

SHEIN 招股书梳理

全球第一大线上时尚平台，1P+3P 模式双轮驱动增长

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 纺织服饰

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391
 证券分析师： 刘佳琪 010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn
 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004
 执证编码：S0980523070003

事项：

SHEIN（希音国际控股有限公司）向港交所递交上市申请（草拟本），招股书披露 2023-2025 年及 2026 年一季度业绩：2025 年净收入 418.5 亿美元（同比+8.0%），净利润 20.6 亿美元（净利率 4.9%）；26Q1 净收入 90.5 亿美元（同比+1.1%），净亏损 1.0 亿美元（25Q1 为净利润 4.0 亿美元），主要受可转换可赎回优先股公允价值亏损 3.3 亿美元（非现金、非经营性）拖累。按 2025 年服装及鞋履零售销售额计，公司为全球最大线上时尚平台。

国信纺服观点：1) **行业格局：**全球时尚市场高度分散，公司份额 1.9%位列第三，系全球最大线上时尚平台；2) **公司概况：**收入规模 418 亿美元，1P+3P 双轮驱动，美国占比下降，收入结构多元化；3) **核心壁垒：**LATR 模式（大规模自动化小单快返）破解行业“产品丰富度、上新速度、库存管理”三难困境，供应链效率优势显著；4) **财务分析：**毛利率大幅抬升，关税与营销投入压制经营利润率，净利润受优先股公允价值变动负面影响较大；5) **风险提示：**国际贸易政策及关税变化；海外消费需求不及预期；行业竞争加剧；汇率波动；供应链管理及产品质量风险。

评论：

◆ 行业格局：全球时尚市场高度分散，公司份额 1.9%位列第三，系全球最大线上时尚平台

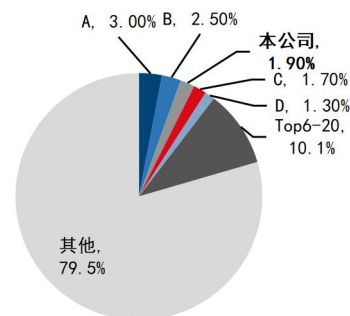
根据灼识咨询，2025 年全球时尚市场（含服装、鞋履及配饰）规模达 1.7 万亿美元，预计 2030 年增至 2.0 万亿美元（2025-2030E CAGR 约 3.4%）；其中线上时尚市场 2025 年约 6,064 亿美元，预计 2030 年增至 7,921 亿美元，线上渗透率由 2025 年的 34.9%提升至 2030 年的 38.7%。

行业高度分散，2025 年全球前 20 大时尚企业合计市场份额仅约 20.5%，招股书所列前五大企业合计份额约 10.4%（同行公司 A/B 分别占 3.0%/2.5%，本公司占 1.9%位列第三）。

图1：全球时尚市场规模及线上渗透率



图2：2025 年全球时尚行业主要参与者及市场份额



资料来源：SHEIN 招股书，国信证券经济研究所整理

资料来源：SHEIN 招股书，国信证券经济研究所整理

图3: 全球时尚零售行业概览 (十亿美元)

行业概览 (十亿美元)		2023	2024	2025	2026E
全球时尚零售	金额	1,694.9	1,726.5	1,736.9	1,785.6
	YoY	4.5%	1.9%	0.6%	2.8%
线上零售	金额	567.3	591.4	606.4	637.2
	YoY	6.0%	4.2%	2.5%	5.1%
线下零售	渗透率 (%)	33.5%	34.3%	34.9%	35.7%
	金额	1,127.5	1,135.1	1,130.6	1,148.3
服装	YoY	3.8%	0.7%	-0.4%	1.6%
	金额	1,333.1	1,363.1	1,370.0	1,408.4
鞋类	YoY	4.1%	2.3%	0.5%	2.8%
	金额	361.8	363.4	367.0	377.2
家居及生活	YoY	6.2%	0.4%	1.0%	2.8%
	金额	1,376.0	1,375.9	1,407.8	1,449.2
家电及电子产品	YoY	0.9%	0.0%	2.3%	2.9%
	金额	1,271.2	1,360.6	1,441.0	1,529.2
美妆及个人护理	YoY	3.2%	7.0%	5.9%	6.1%
	金额	548.5	583.8	613.5	651.0
	YoY	8.7%	6.4%	5.1%	6.1%
全球时尚行业主要参与者市场份额 (2025年)					
排名	1	2	3	4	5
名称	同行公司A	同行公司B	本公司	同行公司C	同行公司D
简介	美国的全球性公司	西班牙的全球快时尚集团	全球线上时尚和生活方式公司	总部位于德国的跨国运动服装和鞋履公司	总部位于日本的服装零售商
份额	3.0%	2.5%	1.9%	1.7%	1.3%

资料来源: SHEIN 招股书, 国信证券经济研究所整理

◆ 公司概况: 收入规模 418 亿美元, 1P+3P 双轮驱动, 美国占比下降, 收入结构多元化

2025 年公司收入规模 418.5 亿美元 (同比+8.0%), 26Q1 收入 90.5 亿美元 (同比+1.1%); 公司按 2025 年零售额计为全球第一大线上时尚平台, 2025 年服务全球约 160 个市场的 2.73 亿活跃顾客 (截至 2026 年 3 月 31 日止十二个月达 2.81 亿, 2023-2025 年 CAGR 21.2%); 总订单量由 2023 年的 7.15 亿单增至 2025 年的 10.78 亿单 (LTM 口径达 10.90 亿单), 年度下单频次稳定在 3.8-4.0 次。

图4: SHEIN 用户数据

用户数据		2023	2024	2025	2026Q1
活跃顾客	数量 (百万)	186	230	273	281
	YoY		23.7%	18.7%	16.6%
顾客下单频率	次数	3.8	4.0	4.0	3.9
	YoY		5.3%	-	-2.5%
总订单	数量 (百万)	715	919	1,078	1,090
	YoY		28.5%	17.3%	12.4%
每单履约费用	金额 (美元)	18.9	18.3	17.7	17.9
	YoY		-3.2%	-3.3%	1.1%

资料来源: SHEIN 招股书, 国信证券经济研究所整理

注: 26Q1 的数值为截至 26Q1 的十二个月, YoY 为同比截至 25Q1 的十二个月

公司收入由自营模式 (1P, 产品收入) 与平台模式 (3P, 服务收入, 2022 年下半年推出) 双轮驱动。1P 产品收入由 2023 年的 312.4 亿美元增至 2025 年的 371.1 亿美元 (2024/2025 年分别+13.2%/+5.0%), 受关税及宏观环境拖累增速显著放缓, 26Q1 为 77.6 亿美元, 较 25Q1 的 77.7 亿美元基本持平 (-0.1%); 3P 服务收入由 2023 年的 8.7 亿美元快速升至 2025 年的 47.4 亿美元 (2024/2025 年分别+291.3%/+39.5%), 26Q1 达 13.0 亿美元 (较 25Q1 的 11.9 亿美元+9.1%), 占净收入比重由 2023 年的 2.7%持续提升至 26Q1 的 14.3%, 成为整体营收扩张的核心驱动力。

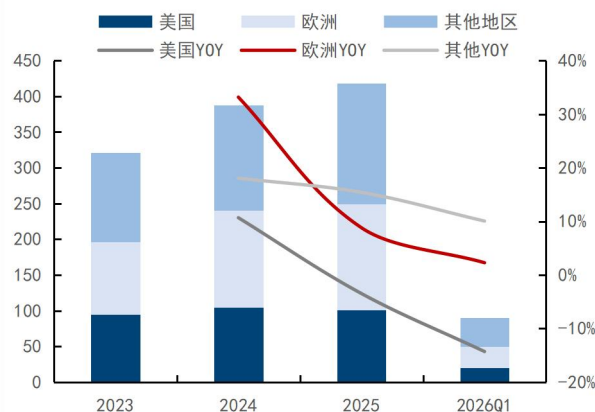
分地区看, 美国市场占比由 2023 年的 29.4%降至 26Q1 的 22.5% (25Q1 为 26.6%), 欧洲占比维持在 31.7%-35.4%区间, 其他地区占比由 38.8%升至 45.4%, 收入结构多元化有效对冲单一市场风险。

图5: 公司业务结构 (亿美元)



资料来源: SHEIN 招股书, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司地区结构 (亿美元)

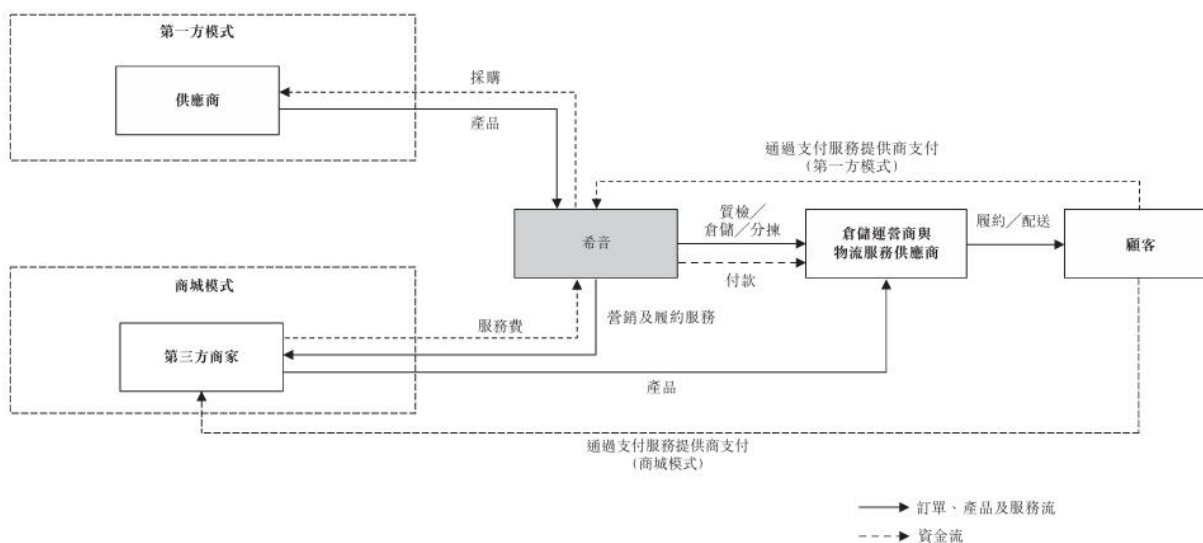


资料来源: SHEIN 招股书, 国信证券经济研究所整理

◆ 核心壁垒: LATR 模式破解"三难困境", 供应链效率优势显著

公司首创"大规模自动化小单快返"(LATR)运营模式, 通过小批量首单(约 100-200 件)测试市场、实时反馈、畅销品最快 5 天内补货, 破解行业"产品丰富度、上新速度、库存管理"难以兼得的三难困境(行业平均库存浪费率高达 30%)。截至 2026 年 3 月 31 日, 公司拥有超过 200 万种服装款式, 26Q1 期间日均上新约 4,700 款; 存货周转天数 2023-2025 年分别为 35/34/36 天(截至 2026 年 3 月 31 日止十二个月为 38 天), 存货减记及陈旧损失仅占各期销售成本的 1%-2%(2025 年约 1.85 亿美元), 未售库存占比保持低个位数, 供应链效率显著优于行业。供应链端, 公司合约制造商由 2023 年约 5,800 家增至 2025 年约 7,500 家, 前五大供应商采购占比仅 16.4%, 分散度高; 2025 年超过 90% 的订单在发货后 10 个工作日内完成配送。此外, SHEIN Xcelerator 品牌赋能计划(2025 年 10 月升级)已赋能全球近 20 个品牌, 参与品牌第二年销售额增加约 15 倍、营业利润率提升超 30 个百分点、存货周转天数减少约三分之二, 该业务营业利润率约为集团整体的 2 倍(目前收入贡献不足 1%)。

图7: SHEIN 运营模式概念图



资料来源: SHEIN 招股书, 国信证券经济研究所整理

◆ **财务分析：毛利率大幅抬升，关税与营销投入压制经营利润率，净利润受优先股公允价值变动负面影响较大**

1. **收入增速放缓：**公司收入由 2023 年的 321.0 亿美元增至 2025 年的 418.5 亿美元（2024/2025 年分别 +20.7%/+8.0%），受关税及宏观环境拖累增速放缓，26Q1 为 90.5 亿美元（同比+1.1%）。
2. **毛利率持续提升：**毛利率由 2023 年的 60.2%升至 2025 年的 67.9%；26Q1 毛利率达 70.4%，较 25Q1 的 62.7%大幅提升 7.7 个百分点，主因不产生销售成本的 3P 平台模式占比提升、定价策略调整及成本优化措施，叠加汇率波动有利影响。
3. **经营利润率波动中承压：**2023-2025 年经营利润率分别为 4.3%/2.5%/4.1%，2024 年下滑主因履约费率上升及低毛利新品类（家居生活）扩张，2025 年回升得益于毛利率大幅改善；26Q1 经营利润率为 2.9%，较 25Q1 的 3.9%下降 1.0 个百分点，主因美国关税激增推高履约成本以及营销投入大幅扩张。
4. **拆分费用端看：**①履约费用率由 2023 年的 42.1%升至 2025 年的 45.6%，26Q1 达 47.7%（25Q1 为 42.8%），主因美国关税及海关成本计入履约费用，且 3P 模式仅按部分售价确认收入、拉低单均净收入，变相推高费用率；②营销费用率由 2023 年的 10.8%升至 2025 年的 14.8%，26Q1 达 15.8%（25Q1 为 12.2%），广告费由 2024 年的 39.8 亿美元增至 2025 年的 50.1 亿美元（26Q1 为 11.0 亿美元，较 25Q1 的 9.4 亿美元+17.2%），公司加大投放以提升客户参与度；③技术及内容费用、一般及行政费用保持平稳，26Q1 占净收入比例分别为 2.7%和 1.3%。
5. **净利润受优先股公允价值变动负面影响较大：**报表净利润 2023-2025 年分别为 27.9 亿/33.7 亿/20.6 亿美元（净利率 8.7%/8.7%/4.9%），26Q1 为净亏损 1.0 亿美元（25Q1 为净利润 4.0 亿美元，净利率 4.4%）。其中可转换可赎回优先股公允价值变动为非现金账面损益（2023/2024/2025 年分别为+12.3 亿/+24.3 亿/+3.3 亿美元，25Q1 为零，26Q1 为-3.3 亿美元，因 2026 年 3 月修改优先股条款）。剔除该项影响看，公司主业盈利能力实质稳健：2025 年剔除优先股公允价值变动后的净利润为 17.4 亿美元，同比+85.9%，净利率为 4.1%（同比+1.7pct）；26Q1 剔除后净利润为 2.3 亿美元（25Q1 为 3.95 亿美元），同比下滑主要反映关税与营销投入的阶段性压制，而非商业模式恶化。此外公司现金储备充裕，截至 2026 年 3 月 31 日现金资源总额达 148.3 亿美元，2025 年经营活动现金净额 28.4 亿美元。

图8: SHEIN 关键财务/业务指标一图 (百万美元)

单位: 百万美元		FY2023	FY2024	FY2025	FY2026Q1	备注
类型	项目	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2026/3/31	
总收入	金额	32,103	38,748	41,847	9,052	如无特别说明, 26Q1均为单季度数据, YoY代表与2025Q1同比数据
	YoY	41.1%	20.7%	8.0%	1.1%	
分类型收入						
产品	金额	31,235	35,351	37,107	7,757	
	YoY		13.2%	5.0%	-0.1%	
服务	金额	868	3,397	4,740	1,295	
	YoY		291.4%	39.5%	9.1%	
分地区收入						
美国	金额	9,454	10,464	10,101	2,040	
	YoY		10.7%	-3.5%	-14.3%	
欧洲	金额	10,214	13,603	14,802	2,908	
	YoY		33.2%	8.8%	2.3%	
其他地区	金额	12,435	14,681	16,944	4,104	
	YoY		18.1%	15.4%	10.1%	
分品类收入						
服装	金额	22,080	25,068	26,707	5,562	
	YoY		13.5%	6.5%	0.3%	
其他	金额	10,023	13,680	15,140	3,490	
	YoY		36.5%	10.7%	2.5%	
费用						
销售成本	金额	12,777	15,249	13,433	2,679	
	比率	39.8%	39.4%	32.1%	29.6%	
履约费用	YoY		19.3%	-11.9%	-19.8%	
	金额	13,501	16,847	19,072	4,322	
营销费用	比率	42.1%	43.5%	45.6%	47.7%	
	YoY		24.8%	13.2%	12.8%	
营销费用	金额	3,453	4,159	6,191	1,430	
	比率	10.8%	10.7%	14.8%	15.8%	
技术及内容费用	YoY		20.4%	48.9%	31.4%	
	金额	668	849	896	241	
一般及行政费用	比率	2.1%	2.2%	2.1%	2.7%	
	YoY		27.1%	5.5%	9.5%	
一般及行政费用	金额	328	678	548	122	
	比率	1.0%	1.7%	1.3%	1.3%	
利润与利润率	YoY		106.7%	-19.2%	-3.2%	
	毛利					
毛利	金额	19,326	23,499	28,414	6,373	
	毛利率	60.2%	60.6%	67.9%	70.4%	
经营利润	YoY		21.6%	20.9%	13.5%	
	金额	1,376	966	1,707	258	
经营利润	经营利润率	4.3%	2.5%	4.1%	2.9%	
	YoY		-29.8%	76.7%	-25.9%	
净利润	金额	2,789	3,365	2,064	-99	
	净利率	8.7%	8.7%	4.9%	-1.1%	
净利润	YoY		20.7%	-38.7%	-125.1%	
	其他					
经营活动现金流净额	金额	1,757	1,405	2,838	392	26Q1为季度环比增速
	存货	金额	1,637	1,500	1,261	
存货	YoY		-8.4%	-15.9%	9.8%	
	存货周转天数	天数	35	34	36	38
应收账款周转天数	天数	12	12	12	13	
	应付账款周转天数	天数	33	32	34	34

资料来源: SHEIN 招股书, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示:

国际贸易政策及关税变化; 海外消费需求不及预期; 行业竞争加剧; 汇率波动; 供应链管理及产品质量风险。

相关研究报告：

- 《纺织服装 7 月投资策略-6 月服装社零同增 4%，越南纺织出口同比转正》 ——2026-07-17
- 《纺织服装 2026 中报前瞻暨中期策略-拨开叙事迷雾，捕捉价值拐点》 ——2026-07-15
- 《纺织服装海外跟踪系列七十五-耐克 FY2026 关税返还带动利润端改善，毛利率修复有望提前至 FY27Q1》
——2026-07-02
- 《纺服行业 2026 年 618 大促点评-细分运动户外和轻奢本土品牌排名跃升，高端消费延续高景气》 ——
2026-06-24
- 《纺织服装 6 月投资策略-服装社零增长凸显韧性，纺织原料价格回落》 ——2026-06-20

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032