

商贸零售行业跟踪周报

SHEIN 招股书梳理：从服装走向万物，“线上时尚目的地”出海标杆

增持（维持）

（注：文中“本周”指 7 月 20 日至 7 月 24 日）

- **事件：**7 月 26 日，SHEIN（希音国际控股）正式通过港交所聆讯并发布聆讯后资料集。
- **行业层面，全球时尚零售线上渗透率仍然在不断提升，这是公司持续发展的大背景。**根据灼识咨询数据，全球时尚零售线上渗透率将从 2021 年的 33% 提升至 2026E 的 36%，并有望在 2030 年提升至 39%。我们认为时尚产品和电商结合具备天然的优势（产品丰富、传播分享快等），是未来的大趋势。
- **公司简介：**根据灼识咨询，2025 年，SHEIN 已经是全球最大的线上时尚目的地，触达 2.73 亿活跃顾客，售卖超过 200 万个服装款式。2023-25 年，公司净收入 CAGR 达到 14.2%，已从服装快时尚转向全品类平台，第三方模式是主要增量。
- **财务概览：**2025 年，公司实现营收 418 亿美元，同比增长 8%；2026Q1 公司实现营收 90.5 亿美元，同比增长 1%。公司营收放缓部分因第三方模式（3P 业务）占比提升所致。第三方业务主要产生服务收入，几乎没有营业成本，利润率也更高。公司 2025 年经调整净利润为 18.2 亿美元，同比+62%，增速快于收入。
- **行业观点：**我国具备全球领先的时尚产品和小单快反供应链，而 SHEIN 凭借全球广泛认知的平台优势和供应链组织能力，成为串联优质供应链与全球客户的重要渠道。我们看好在这个大背景下，SHEIN 平台乃至整个跨境电商行业继续取得良好发展。
- **本周行情回顾：**
- 本周（7 月 20 日至 7 月 25 日），申万商贸零售指数涨跌幅-2.06%，申万社会服务-2.58%，申万美容护理-2.06%，上证综指+1.33%，深证成指+0.49%，创业板指+1.52%，沪深 300 指数+2.65%。
- 年初至今（1 月 1 日至 7 月 25 日），申万商贸零售指数涨跌幅-31.20%，申万社会服务-26.23%，申万美容护理-24.68%，上证综指-3.90%，深证成指+1.85%，创业板指+8.67%，沪深 300 指数+0.42%。
- **风险提示：**地缘、汇兑、运费等跨境经营风险，海外需求波动，上市进度不确定等。

2026 年 07 月 27 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书：S0600525070003

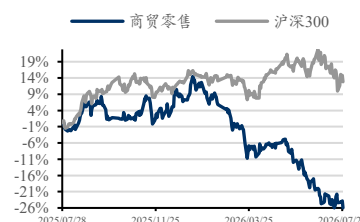
wanglj@dwzq.com.cn

证券分析师 杜玥莹

执业证书：S0600526040001

duyy@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《陕西旅游主板 IPO 过会，招股书详细拆解》

2025-11-10

《“茶叶第一股”八马茶业登录港交所，附招股书财务梳理更新》

2025-11-04

内容目录

1. 本周行业观点4

2. 本周行情回顾9

3. 行业公司估值表9

4. 风险提示 11

图表目录

图 1: 全球时尚零售线上渗透率不断提升.....4

图 2: 全球时尚零售市场规模及增速.....4

图 3: SHEIN 是全球最大“线上时尚目的地”.....5

图 4: 公司营收及增速.....5

图 5: 公司经调整归母净利润及增速.....5

图 6: 公司产品收入及增速.....6

图 7: 公司服务收入及增速.....6

图 8: 公司服饰收入及增速.....6

图 9: 公司其他产品收入及增速.....6

图 10: 公司分地区收入构成.....7

图 11: 公司其他地区收入及增速.....7

图 12: 公司美国收入及增速.....7

图 13: 公司欧洲收入及增速.....7

图 14: 公司活跃顾客数及增速.....8

图 15: 公司总订单量及增速.....8

图 16: 公司履约费用持续下降.....8

图 17: 公司存货周转天数.....8

图 18: 本周各指数涨跌幅（2026-07-25）.....9

图 19: 年初至今各指数涨跌幅（2026-07-25）.....9

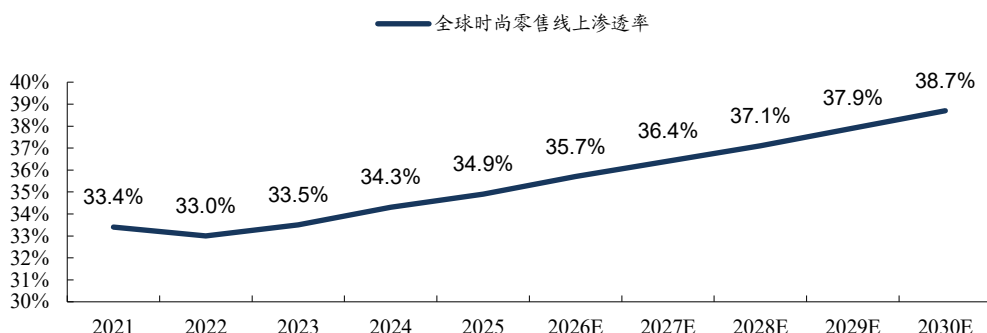
表 1: 行业公司估值表（市值更新至 7 月 25 日）.....9

1. 本周行业观点

事件：7月26日，SHEIN（希音国际控股）正式通过港交所聆讯并发布聆讯后资料集。

行业层面，全球时尚零售线上渗透率仍然在不断提升，这是SHEIN等公司持续发展的大背景。根据灼识咨询数据，全球时尚零售线上渗透率将从2021年的33%提升至2026E的36%，并有望在2030年提升至39%。我们认为时尚产品和电商结合具备天然的优势（产品丰富、传播分享快等），是未来的大趋势。

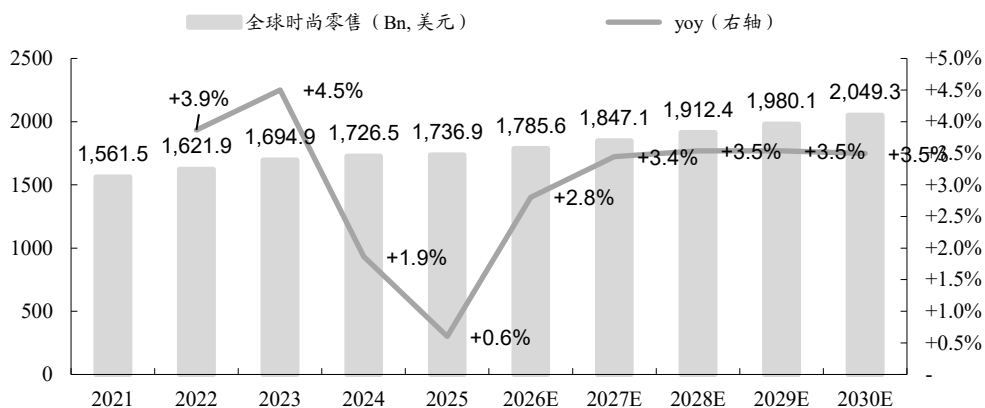
图1：全球时尚零售线上渗透率不断提升



数据来源：公司公告，灼识咨询，东吴证券研究所

时尚产品出海空间广阔。根据灼识咨询，2026年全球时尚零售行业市场规模有望达到1.8万亿美元，是一个空间广阔且每年持续增长的市场。我国具备时尚单品的供应链优势，出海发展空间广阔。

图2：全球时尚零售市场规模及增速



数据来源：公司公告，灼识咨询，东吴证券研究所

公司简介: 根据灼识咨询, 2025 年, SHEIN 已经是全球最大的线上时尚目的地, 触达 2.73 亿活跃顾客, 售卖超过 200 万个服装款式。2023-25 年, 公司净收入 CAGR 达到 14.2%, 已从服装快时尚转向全品类平台, 第三方模式是主要增量。本文我们将使用公司聆讯后资料集, 带大家梳理 SHEIN 的业务和经营情况。

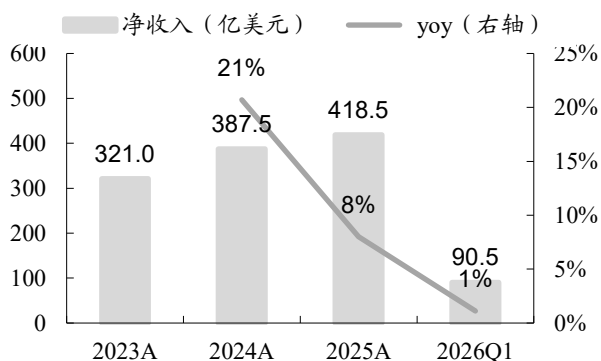
图3: SHEIN 是全球最大“线上时尚目的地”



数据来源: 公司公告, 灼识咨询, 东吴证券研究所; 注: 全球最大线上时尚目的地基于 2025 年服装鞋履零售额, 来源为灼识咨询

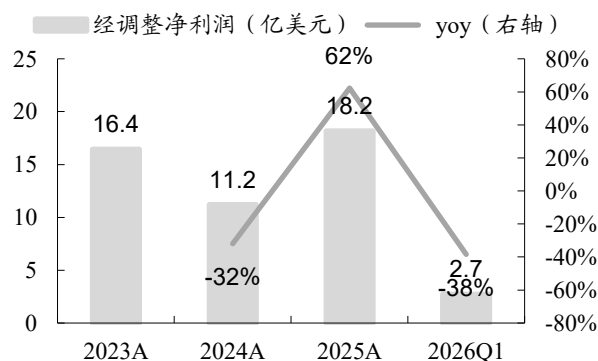
财务概览: 2025 年, 公司实现营收 418 亿美元, 同比增长 8%; 2026Q1 公司实现营收 90.5 亿美元, 同比增长 1%。公司营收放缓部分因第三方模式 (3P 业务) 占比提升所致。第三方业务主要产生服务收入, 几乎没有营业成本, 利润率也更高。利润维度我们主要看经调整净利润 (不包含股权激励费用、联营公司利润、可转换可赎回优先股的公允价值变动等指标)。公司 2025 年经调整净利润为 18.2 亿美元, 同比+62%, 增速快于收入。

图4: 公司营收及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司经调整归母净利润及增速

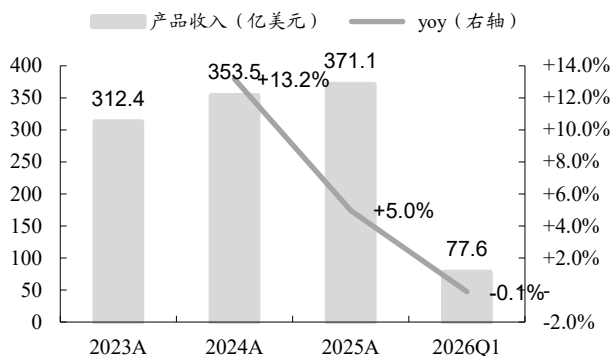


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分模式: 第三方模式快速增长带动服务收入提升, 2025 年, 公司产品收入为 371 亿美元, 同比+5%; 而服务收入达 47 亿美元, 同比+39.5%。公司的服务收入主要来自于第三方商家在 SHEIN 平台上销售商品所收取的各种费用。公司和第三方商家合作的形

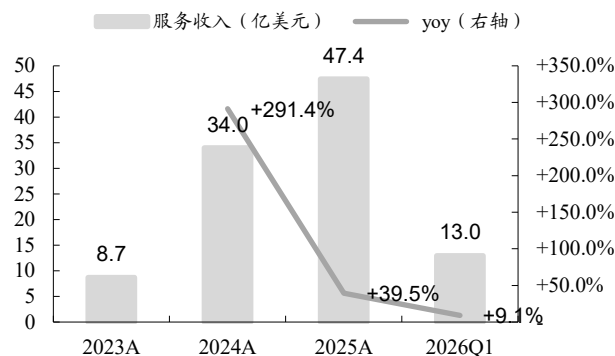
式包括全托管、半托管、POP（Platform On Platform）等。从 2024 年到 2026Q1，服务收入增速均快于产品收入，这表明公司的第三方业务增速更快。

图6: 公司产品收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

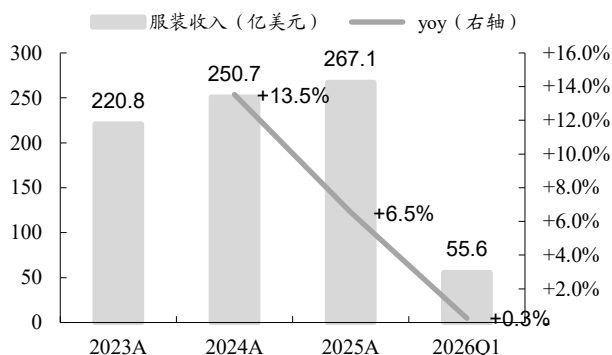
图7: 公司服务收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

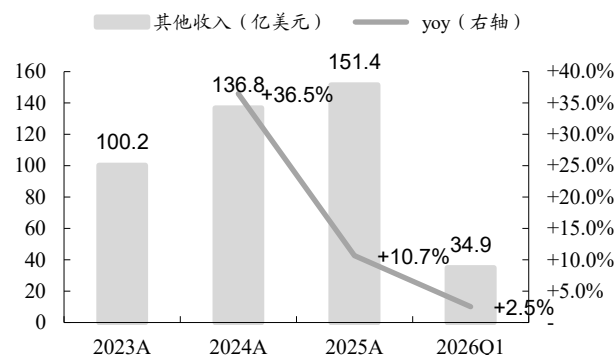
分产品看，SHEIN 正在从服装走向万物。2025 年公司服装收入为 267.1 亿美元，同比+6.5%；而其他收入为 151.4 亿美元，同比+10.7%。其他收入的占比从 2023 年的 31.2%提升至 2025 年的 36.2%和 2026Q1 的 38.6%。这表明公司近年来正在从传统优势品类服装，走向更广阔的家居生活、美妆个护、乃至家电及电子产品等时尚日用品领域，并取得亮眼成果。

图8: 公司服饰收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9: 公司其他产品收入及增速

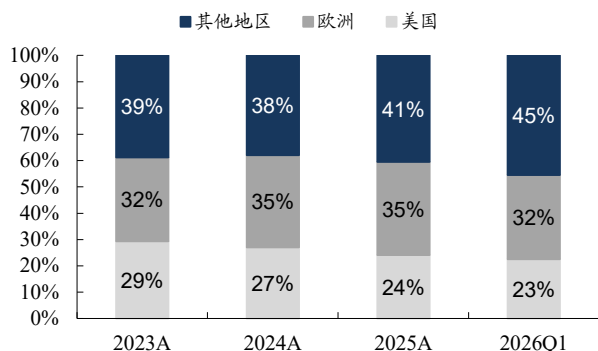


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分地区看：欧美仍占收入大头，其他地区增速较快。

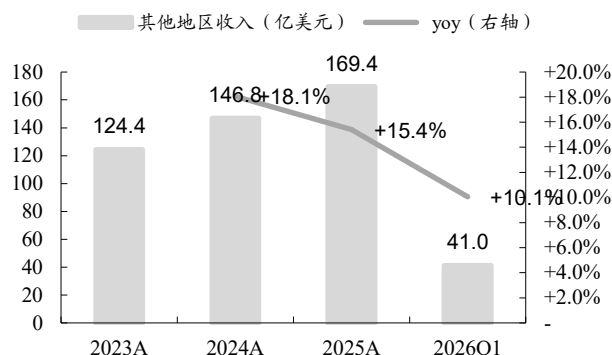
2025 年，公司分地区收入为：欧洲占 35%，美国占 24%，其他地区占 41%。欧美仍然占据收入的 59%左右。但这一数字呈现下降趋势——2023 年公司欧美收入占比为 61%，而 2026Q1 公司欧美合计占比近 55%。考虑其他地区或更多采用第三方模式（服务收入为主），在收入占比中的贡献并不高，因此其他区域的 GMV 占比可能比收入占比更高。这表明公司在不断向中东、拉美等新兴市场扩张，并取得卓著成效。

图10：公司分地区收入构成



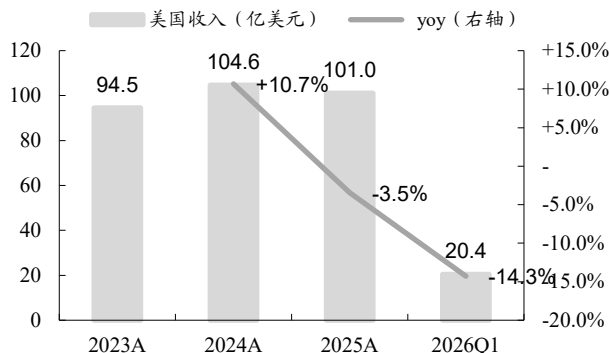
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：公司其他地区收入及增速



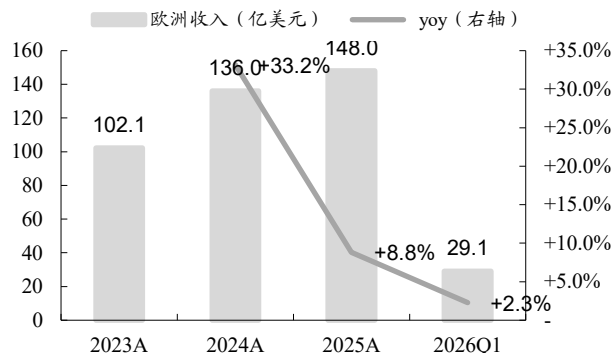
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：公司美国收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

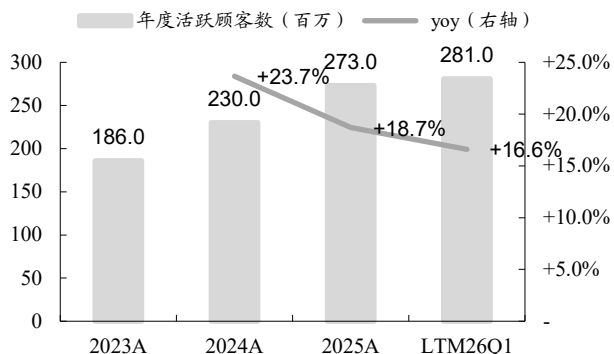
图13：公司欧洲收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

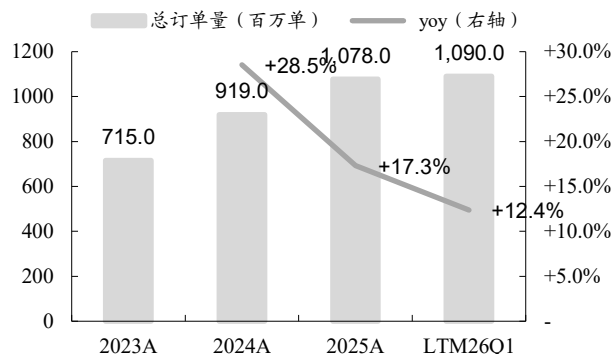
经营指标方面：活跃顾客数和订单数量稳健增长。公司 2026Q1 LTM 的活跃顾客数量达到 2.8 亿人，同比+16.6%；总订单数量达到 10.9 亿单，同比+12.4%。从 2024 年以来公司的活跃顾客数、总订单量均保持双位数增长，表明平台仍具备活力，且保持较快增速。

图14: 公司活跃顾客数及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

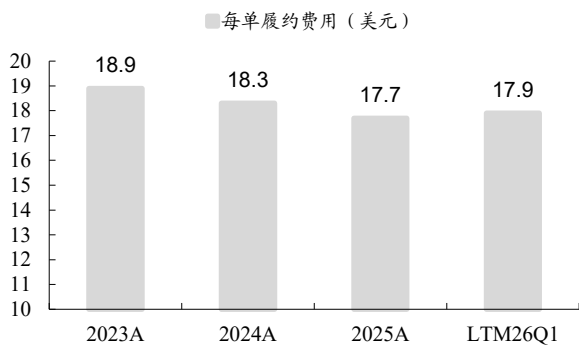
图15: 公司总订单量及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

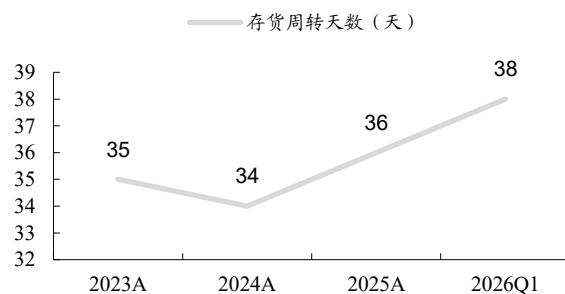
公司在履约和供应链方面优势明显: 一是公司每单履约费用持续下降, 从 2023 年的 18.9 美元下降 5% 至 2026Q1 (LTM) 的 17.9 美元。二是存货周转天数方面, 2023~2026Q1 均保持在 40 天以内, 在行业内属于非常优秀的水平。三是履约物流方面, 公司在亚洲、北美、欧洲、中东和南美洲拥有大约 600 万方的仓库; 建设的配送网络在 2025~2026Q1 实现超过 90% 订单在发货后 10 个工作日内完成配送。

图16: 公司履约费用持续下降



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 公司存货周转天数



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

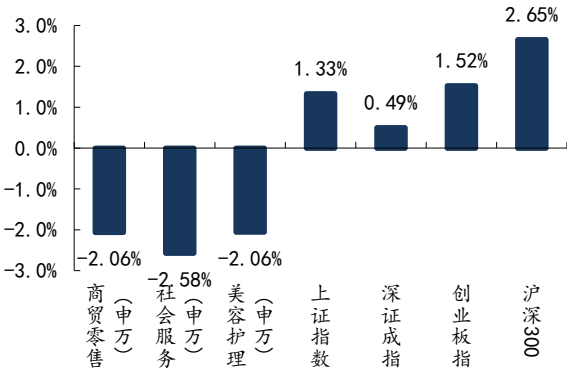
观点: 我国具备全球领先的时尚产品和小单快反供应链, 而 SHEIN 凭借全球广泛认知的平台优势和供应链组织能力, 成为串联优质供应链与全球客户的重要渠道。我们看好在这个大背景下, SHEIN 平台乃至整个跨境电商行业继续取得良好发展。

2. 本周行情回顾

本周（7月20日至7月25日），申万商贸零售指数涨跌幅-2.06%，申万社会服务-2.58%，申万美容护理-2.06%，上证综指+1.33%，深证成指+0.49%，创业板指+1.52%，沪深300指数+2.65%。

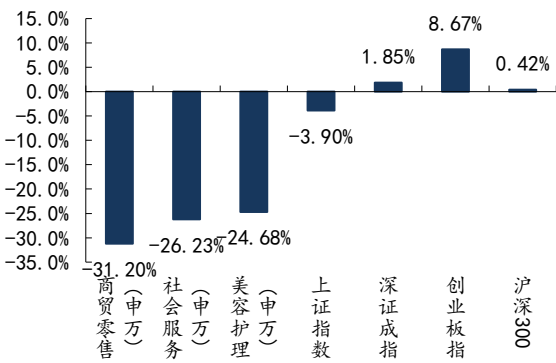
年初至今（1月1日至7月25日），申万商贸零售指数涨跌幅-31.20%，申万社会服务-26.23%，申万美容护理-24.68%，上证综指-3.90%，深证成指+1.85%，创业板指+8.67%，沪深300指数+0.42%。

图18：本周各指数涨跌幅（2026-07-25）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图19：年初至今各指数涨跌幅（2026-07-25）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 行业公司估值表

表1：行业公司估值表（市值更新至7月25日）

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）			P/E			投资 评级
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	
新消费										
9992.HK	泡泡玛特	1,864	160.90	127.76	166.88	209.19	15	11	9	买入
9896.HK	名创优品	258	23.96	28.98	32.24	35.12	9	8	7	买入
6969.HK	思摩尔国际	445	8.25	10.64	12.63	18.82	42	35	24	增持
6055.HK	中烟香港	128	21.28	9.80	10.99	13.45	13	12	10	买入
003010.SZ	若羽臣	73	23.37	1.94	3.94	5.60	37	18	13	买入
301498.SZ	乖宝宠物	151	37.64	6.73	7.26	8.83	22	21	17	买入
002891.SZ	中宠股份	91	28.15	3.65	4.21	6.36	25	22	14	买入
001206.SZ	依依股份	32	17.40	1.83	2.21	2.63	18	15	12	未评级
300673.SZ	佩蒂股份	27	11.04	1.16	1.65	2.05	24	17	13	未评级
001222.SZ	源飞宠物	24	12.82	1.16	1.83	2.34	21	13	10	未评级
消费出海										
600415.SH	小商品城	600	10.95	42.04	54.81	65.01	14	11	9	买入
688775.SH	影石创新	492	122.80	9.29	11.03	17.39	53	45	28	未评级
300866.SZ	安克创新	666	114.26	25.45	33.06	41.17	26	20	16	买入

2698.HK	乐舒适	176	32.54	8.19	10.26	12.07	21	17	15	买入
688169.SH	石头科技	252	97.06	13.63	19.36	25.34	18	13	10	未评级
301606.SZ	绿联科技	222	53.45	7.05	9.98	13.06	31	22	17	买入
301381.SZ	赛维时代	91	22.32	2.83	4.70	6.09	32	19	15	未评级
301376.SZ	致欧科技	73	18.02	3.36	4.62	5.33	22	16	14	买入
9658.HK	特海国际	60	10.60	0.36	0.47	0.60	165	129	100	未评级
黄金珠宝										
1929.HK	周大福	1,049	12.22	90.04	103.99	111.79	12	10	10	买入
6181.HK	老铺黄金	577	375.20	48.68	87.06	113.79	12	7	5	买入
600612.SH	老凤祥	177	33.85	17.55	19.97	21.37	10	9	8	买入
0590.HK	六福集团	123	24.06	20.46	22.21	25.25	6	6	6	买入
605599.SH	菜百股份	114	14.71	11.33	12.97	14.96	10	9	8	买入
002867.SZ	周大生	131	12.09	11.03	13.21	15.20	12	10	9	买入
002345.SZ	潮宏基	88	9.88	4.97	8.79	10.54	18	10	8	买入
6168.HK	周六福	63	16.42	7.70	8.93	10.05	8	7	6	未评级
化妆品&医美										
300896.SZ	爱美客	298	98.60	12.91	14.47	16.21	23	21	18	未评级
2367.HK	巨子生物	267	28.90	19.15	19.78	22.70	14	13	12	买入
1318.HK	毛戈平	241	56.40	12.04	15.81	20.49	20	15	12	买入
603605.SH	珀莱雅	223	56.25	14.98	16.70	18.30	15	13	12	买入
2145.HK	上美股份	97	27.96	11.03	13.81	17.18	9	7	6	买入
688363.SH	华熙生物	175	36.33	2.92	4.31	5.17	60	41	34	未评级
300957.SZ	贝泰妮	133	31.46	5.06	6.26	7.22	26	21	18	买入
600315.SH	上海家化	112	16.70	2.68	3.64	4.46	42	31	25	买入
603983.SH	丸美生物	127	31.78	2.47	3.06	3.80	52	42	34	买入
2657.HK	林清轩	62	50.00	3.60	5.43	7.46	17	11	8	买入
300740.SZ	水羊股份	71	17.01	1.48	2.15	2.76	48	33	26	未评级
600223.SH	福瑞达	53	5.22	1.88	2.07	2.43	28	26	22	买入
920982.BJ	锦波生物	138	119.75	6.52	7.77	9.71	21	18	14	买入
免税&出行										
601888.SH	中国中免	1,105	53.20	35.86	52.23	58.17	31	21	19	买入
600859.SH	王府井	107	9.52	-0.40	2.12	2.45	-	51	44	未评级
600009.SH	上海机场	590	23.70	21.17	26.27	30.12	28	22	20	未评级
9961.HK	携程集团-S	2,134	342.60	332.94	188.28	209.03	6	11	10	买入
0780.HK	同程旅行	270	13.17	34.04	41.16	45.78	8	7	6	增持
1179.HK	华住集团-S	861	31.94	50.80	55.50	63.49	17	16	14	买入
ATAT.O	亚朵	294	31.95	16.21	20.44	24.67	18	14	12	未评级
600754.SH	锦江酒店	188	17.63	9.25	11.62	14.08	20	16	13	买入
600258.SH	首旅酒店	129	11.54	8.11	9.31	10.42	16	14	12	买入
300144.SZ	宋城演艺	152	5.83	8.18	9.47	10.38	19	16	15	增持
603099.SH	长白山	98	35.83	1.29	1.69	1.97	75	58	49	未评级
603402.SH	陕西旅游	61	60.38	3.84	4.48	5.17	16	14	12	买入
600054.SH	黄山旅游	79	10.82	2.92	3.55	4.03	27	22	20	未评级
002707.SZ	众信旅游	46	4.68	0.07	0.57	0.79	652	81	58	未评级
000888.SZ	峨眉山 A	48	9.15	2.20	2.75	3.05	22	18	16	未评级
0308.HK	香港中旅	55	1.14	-2.82	3.12	3.62	-	18	15	未评级
301073.SZ	君亭酒店	30	15.60	0.23	0.64	0.93	131	47	33	增持
603199.SH	九华旅游	34	30.78	2.13	2.41	2.70	16	14	13	买入
603136.SH	天目湖	22	8.31	0.95	1.11	1.22	24	20	18	增持

餐饮&茶饮										
2097.HK	蜜雪集团	692	209.60	58.87	62.52	71.08	12	11	10	买入
9987.HK	百胜中国	1,007	336.80	9.29	10.43	11.44	108	97	88	买入
6862.HK	海底捞	546	11.26	40.50	45.66	51.10	13	12	11	买入
1364.HK	古茗	446	21.54	31.09	33.51	38.47	14	13	12	买入
0999.HK	小菜园	72	7.02	7.15	6.18	7.43	10	12	10	买入
2555.HK	茶百道	59	4.58	8.05	9.12	10.40	7	6	6	未评级
2589.HK	沪上阿姨	98	107.50	5.01	5.78	6.76	20	17	15	未评级
1405.HK	达势股份	42	36.42	1.42	1.92	2.66	29	22	16	买入
超市&其他专业连锁										
600729.SH	重庆百货	87	19.76	10.45	6.85	7.55	8	13	12	买入
601933.SH	永辉超市	267	2.99	-25.52	-4.35	3.12	-	-	85	增持
002697.SZ	红旗连锁	60	4.42	4.81	5.05	5.28	13	12	11	未评级
603708.SH	家家悦	57	8.98	2.01	2.48	2.94	29	23	20	未评级
301078.SZ	孩子王	86	6.78	2.98	4.33	5.39	29	20	16	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：表中已评级标的的归母净利润预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用 2026.7.25 日 Wind 一致预期；

注 2：除收盘价为原始货币外，其余货币单位为人民币。PE 按港币:人民币=0.87:1，美元: 人民币=6.8:1 换算（对应 2026.7.25 汇率）；

注 3：名创优品、同程旅行使用经调整净利润口径；周大福对应 FY2025-FY2027。

4. 风险提示

地缘、汇兑、运费等跨境经营风险，海外需求波动，上市进度不确定等。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

