

# 商业贸易

## 跨境翘楚——SHEIN

**SHEIN: 始于渠道生意, 加速发展, 成出海独立站标杆。**SHEIN 于 2008 年成立, 创始人许仰天, 早期主要经营毛利率极高的婚纱产品, 2012 年转向卖档口便宜衣服, 起初多以渠道生意为主、赚取零售差价, 后自 2014 年起正式成立品牌, 并逐步拓展选品、供应链、物流仓储, 探索自主研发设计之路, 充分享受出海成本优势, 成就独立站标杆; 在此期间, 公司分别于 2014-2015 年先后收购 Romve、MakeMeChic 和深圳库尚, 协同互补, 加速品牌化发展。据 BrandZ 及雨果网, 公司营收维持高增, 2020 年增长近 4 倍, 全年销售额达 653 亿元人民币。

**回顾过去, 公司快速增长背后, 至少紧紧把握住了三大红利:** 1) 供应链及成本红利。如同所有早期的跨境出海企业一样, 供应链及成本红利是 Shein 早期发展的根本, 基于小单快反逐步积累的资金、经验、商户及用户口碑是后续公司从渠道生意到逐步发展品牌、创造量增的基石。2) 流量及营销红利。公司 2010 年即开始培养潜力网红, 每周给他们寄衣服, 网红作为汇报、需要在发帖时打上品牌标签, 以此帮助增加品牌知名度; 2015 年网红商业化模式崛起, SHEIN 也迅速入驻各大平台, 寻找 KOC、KOL 在电商、社交平台传播, 对应给予免费产品配送或推广佣金; 谷歌、Facebook、Pinterest、Instagram、Tiktok... 一次次流量红利的把握和营销推广的重视让公司规模逐步扩大, 并建立流量优势、增强营销端投资回报。3) 疫情红利。2020 年新冠疫情影响全球, 作为线上企业, 凭借需求扩容及稳定的供应链, 再填催化剂。

**“多快好省”——其现有优势为多因素迭代结果, 积淀已深。**我们认为, 公司之所以能在销量上铸就惊人成绩, 仍然离不开“多快好省”四字, 即: 1) 多: 快速上新; 2) 快: 流程高效; 3) 好: 产品优质; 4) 省: 极致低价。如果一定针对这四重要性排序, 大概应该依次是省、多、好、快。而其现有优势的形成, 是积于规模基础上多因素迭代的结果, 即: 一则以市场规模为前提, 面对广阔需求, 不断放大供应链成本优势, 做到“省”; 二则凭借深厚上下游积累及数字化精准需求对接, 小单快反, 促成供应链快速周转, 做到商品“好”且“多”; 三则以高客单价成就迅速物流, 预留生产时间, 做到“快”, 且不断迭代。据晚点 LatePose、跨境电商蓝海亿官网及公司官网, 2020 年 SHEIN 全年上新最少 15 万个, 爆款率 50%, 滞销率约 10%; 约具备 2200 万日流量, 其中 PC 及 APP 端自然流量占比均超过 60%, 其相对竞争对手的优势积淀已深。

**品类+流量+供应链, 协同发展, 未来可期。**1) 拓展用户, 扩大品类。据雨果网, 用户以 18-35 岁年轻人为主, 最主要集中在 18-27 岁之间, 其中约 70-75% 为女性, 公司一方面不断拓展用户, 另一方面借由用户进入宠物用品、童装、首饰、美妆、箱包等品类, 增加变现能力。2) 上游深耕, 产能拓展。如: 增加面辅料采购上游涉入比例, 鼓励工厂适当拓展产能, 提升深度; 不断寻找优质工厂, 拓展广度。3) 进一步增加数字化及产品溢价能力。理论上, 随着数字化建设推进, 未来若能看到每个用户的来源渠道、停留时间、加购数据、支付比例等, 可以进一步做分层的用户管理体系, 利于个性化推荐, 并协同提升产品溢价能力。整体而言, 公司基于已有积累, 品类+流量+供应链协同发展, 广阔市场, 大有可为。

**投资建议:** SHEIN 作为跨境翘楚, 广阔市场叠加其对机遇把握, 体量高增; 追其模式根本, 仍在于“多快好省”四字, 其现有优势为多因素迭代结果, 且积淀已深。一方面, SHEIN 的成功印证了跨境出海的广阔市场, 其基于现有积累成长性仍高; 另一方面, 其始终坚持客户为先, 并协同上下游, 不断推进产品能力、推动营销建设的能力也是优秀零售企业的共性。**重点推荐:** 优质出海企业安克创新。

**风险提示:** 产品研发风险或子品类发展严重不及预期; 于渠道端议价能力大幅减弱或费用大幅提升; 贸易政策变化风险; 人才及组织大幅变动。

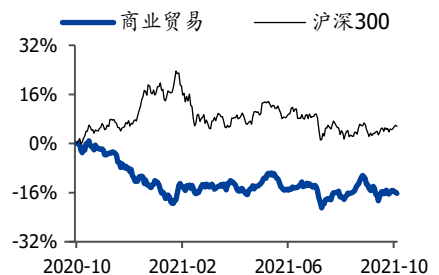
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300866.SZ	安克创新	买入	2.25	2.46	3.07	4.05	39	38	30	23

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 图中对应 2021 年 10 月 29 日收盘价

增持 (维持)

### 行业走势



### 作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号: S0680520080008

邮箱: duyueying@gszq.com

### 相关研究

- 《商业贸易: 亚马逊 2021 年 Prime Day 点评: 受大卖封杀影响, 销售个数增长但符合预期, 件数大增、货单价下降》2021-06-29
- 《商业贸易: 618 大促高景气度, 直播国潮趋势兴起》2021-06-21
- 《商业贸易: 疫情后复苏, 线上加强, 龙头困变——2021 年中期策略》2021-06-04

## 内容目录

1. SHEIN: 跨境翘楚, 紧抓多次红利, 体量高增 .....	3
2. “多快好省”——其现有优势为多因素迭代结果, 积淀已深 .....	4
2.1. 以某服饰类出海平台为例: 一件国内设计生产、海外完成售卖的服饰完整链条 .....	4
2.2. “多快好省”——其现有优势为多因素迭代结果, 积淀已深 .....	5
2.2.1. 省: 极致低价——市场规模为前提, 基于规模及积累放大成本优势 .....	5
2.2.2. 多: 快速上新——供应链积淀深厚, 客户认可促成周转 .....	7
2.2.3. 好: 产品优质——数字化领先同行, 精准对接需求 .....	7
2.2.4. 快: 流程高效——规模及高客单价成就迅速物流, 并预留生产时间 .....	8
3. 品类+流量+供应链, 协同发展, 未来可期 .....	9
3.1. 成长路径启示: 客户为先, 协同上下游, 产品优质, 把握营销 .....	9
3.2. 品类+流量+供应链, 协同发展, 未来可期 .....	10
4. 投资建议 .....	10
5. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1: SHEIN: 始于渠道生意, 加速发展, 成出海独立站标杆 .....	3
图表 2: 回顾过去, 公司快速增长的背后, 至少紧紧把握住了三大红利 .....	3
图表 3: 当前女性客户为主, 区域遍布全球, 品类不断扩充 .....	4
图表 4: 以某服饰类出海平台为例: 一件国内设计生产、海外完成售卖的服饰完整链条 .....	5
图表 5: 跨境出口电商加价环节少, 人力租金等成本节约, 稳健增长 .....	6
图表 6: 跨境出口电商卖家品类 3C 和服装占比较高 .....	6
图表 7: 基于规模及积累放大成本优势 .....	6
图表 8: 快速上新, 供应链积淀深厚, 客户认可促成周转 .....	7
图表 9: 于消费者而言, 价格既省、选择又多、质量又好, 提升爆款率、降低滞销率 .....	8
图表 10: 若服饰品类追求快速且避免大幅备货, 跨境物流费用较高 (以公司美国线为例) .....	8
图表 11: “多快好省”——其现有优势为多因素迭代结果, 积淀已深 .....	9
图表 12: 行业营销趋势变化 .....	9
图表 13: 行业估值表 .....	11

## 1. SHEIN: 跨境翘楚，紧抓多次红利，体量高增

**SHEIN: 始于渠道生意，加速发展，成出海独立站标杆。** SHEIN 于 2008 年成立，创始人许仰天，早期主要经营毛利率极高的婚纱产品，2012 年转向卖档口便宜衣服，起初多以渠道生意为主、赚取零售差价，后自 2014 年起正式成立品牌，并逐步拓展选品、供应链、物流仓储，探索自主研发设计之路，充分享受出海成本优势，成就独立站标杆；在此期间，公司分别于 2014-2015 年先后收购 Romve、MakeMeChic 和深圳库尚，协同互补，加速品牌化发展。据 BrandZ 及雨果网，公司营收维持高增，2020 年增长近 4 倍，全年销售额达 653 亿元人民币；据 2021 年 Google × 凯度 BrandZ 中国全球化品牌 50 强报告，SHEIN 在所有中国出海品牌中名列第 11，成为当之无愧的跨境电商头部品牌。

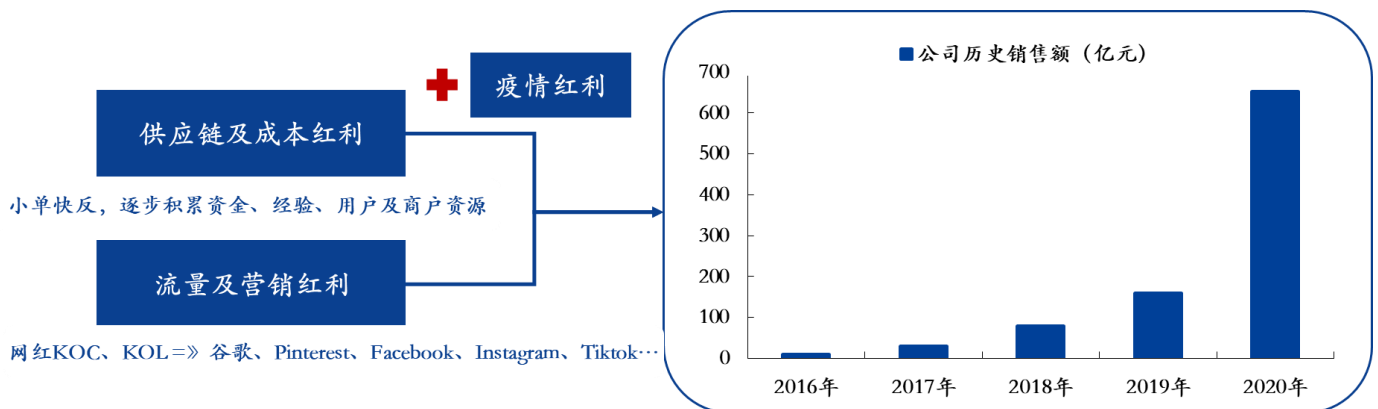
图表 1: SHEIN: 始于渠道生意，加速发展，成出海独立站标杆

时间	事件
2008 年	确立独立站模式，早期卖暴利的婚纱，2012 年转向卖档口衣服，都是用渠道生意赚差价
2012 年	2014 年正式成立品牌，定位高性价比，开始完善供应链进行自主研发设计并搭建仓储系统
2014 年	2014 年正式成立品牌，定位高性价比，开始完善供应链进行自主研发设计并搭建仓储系统
2014-2015 年	收购了 Romve、MakeMeChic 和深圳库尚，加速品牌化发展
2020 年	营收维持高增，增长近 4 倍，全年销售额达 653 亿元
2021 年	谷歌的中国出海品牌排名中 SHEIN 已经超越了腾讯和安克创新，成为出海独立站标杆

资料来源: BrandZ, 雨果网, 国盛证券研究所

回顾过去，公司快速增长背后，至少紧紧把握住了三大红利：1) 供应链及成本红利。如同所有早期的跨境出海企业一样，供应链及成本红利是 Shein 早期发展的根本，基于小单快反逐步积累的资金、经验、商户及用户口碑是后续公司从渠道生意到逐步发展品牌、创造量增的基石。2) 流量及营销红利。公司 2010 年即开始培养潜力网红，每周给他们寄衣服，网红作为汇报、需要在发帖时打上品牌标签，以此帮助增加品牌知名度；2015 年网红商业化模式崛起，SHEIN 也迅速入驻各大平台，寻找 KOC、KOL 在电商、社交平台传播，对应给予免费产品配送或推广佣金；谷歌、Facebook、Pinterest、Instagram、Tiktok... 一次次流量红利的把握和营销推广的重视让公司规模逐步扩大，并建立流量优势、增强营销端投资回报。3) 疫情红利。2020 年新冠疫情影响全球，作为线上企业，凭借需求扩容及稳定的供应链，再填催化剂。

图表 2: 回顾过去，公司快速增长的背后，至少紧紧把握住了三大红利



资料来源: BrandZ, 雨果网, 国盛证券研究所

当前女性客户为主，区域遍布全球，品类不断扩充。据雨果网、Similarweb 及公司官网，目前公司：1) 用户以 18-35 岁年轻人为主，最主要集中在 18-27 岁之间，其中约 70-75% 为女性；2) 区域分布遍布全球，自欧美为始(营收占比约七成)，分别于 2014、2015、2017 年先后进入中东、东南亚、拉美，至今已覆盖全球两百多个国家和地区；3) 品类不断扩充，目前除女性服饰外，主品牌 (SHEIN，营收占比 90%) 同样生产男性服饰，并陆续拓展宠物用品、童装、首饰、美妆、箱包品类，形成包含 SHEGLAM (美妆，有独立网站，营收占比 5%)、MOTF (主打 20-40 美元高端女装)、PETSIN (宠物品牌)、DAZY (主打街头风的潮牌)、CUCOO (鞋子)、EMERY ROSE (主打田园怀旧复古风服饰) 在内的 7 大品牌。据跨境电商网，全球快时尚的 APP 一天流量大概 4000 万，SHEIN 有 2200 万，约占一半，其中来自应用市场直接下载/谷歌搜索占比分别为 40%/30% (约 70% 为免费流量)；PC 端去重 DAU 约 300 万，其中官网搜索/谷歌搜索访客占比分别为 37%/21% (约 60% 为自然流量)。

图表 3: 当前女性客户为主，区域遍布全球，品类不断扩充



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

## 2. “多快好省”——其现有优势为多因素迭代结果，积淀已深

我们认为，公司之所以能在销量上铸就惊人成绩，仍然离不开“多快好省”四字，即：**1) 多：快速上新；2) 快：流程高效；3) 好：产品优质；4) 省：极致低价。**如果一定针对这四点重要性排序，对于 SHEIN，那大概应该依次是省、多、好、快，而其现有优势的形成，是积于规模基础上多因素迭代的结果。

### 2.1. 以某服饰类出海平台为例：一件国内设计生产、海外完成售卖的服饰完整链条

以某服饰类出海平台为例，其售卖服饰从上新来源来看可分为现货采购及设计师设计两方面，二者均占相当比重；而一件于国内设计生产、最终于海外完成销售的衣服，一般要经历以下链条：

**1) 选款及样板设计。**即设计师从选款开始，小组内部组织，设计多种款式，正式提交给供应链，并流传到板料采购和纸样设计部门；板样采购设计稿按照 1:1 比例画出来，类似 CAD 软件上，并去市场采购，开发面料，由于供应商都是提前开发好的，故而板料采购时间比较短，纸样同时完成，以上需要 3 天左右。

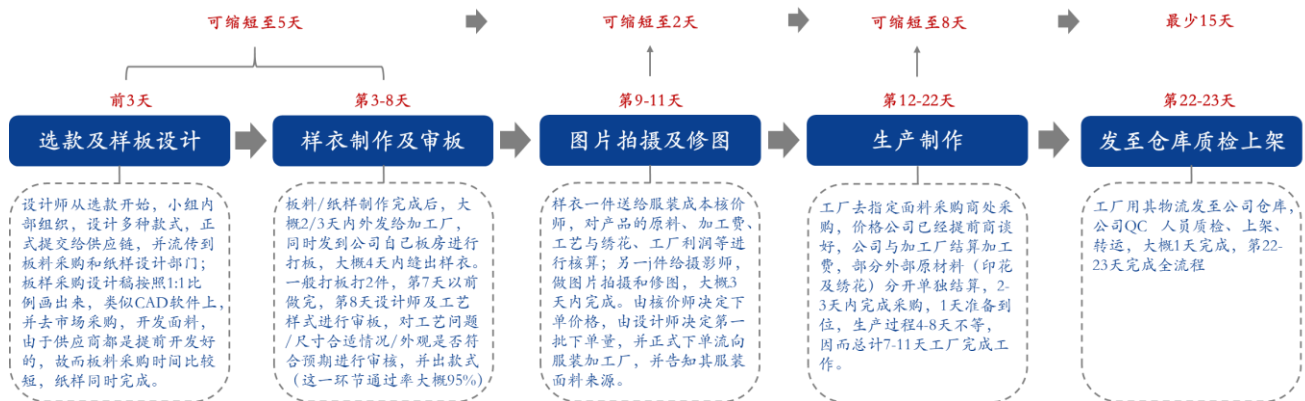
**2) 样衣制作及审板。**板料/纸样制作完成后，大概 2/3 天内外发给加工厂，同时发到公司自己板房进行打板，大概 4 天内缝出样衣。一般打板打 2 件，第 7 天以前做完，第 8 天设计师及工艺样式进行审板，对工艺问题/尺寸合适情况/外观是否符合预期进行审核，并出款式（这一环节通过率大概 95%）。

**3) 图片拍摄及修图。**以上两件样衣，一件送给服装成本核价师，对产品的原料、加工费、工艺与绣花、工厂利润等进行核算；另一个给摄影师，做图片拍摄和修图，大概 3 天内完成。就这样，由核价师决定下单价格，由设计师决定第一批下单量，并正式下单流向服装加工厂，告知加工厂服装首单件数、服装面料来源、价格等。

**4) 生产制作。**工厂去指定面料采购商处采购，价格公司已经提前商谈好，公司与加工厂结算加工费，部分外部原材料（印花及绣花）分开单独结算，2-3 天内完成采购，1 天准备到位，生产过程 4-8 天不等，因而总计 7-11 天工厂完成工作。

**5) 发至仓库、质检上架。**22 天周期过后，工厂用其物流发至公司仓库，公司 QC 人员质检、上架、转运，大概 1 天完成，第 22-23 天完成全流程；若销售较好，则返单，相当于跳过设计环节。以上环节设计、样衣制作、打板大概 7-8 天、摄影 3 天、生产 11 天左右；如果加急，设计打板可缩短到 5 天，摄影可缩短为 2 天，生产可缩短为 7 天，最快 15 天入库上新。

图表 4：以某服饰类出海平台为例：一件国内设计生产、海外完成售卖的服饰完整链条



资料来源：国盛证券研究所

## 2.2. “多快好省”——其现有优势为多因素迭代结果，积淀已深

### 2.2.1. 省：极致低价——市场规模为前提，基于规模及积累放大成本优势

如前所述，如果一定要排序，我们认为“省”是 SHEIN 模式的重点，而极致性价比对应的广阔需求是其发展的前提。整体市场规模上，全球 70 亿人除中国 14 亿人外，还有

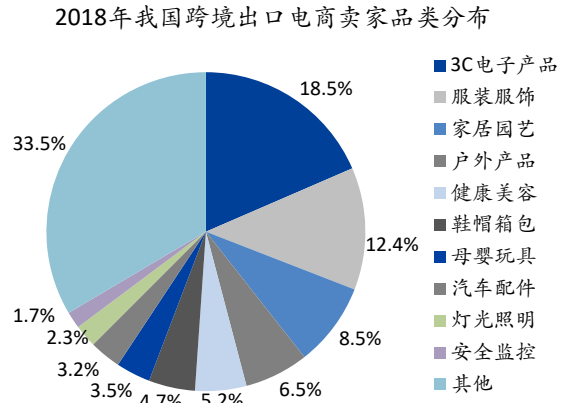
56亿人；参考年龄分布和线上购物习惯，56亿人中的1/3，约15亿人均是全球快时尚可以触达的客户；而公司不断扩大的营收规模，即印证了背靠中国制造成本优势的极致性价比所对应的广阔市场需求，这是公司发展的前提。据国家统计局及前瞻产业研究院，我国跨境出口电商维持稳健增速，其中服装为主要品类之一。

图表 5: 跨境出口电商加价环节少，人力租金等成本节约，稳健增长



资料来源：国家统计局、艾瑞咨询，前瞻产业研究院，国盛证券研究所

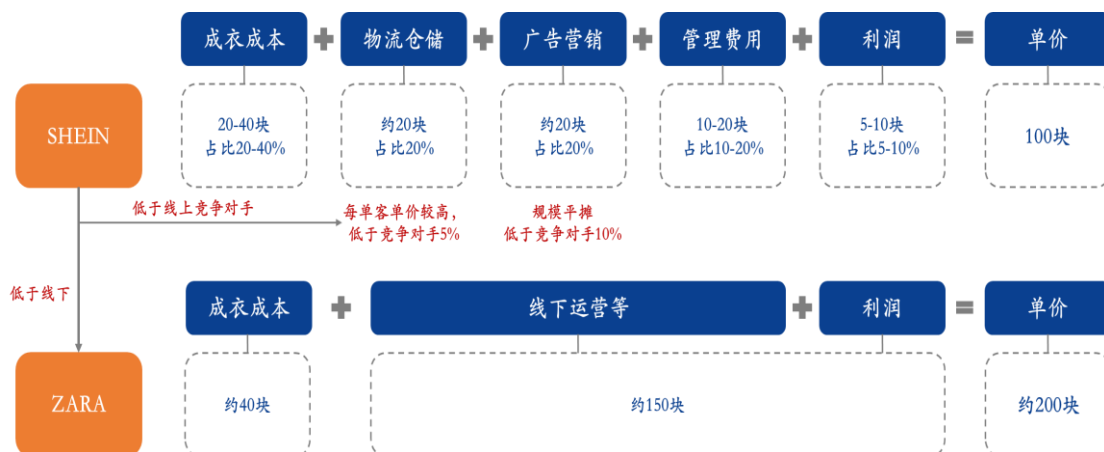
图表 6: 跨境出口电商卖家品类 3C 和服装占比较高



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

**基于规模及积累放大成本优势。**据跨境电商蓝海亿官网及公司官网，当前公司官网女装平均价格约 10-15 美元，其中成衣成本约 20-40%，毛利率 60-80%；仓储物流费用率、管理费用率、流量营销费用率约 20%、10-20%、20%，经营利润率约 5-10%。1) 一方面，以 ZARA 为例（线下优秀企业）作比较，由于不设线下门店，减少人工、租赁等费用，且样式少有复杂绣花，成本较低（ZARA 对应服饰平均价格约 200 元人民币，成衣成本约 40-50 块）；2) 另一方面，相对同样线上模式竞争对手而言，由于现有规模平摊流量营销费用、且用户同时下单较多服饰平摊物流费用，其在这两项费用率有所节省，大概低于同行共计 10-15%。

图表 7: 基于规模及积累放大成本优势



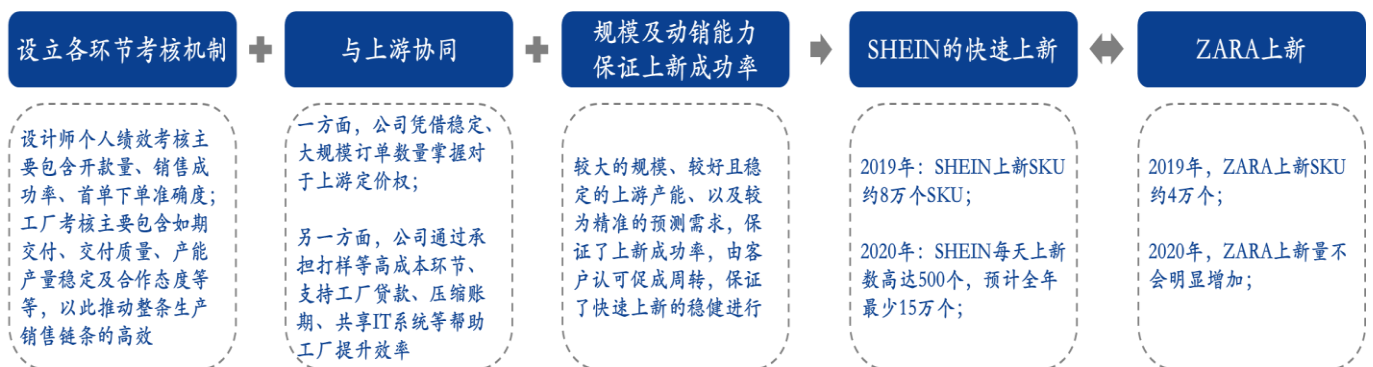
资料来源：跨境电商蓝海亿官网，公司官网，国盛证券研究所

### 2.2.2. 多：快速上新——供应链积淀深厚，客户认可促成周转

**买手+自主设计，上新迅速。**从上新产品渠道上，公司最主要渠道包括自主设计及买手现货采购两种，从成功率（形成销量）及退货率来看，自主设计成功率相对略高、退货率相对略低；而在“省”之外，快速上新、琳琅满目的商品 SKU 选择是公司深受消费者喜爱的另一个原因：据晚点 LatePose，2019 年，ZARA 上新 SKU 约 4 万个，SHEIN 同期上新 SKU 约 8 万个 SKU；2020 年，ZARA 上新量不会明显增加，而 SHEIN 每天上新数高达 500 个，预计全年 SKU 上新最少 15 万个。

**小单快反，供应链积累深厚，客户认可促成周转。**即使有足够大的需求，服装企业若单纯追求快速上新，却不保证周转，也很难维持稳健增长，公司“多”的优势的形成是一套机制共同作用的结果：1) 设立各环节考核机制。如其设计师个人绩效考核主要包含开款量、销售成功率、首单下单准确度，工厂考核主要包含如期交付、交付质量、产能产量稳定及合作态度等等，以此推动整条生产销售链条的高效；2) 与上游协同。一方面，公司凭借稳定、大规模订单数量掌握对于上游定价权；另一方面，公司通过承担打样等低成本环节、支持工厂贷款、压缩账期、共享 IT 系统等帮助工厂提升效率，以此保证了与上游稳定的合作关系；相对 ZARA 上游工厂而言，SHEIN 上游工厂明显规模更小，因而平台掌握一定话语权，并推动小单快反。3) 规模及动销能力保证上新成功率，以此迭代。较大的规模、较好且稳定的上游产能、以及较为精准的预测需求，保证了上新成功率，由客户认可促成周转，保证了快速上新的稳健进行。

图表 8：快速上新，供应链积淀深厚，客户认可促成周转

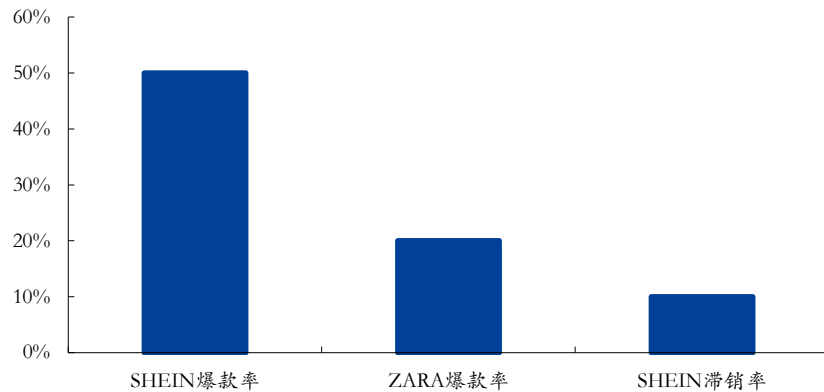


资料来源：晚点 LatePose，国盛证券研究所

### 2.2.3. 好：产品优质——数字化领先同行，精准对接需求

**产品优质，数字化领先同行。**一方面，国内优质制造及供应链资源保证了其成衣产品品质的相对优质，不过相比复杂工艺、公司更在意版型；另一方面，SHEIN 数字化方面的领先，可以帮助其精准对接需求，具体的：1) 对内而言，公司市场部门每天能看到 App 中所有商品数据，包括销量/浏览量/动销率等排名，并借助 Google Trends Finder 等系统，以商品为中心做数据分析，利用内部模型或经验反馈至生产端，帮助选品及追加订单；2) 对外而言，开放系统给工厂，帮助其追踪订单实施进度、判断操作及准备方向。不同于劣质生产的便宜货，SHEIN 基于数字化系统、供应链能力及中国制造优势做到了极致性价比平衡——于消费者而言，价格既省、选择又多、质量又好，据晚点 LastPost 及公司官网，SHEIN 爆款率约 50%、滞销率约 10%，ZARA 同比的爆款率数据仅 20% 左右。

图表 9: 于消费者而言, 价格既省, 选择又多, 质量又好, 提升爆款率、降低滞销率

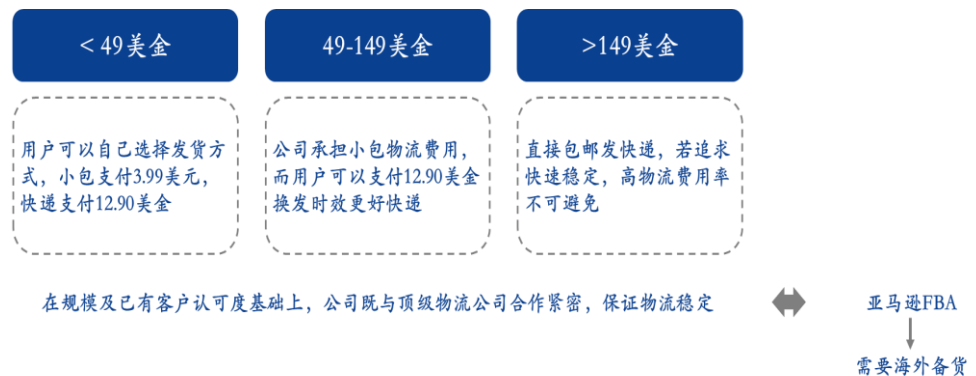


资料来源: 晚点 LastPost, 国盛证券研究所

### 2.2.4. 快: 流程高效——规模及高客单价成就迅速物流, 并预留生产时间

若服饰品类追求快速且避免大幅备货, 跨境物流费用较高。一方面, 于服装品类而言, 跨境物流费用相对较高, 以公司的美国线为例: 据公司官网, 美国设置包邮线 49 美元, 包邮线以下用户可以自己选择发货方式, 小包支付 3.99 美元, 快递支付 12.90 美金; 49-149 美金订单, 公司承担小包物流费用, 而用户可以支付 12.90 美金换发时效更好快递; 若订单金额超过 149 美金, 公司直接包邮发快递, 若追求快速稳定, 高物流费用率不可避免。另一个可选为亚马逊 FBA, 但需要大幅备货, 对于服饰品类而言, 压力更大。

图表 10: 若服饰品类追求快速且避免大幅备货, 跨境物流费用较高 (以公司美国线为例)

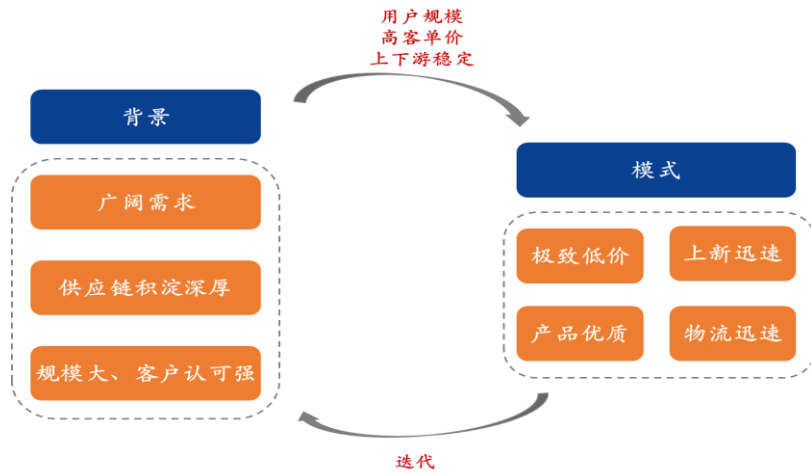


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

流程高效——规模及高客单价成就迅速物流, 并预留生产时间。在规模及已有客户认可度基础上, 公司既与顶级物流公司合作紧密, 保证了物流的稳定; 另一方面, 公司设海外仓允许退货, 这也加强了用户每单的下单意愿, 据跨境电商蓝海亿官网, 公司平均客单价 70-100 美金, 较高客单价成就可以选择较为快速的物流, 并预留了前端供应链的生产及反应时间。



图表 11: “多快好省”——其现有优势为多因素迭代结果, 积淀已深



资料来源: 跨境电商蓝海亿官网, 国盛证券研究所

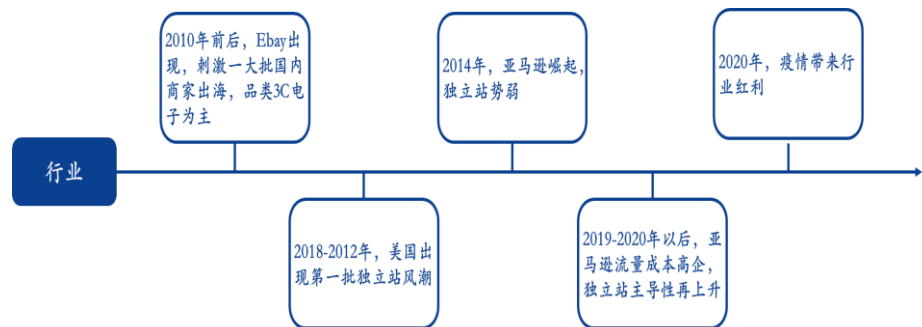
### 3. 品类+流量+供应链, 协同发展, 未来可期

#### 3.1. 成长路径启示: 客户为先, 协同上下游, 产品优质, 把握营销

回顾 SHEIN 的成长路径, 以下两点弥足珍贵, 其背后是公司的大局观及对于机遇的判断及把握能力, 且其他零售类优质公司亦与之不谋而和:

**客户为先, 产品优质, 把握营销。**于大部分零售类公司而言, 规模及用户认可可是其提升效率并进一步凸显马太效应、成就增长的前提。SHEIN 的成功路径中, 足够大的市场、因地制宜且灵活应变的策略是很关键的一环: 如其品类从低频品类婚纱转向服饰、如其不断拓展全球市场、如其给予无理由退货选项等等。在找准定位之后, 公司重视产品品质的塑造能力, 且多次把握流量趋势变化, 重视数字化建设, 这个是其超越竞争对手很重要的因素之一。

图表 12: 行业营销趋势变化



资料来源: 36Kr, 国盛证券研究所

**协同上下游，互利共赢。**在 SHEIN 成长路径中，另一点很重要对于上下游关系的协同互利：1) 于工厂，由于公司平台较大、上游规模一般不大，其实在整条供应链中，平台理论上相对上游更具备话语权，但是公司却通过系统、账期、分摊成本等多方式让利上游，据采访，其上游供应商加入之前往往会做好背调，企业不失信的历史其实是他们相信平台的关键；2) 于物流，通过股权或非股权等多种合作方式形成共赢。物流是跨境电商的重要环节，其运输是否稳定、费用是否相对合理、速度是否快直接影响消费者体验，进而影响链条反馈；公司与物流方通过股权及非股权等多种方式合作，即使疫情期间许多中小型卖家无法正常将商品运送出国的时期，也保证了其商品运输的相对稳定。

### 3.2. 品类+流量+供应链，协同发展，未来可期

**拓展用户，扩大品类。**积累相当规模后，公司仍然不断拓展用户、扩大品类，例如：公司利用现有数据分析当前用户多为年轻女性，随着年龄迁移，可能有母婴用品及家庭用品赛道机会；此外，可以切入更高客单价、相对改善的利润率及退货率不高的美妆、饰品赛道，拓展变现品类。据雨果网、Similarweb 及公司官网，目前除女性服饰外，公司主品牌（SHEIN，营收占比 90%）同样生产男性服饰，并陆续拓展宠物用品、童装、首饰、美妆、箱包品类，形成包含 SHEGLAM（美妆，有独立网站，营收占比 5%）、MOTF（主打 20-40 美元高端女装）、PETSIN（宠物品牌）、DAZY（主打街头风的潮牌）、CUCCOO（鞋子）、EMERY ROSE（主打田园怀旧复古风服饰）在内的 7 大品牌。

**上游深耕，产能拓展。**1) 上游深耕。面辅料成本是服装制造成本大头，公司当前选择的模式是规定供应商工厂去指定档口（或是自己档口、或是投资合作过的档口）购买，由于公司实际为大量采购，因而从面料工厂拿到价格更优，再批发给工厂平摊了成本。目前上游以此模式的涉入比例还有望进一步提升。2) 产能拓展。随着 GMV 的不断增加，一方面公司不断积极拓展工厂数量，另一方面也鼓励合作工厂拓展产能。据新浪财经，公司合作工厂中，最好的已经拓展产能到了 5 倍。

**进一步增加数字化及产品溢价能力。**1) 目前公司仅通过数字化及系统建设提升供应链效率及选品能力，尚未做到千人千面；理论上，随着数字化建设推进，未来若能看到每个用户的来源渠道、停留时间、加购数据、支付比例等，可以进一步做分层的用户管理体系，利于个性化推荐；2) 在享受供应链优势并保证品质基础上，客户对平台的信任有利于未来塑造产品溢价能力。整体而言，公司基于已有积累，相对同行竞争优势较为明显；未来品类+流量+供应链协同发展，广阔市场，大有可为。

## 4. 投资建议

SHEIN 作为跨境翘楚，广阔市场叠加其对机遇把握，体量高增；追其模式根本，仍在于“多快好省”四字，其现有优势是多因素迭代结果，且积淀已深。一方面，SHEIN 的成功印证了跨境出海的广阔市场，且基于现有积累仍具备较大成长性；另一方面，其始终坚持客户为先，并协同上下游，不断推进产品能力、推动营销建设的能力也是优秀零售企业的共性。重点推荐：优质出海企业安克创新。

图表 13: 行业估值表

代码	证券简称	收盘价	每股收益 (元/股)			PE		
			2020	2021E	2022E	TTM	2021E	2022E
300866.SZ	安克创新	93.2	2.25	2.46	3.07	39	38	30
688169.SH	石头科技	900.0	21.43	23.94	31.00	39	38	29
603486.SH	科沃斯	171.5	1.14	3.56	4.50	72	48	38
002803.SZ	吉宏股份	15.2	1.48	1.55	1.97	12	10	8
300464.SZ	星徽股份	7.5	0.60	1.14	1.52	-102	7	5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 图中对应 2021 年 10 月 29 日收盘价, 未覆盖标的采用 wind 一致预期

## 5. 风险提示

- 1) 产品研发风险或子品类发展严重不及预期。公司主要布局消费电子赛道, 核心品类市场占有率领先, 其长期成长性取决于品类扩张; 行业速生速死, 若产品研发风险或子品类发展严重不及预期, 可能面对风险。
- 2) 于渠道端议价能力大幅减弱或费用大幅提升。疫情催化全球消费线上化转移, 以亚马逊平台为例, 卖家数量高增, 若公司产品能力难以维持, 于渠道端议价能力大幅减弱, 或在海运费用大幅提升前提下现金流及利润留存受到影响, 可能面对风险。
- 3) 贸易政策变化风险。由于公司主要销路为海外, 若贸易政策大幅波动, 可能影响业绩。
- 4) 人才及组织大幅变动。公司管理层及研发等重点部门员工为其发展带来人才优势, 若组织及人才大幅变动, 可能带来业绩波动。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com