料、面辅料和设备；同时打造智能版型、智能样品检验和工艺流程制定等。

图35：南极电商与C&A达成合作



资料来源：蓝鲸财经

图36：C&A品牌知名度高、产品覆盖面广



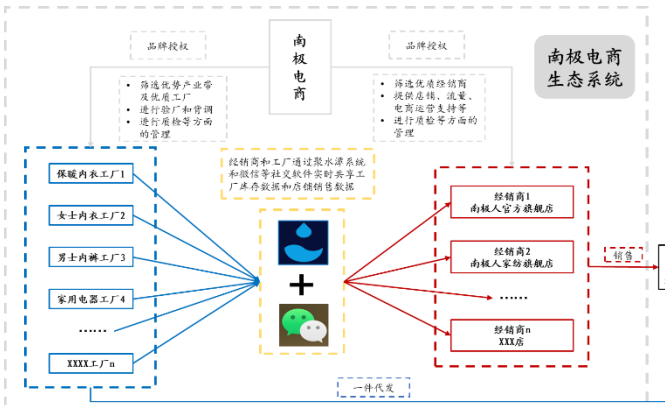
资料来源：C&A官网、开源证券研究所

南极电商供应链、电商运营优势叠加C&A的品牌力，珠联璧合有望复制类SHEIN模式。

(1) 南极电商优势：供应链和数字化优势助力品牌成长。供应链端，公司积累了庞大的工厂、供应商资源，并通过高效的数字化管理能力赋能上下游，使供应链得到高效率的配置；电商运营端，公司不仅拥有全面的电商渠道布局，并且依靠灵活、高效的运营能力在新渠道上迅速起量。

(2) C&A优势：C&A既是商品品牌、也是渠道品牌，品牌知名度高且产品覆盖面广，旗下子品牌定位明确，覆盖不同目标消费群体。C&A与南极电商的合作将为公司积累符合国际品牌的经营管理经验和供应链体系，未来有望建立类SHEIN的平台商业模式。

图37：南极电商拥有丰富且优质的供应链资源



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图38：南极电商具备高效供应链管理能力和仓储管理（WMS）

订单管理（OMS）	仓储管理（WMS）
订单实时同步，多平台方便管理	多平台、多店铺库存，实时同步
订单批量审核，智能甄别异常订单	精准库存，缺货预警不超卖
同步更新修改订单，及时拦截异常	进销库存一目了然
自动拆分、合并订单	手持 PDA 全仓无纸化操作
赠品配送	拣货路径合理化
智能匹配快递	支持员工绩效考核
供应链管理（SCM）	分销管理（DRM）
利用已售采购建议科学制定采购计划	不限分销商数量和开店数量
在途库存、采购到货精细管控	线上分销与线下分销并存
采购入库快速、精准无误	支持自行发货和一件代发
支持库存一键平移、越库直发	支持自营、经销与代销并存
实现经销商、供应商、生产厂家零障碍协同	支持供销分销价格体系管控

资料来源：聚水潭官网、开源证券研究所

表7：南极电商具备丰富电商经营经验

类型	描述
货架电商	阿里、京东、唯品会
社交电商	拼多多
内容电商	蘑菇街
兴趣电商	抖音

资料来源：南极电商公司公告、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 SHEIN概况：高速成长的快时尚跨境电商
- 2 行业：疫情催化服装跨境电商赛道发展，独立站助力服装品牌形象塑造
- 3 商业模式：敏捷供应链支撑C2M模式，全链路数字化运营提升品牌力
- 4 南极电商与C&A达成合作，珠联璧合有望复制类SHEIN模式
- 5 投资机会及风险提示

SHEIN独特的商业模式对传统服装行业有重要借鉴意义，重点推荐南极电商。我们认为，SHEIN以数字化赋能全链路管理（用户需求、供应链端订单/采购/库存管理、品牌运营）的商业模式不仅解决了服装行业库存的痛点，也为跨境电商提供了借鉴意义：（1）服装产品非标、SKU丰富且高频上新，SHEIN通过高效的供应链管理（组织结构、数字化管理、仓储物流），在大规模的小单快返生产模式下实现供应链的高效运转，解决了困扰服装产业的库存问题，实现产品端的“多快好省准”；（2）把握跨境电商流量红利站外获客，建立独立站汇集流量，通过差异化的平台体验大幅提升品牌力。因此我们建议把握独立站和快时尚相关的投资机会，南极电商正积极布局跨境电商业务，与C&A的合作将为南极电商积累符合国际品牌的经营管理经验和供应链体系，有望建立类SHEIN的平台商业模式，成为企业发展的又一重要引擎。

表8：我们重点推荐南极电商

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS		PE		
			2021/7/26	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002127.SZ	南极电商	买入	10.08	0.48	0.63	0.85	21.0	16.0	11.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（盈利预测来源于开源证券研究所）

- (1) 流量成本上升;
- (2) 行业竞争加剧;
- (3) 国际形势变化等。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券