

跨境电商系列专题六

柔性供应链出海样本，从SHEIN看中国跨境电商的远洋叙事

行业研究 · 深度报告

商贸零售 · 跨境电商

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090004

- 【 01 】 SHEIN公司概况：全球快时尚电商龙头
- 【 02 】 行业：全球时尚品类体量可观，电商渗透率仍有空间
- 【 03 】 柔性供应链打造核心竞争力，数字化库存管理提升效率
- 【 04 】 社媒广告+内容营销打通公私域，持续完善物流网络及退货管理
- 【 05 】 未来发展方向及投资建议

- **SHEIN（希音）公司概况：全球快时尚品类电商龙头。**成立于2012年，以自有APP或网站主营服饰等品类的全球电商零售业务，覆盖全球160个市场和2.8亿活跃用户，2025年净收入418亿美元。以服装为核心经营品类（占比超60%），同时包括鞋履、配饰、美妆及家居生活等。区域上，2025年欧洲收入占比35.4%，美国占比24.1%，全球其他地区占比40.5%。
- **行业分析：全球时尚品类电商渗透率仍有提升空间。**据灼识咨询数据，全球时尚行业规模2030年有望达2.05万亿美元，增长稳健。同时线上占比35%，海外国家市场渗透率仍有较大提升空间，而目前SHEIN已成为全球服饰鞋履第一大垂类电商平台。同时在当前海外关贸政策多变趋势下，虽然短期对部分平台带来一定经营扰动，但中长期头部平台凭借已经建立的市场认知，多元化的品类和区域布局，仍有望持续增长。
- **企业竞争范本：柔性供应链打造核心竞争力，数字化库存管理提升效率。**面对时尚品类需求短周期、SKU碎片化、退货率高等特点，SHEIN领先打造大规模自动化小单快返（LATR）的运营模式，实现端到端智能供应链管理体系，包括全自动的订单分配、生产优化、流程监控等。且该模式的大规模返单可实现最快5天补货，2026年1-3月平均每天上新的服装款式达到4700个。
- **未来发展方向：以流量及供应链优势为支点，构建合作伙伴生态+扩充品牌矩阵。**一方面，SHEIN凭借2.8亿的活跃用户群体，在主品牌外，推出了中高端女装品牌、运动品牌、美妆品牌等，满足多元化客户需求。另一方面，也积极引入第三方卖家的商城模式，平台化布局已为公司贡献了近半的GMV以及对应的11%左右收入。此外，欧美市场以外，公司也在中东、东南亚、拉美等新兴市场加码布局，打开远期增长空间。
- **投资建议：跨境出口电商通过匹配国内优质供应链与全球消费市场需求，为国内品牌与平台发展提供了长期增长空间。**而在出海品牌化大趋势及海内外跨境电商监管趋严下，头部企业将拥有更高的经营效率和品牌溢价优势。预计未来随着SHEIN（希音）上市，也将进一步提升跨境电商板块的市场关注度。我们继续推荐全球布局深厚、品牌认知度较高，且持续保持拓品布局的消费电子出海龙头**安克创新**；主营服饰跨境电商，积极推进品类聚焦优化、渠道多元化扩张的头部跨境电商企业**赛维时代**；以及海外占比进一步提升，渠道红利及产品质价比优势较高，并创新布局AI NARS产品的消费电子出海品牌**绿联科技**等。
- **风险提示：全球贸易环境恶化；行业竞争环境恶化；价格战影响企业利润；企业海外仓库存管理不善等。**

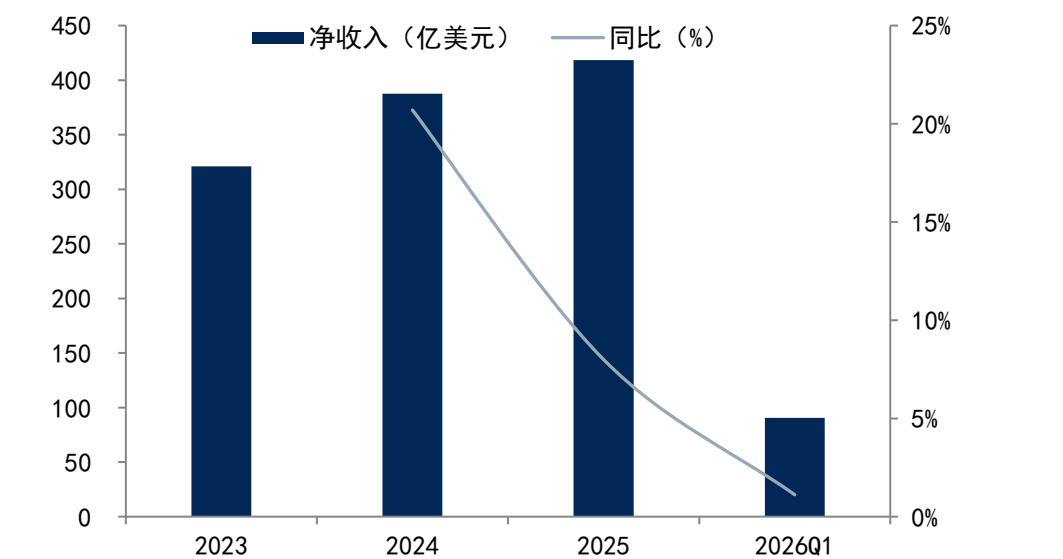
一、SHEIN公司概况：全球快时尚 电商龙头

SHEIN公司概况：全球快时尚品类电商龙头



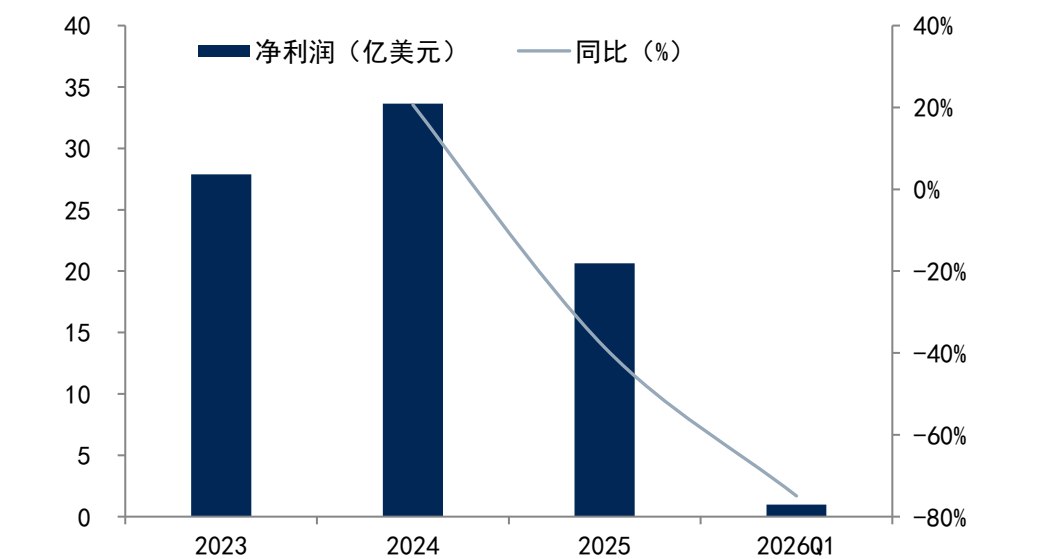
- SHEIN（希音）成立于2012年，是一家全球在线时尚和生活方式公司，通过自有APP和网站进行线上销售，覆盖全球160个市场和2.8亿活跃用户。其2025年净收入418亿美元，以服装为核心经营品类（占比超60%），同时包括鞋履、配饰、美妆及家居生活等。当前公司全球总部位于新加坡，而业务与供应链核心位于中国。
- 近年业绩情况看，1) 净收入：2025年实现418亿美元，2023-2025年复合增速14.2%，在国际关税政策多变背景下，表现较为稳健。最新2026年一季度净收入同比增长1.1%至91亿美元，增速放缓主要系美国关税变化带来该市场净收入同比下降14.3%的影响。2) 净利润：2025年20.64亿美元，2023-2025年复合增速-13.97%。最新2026年一季度净利润亏损9900万美元，主因公司估值变动导致可转换可赎回优先股的公允价值亏损3.28亿美元影响。

图1：SHEIN公司净收入变化（亿美元、%）



资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

图2：SHEIN公司净利润变化（亿美元、%）

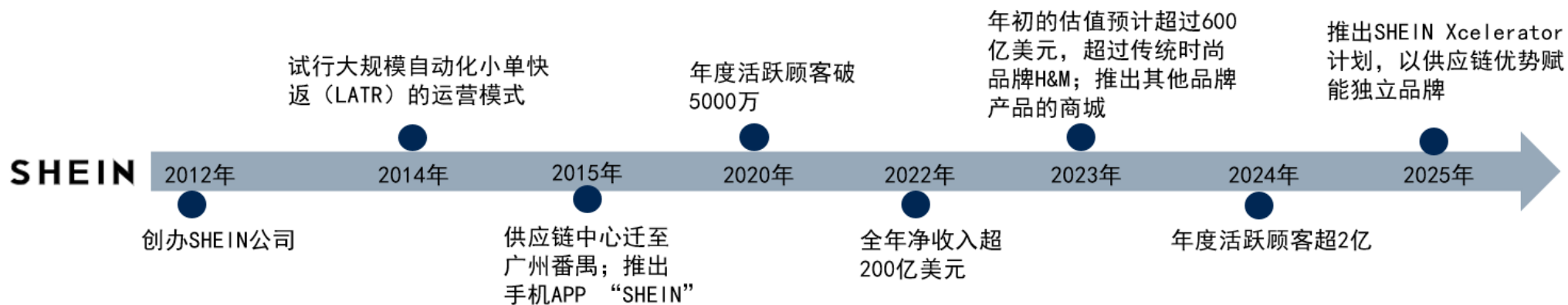


资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

SHEIN公司历史沿革：从跨境婚纱到全球快时尚平台

- 2008-2013年的探索创立阶段，确认以跨境女装为核心业务：公司创始人许仰天大学毕业后，2008年创业成立南京点唯公司，开始初步探索跨境电商销售业务。至2012年正式创办SHEIN公司，并在2013年推出品牌“SHEIN”，聚焦高复购的跨境线上女装业务。
- 2014-2016年的供应链奠基阶段：2014年，公司开始试行大规模自动化小单快返（LATR）的运营模式，并于2015年确立以广州番禺为供应链中心，充分利用本地的服装产业链优势，整合中小服装厂资源。同年推出手机APP“SHEIN”。
- 2017-2022年的高速增长阶段：随着公司的供应商体系与“小单快返”模式逐步成熟，以及海外营销打法持续见效，公司整体业绩呈现快速增长趋势。公司2022年净收入超过200亿美元，2023年估值达到640亿美元，超过传统时尚品牌H&M。
- 2023年至今多方影响因素下的转型、调整阶段：随着Temu等竞争对手入局，以及后续关税政策调整等影响，公司业绩增速放缓。调整举措包括扩大服装以外品类、推出商城业务、探索赋能个人设计师计划、以及推出子品牌网站等。

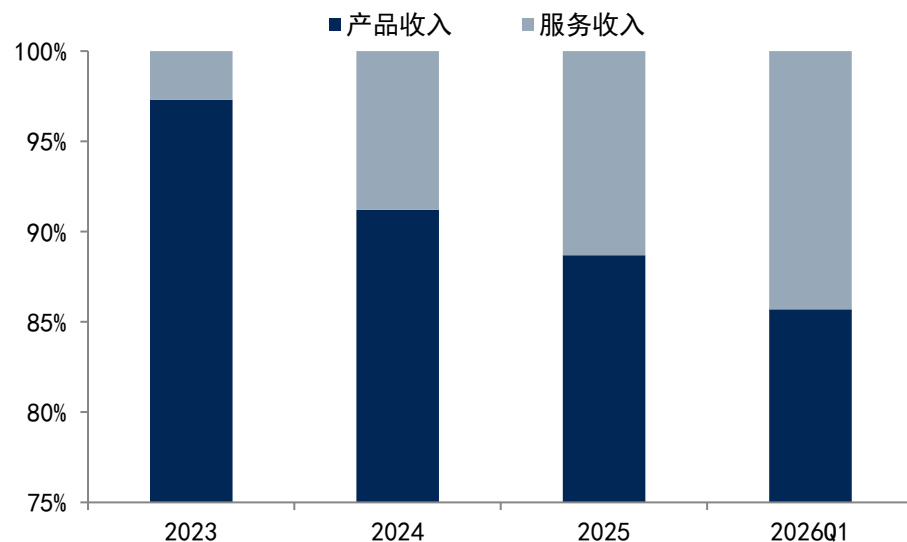
图3：SHEIN公司历史沿革



SHEIN营收结构分拆：区域及品类日益多元化

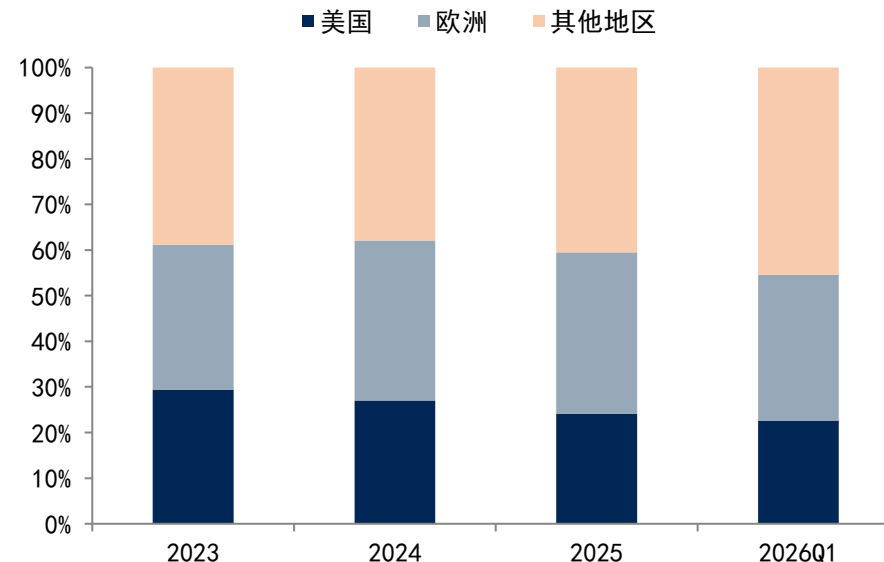
- **营收分业务模式：**公司以自营模式的产品收入为主，2023-2025年收入占比分别为97.3%/91.2%/88.7%。公司2022年下半年推出商城业务，以佣金模式确认收入，因此相应的第三方服务收入占比从2023年的2.7%提升至2025年的11.3%。
- **营收分区域结构：**美国市场2023-2025年收入占比分别为29.4%/27%/24.1%，在关税等外部压力下呈现逐步下降趋势。欧洲市场2023-2025年收入占比分别为31.8%/35.1%/35.4%，呈现逐步提升趋势。不过欧盟今年7月1日起亦取消了小额包裹的150欧元关税豁免政策，可能对该区域收入造成一定影响。其他市场2023-2025年收入占比分别为38.8%/37.9%/40.5%，其中拉美、中东、日韩等市场占比较高。
- **营收分品类结构：**服装品类2023-2025年收入占比分别为68.8%/64.7%/63.8%，其他品类包括鞋履、配饰、美妆及家居生活等。

图4：SHEIN公司营业收入分业务模式占比（%）



资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

图5：SHEIN公司营业收入分区域占比（%）



资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

SHEIN主要经营指标：供应链强化降履约费用，活跃顾客持续增加

国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 首先是活跃用户数方面，公司2023-2025年活跃顾客数分别为1.86/2.3/2.73亿，2026年一季度为2.81亿，整体呈现稳步提升趋势。年度顾客下单频次稳定在3.8-4次，整体客户粘性较好。
- 总订单量方面，2023-2025年数据分别为7.15/9.19/10.78亿单，整体持续增加。以净收入/总订单量口径计算，2023-2025年平均每单价格分别为44.9/42.16/38.82美元。
- 每单履约费用方面，2023-2025年数据分别为18.9/18.3/17.7美元，受益于公司供应链环节的仓库自动化和流程标准化加强，以及配送线路优化和营运效率提升。而截至2026年3月31日的十二个月数据为17.9美元，环比有所提升，主要系关税政策变化影响。履约费用是跨境电商企业主要的费用环节，包括相关的员工工资奖金、仓库租金费、运输费用及包装费用等。

表1：SHEIN公司相关经营数据

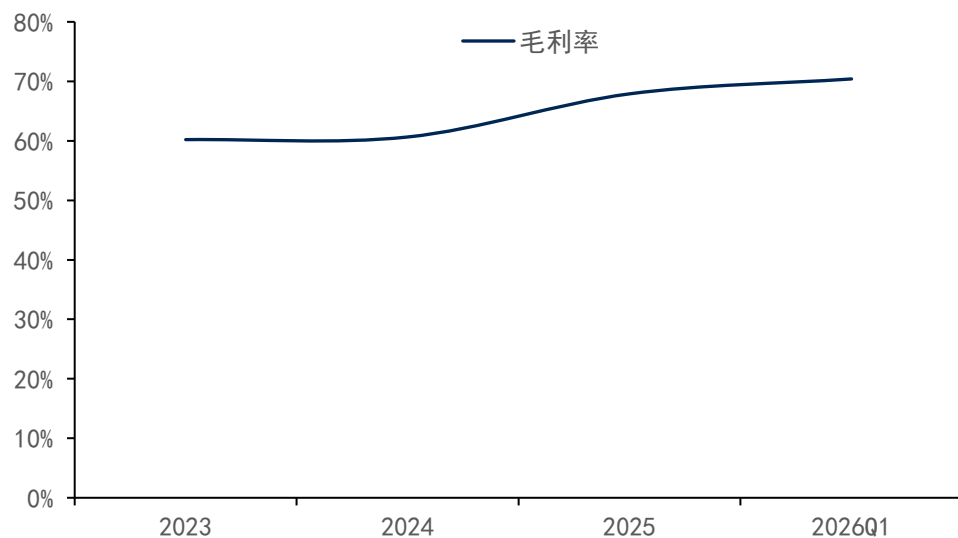
	2023	2024	2025	截至2026年Q1的十二个月
活跃顾客数（百万）	186	230	273	281
顾客年下单频次	3.8	4	4	3.9
总订单量（百万）	715	919	1078	1090
每单履约费用（美元）	18.9	18.3	17.7	17.9

资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

SHEIN主要财务数据：毛利率维持较高水平，业务结构影响费用

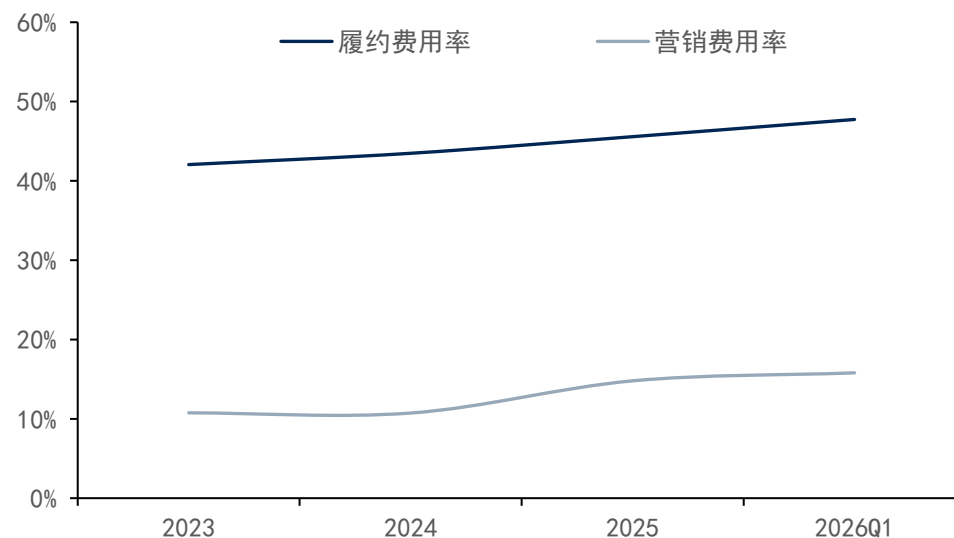
- 毛利率稳步提升，维持较高水平，2023-2025年分别为60.2%/60.65%/67.9%，2026年一季度为70.4%。主要受益于毛利较高的第三方服务收入占比提升以及定价策略调整。
- 履约费用受业务结构变化影响而有所提升，2023-2025年占整体收入的比重分别为42.06%/43.48%/45.58%，2026年一季度为47.75%。主要系服务收入中履约费用占比较高影响。
- 主动提升品牌知名度及客户粘性，带来营销费用率增加。公司2023-2025年营销费用占整体收入的比重分别为10.76%/10.73%/14.79%，2026年一季度为15.8%。主要系公司加大营销投入以提高客户参与度影响。

图6：SHEIN公司毛利率变化（%）



资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

图7：SHEIN公司履约及营销费用率变化（%）



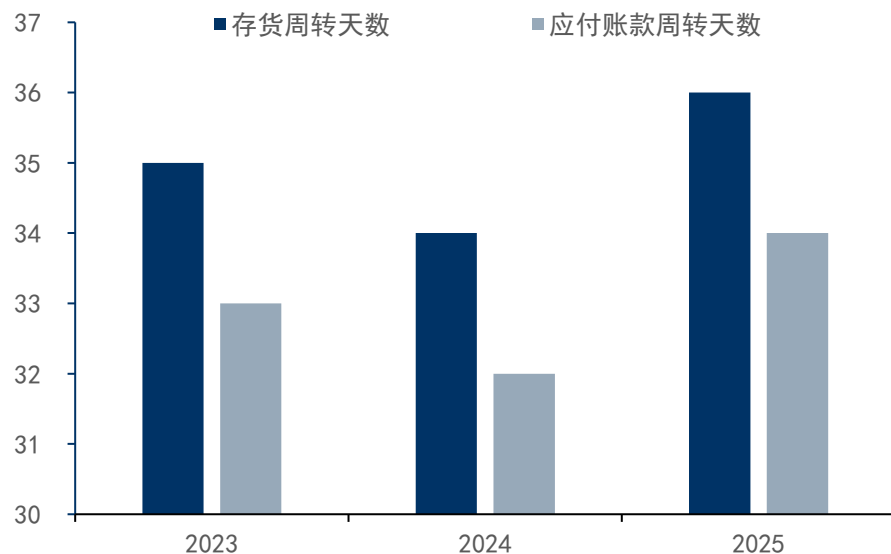
资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

SHEIN主要财务数据：存货周转维持稳定，经营现金流良好



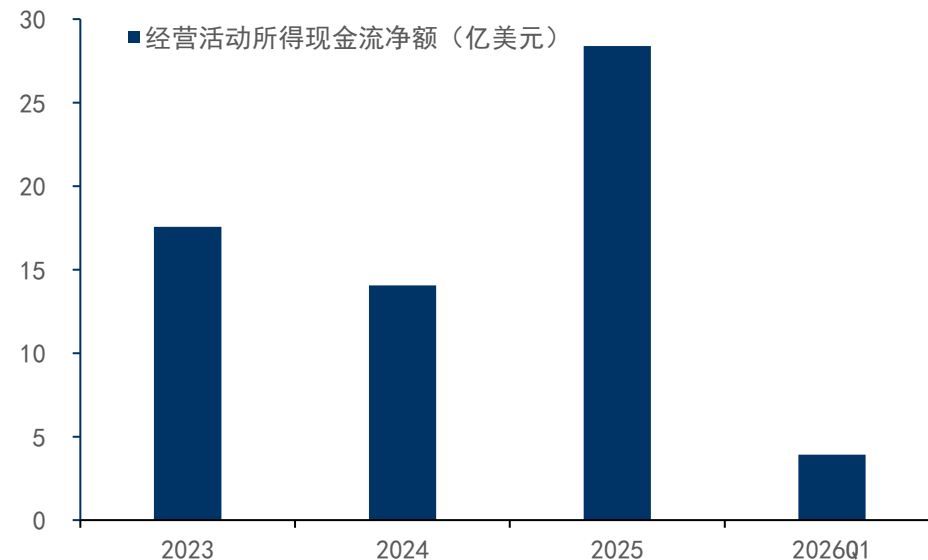
- 公司以小单快返（LATR）的运营模式为特色，整体存货周转效率较高。2023-2025年存货周转天数分别为35/34/36天，保持较为稳定水平，且超过95%的存货账龄在12个月以内。此外，公司应付账款周转天数同样保持稳定，2023-2025年分别为33/32/34天，账龄主要集中在3个月以内。
- 现金流方面，公司2025年实现经营性现金流净额28.38亿美元，同比增长102%，高于同期所得税前利润的25.14亿美元，整体表现较好。2026年一季度经营性现金流净额3.92亿美元，同期所得税前亏损2000万美元。

图8：SHEIN公司存货及应付账款周转天数（天）



资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

图9：SHEIN公司经营性现金流净额（亿美元）



资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

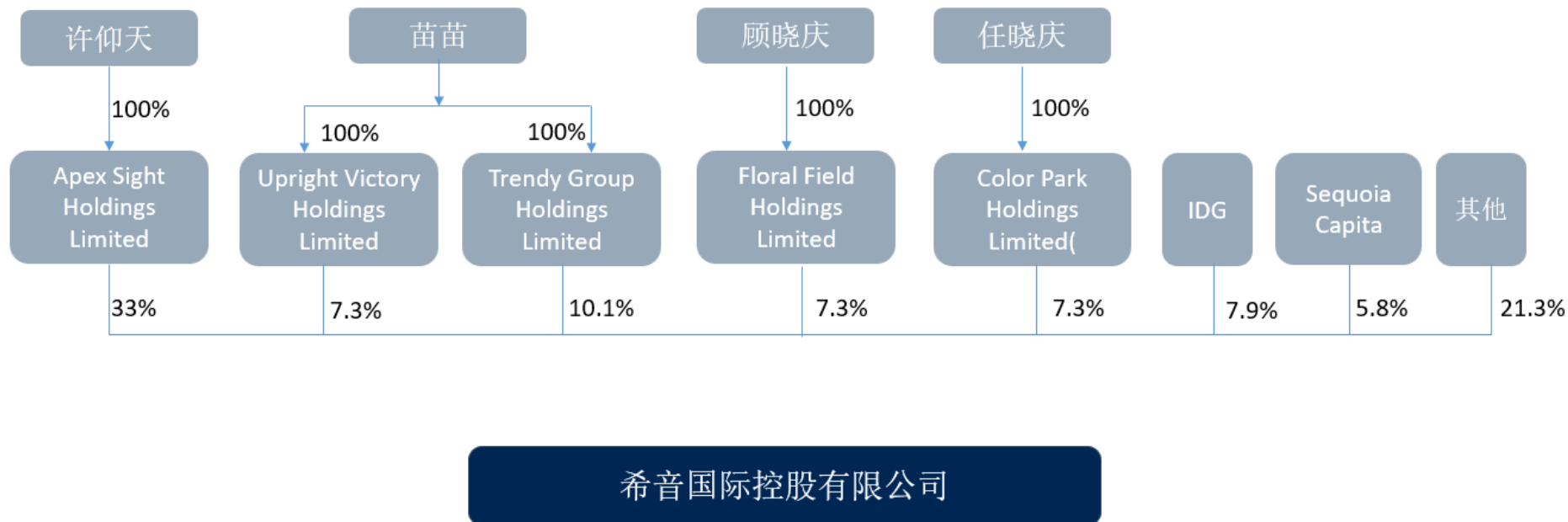
SHEIN股权结构及管理层：创始人持股比例高，管理层外贸经验丰富



国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 紧接公司IPO前，创始人许仰天通过家族信托模式持有公司33%股份，为公司控股股东。联合创始人苗苗、顾晓庆、任晓庆分别持有公司17.4%/7.3%/7.3%股份。此外，投资机构IDG持股7.9%，投资基金Sequoia Capital持股5.8%。
- 四位联合创始人曾一同在一家给出口企业提供SEM（搜索引擎整合营销）服务的公司工作，后持续深耕跨境电商行业，整体经验丰富。目前许仰天任董事会主席、执行董事兼首席执行官。苗苗任执行董事、首席运营官。顾晓庆任执行董事、首席产品官。任晓庆任执行董事、首席供应链官。此外，首席财务官为杜镭，其曾在eBay与PayPal等知名跨境产业链企业任职首席财务官。首席技术官为许浩，获南京农业大学计算机科学与技术学士学位。

图10：SHEIN公司IPO前股权结构



资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

SHEIN上市募资用途：进一步强化技术基础设施及提升运营能力



- 按照公司的发展战略规划，其上市募资的具体用途包括：
- 1、提升技术能力：1) 加强和升级技术基础设施，尤其是采购云服务和服务端服务。2) 继续开发和完善专有技术，以提高业务运营水平。3) 计划未来36个月全球招聘1500-2000名新的全职技术人员。
- 2、提高品牌知名度和增强全球布局：1) 投资全面多渠道的营销活动；2) 增加对品牌营销计划的投资；3) 全球范围招聘、留住和培训优秀专业营销人才。
- 3、加强企业责任，包括完善供应商责任标准、实施供应商培训和赋能计划、采用优先材料和创新生产技术，减少资源浪费等。

表2：SHEIN上市募资计划用途	
用途计划	具体内容
提升技术能力	加强和升级技术基础设施，尤其是采购云服务和服务端服务
	继续开发和完善专有技术，以提高业务运营水平
	计划未来36个月全球招聘1500-2000名新的全职技术人员
提高品牌知名度和增强全球布局	投资全面多渠道营销活动，尤其是线上平台宣传
	增加对品牌营销计划的投资
	全球范围招聘、留住和培训优秀专业营销人才
加强企业责任	加强供应链管理，并确保遵守各司法管辖区不断变化的与可持续发展和企业责任相关的法规
	推动其他企业责任举措和创新
一般企业用途	

资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

SHEIN历史估值回顾



- 公司确立服装跨境电商主业后，整体业绩增长较快，已成为全球服饰鞋履的第一大垂类电商平台，上市前在一级市场亦较受关注，共经历七轮融资，合计募资约40亿美元。我们对其一级市场历史融资的估值进行回顾，以对上市做一定参考。
- A轮融资是2015年2月17日，943.4万股总对价募500万美元，投前估值5300万美元。B轮融资是1.69亿人民币，投前估值11亿元人民币。C轮估值融资2.43亿美元，投前估值提升到24亿美元。至2023年的D+轮融资，公司投前估值为640亿美元。

表3：SHEIN上市前融资历程

轮次	投资协议时间	结算日期	投前估值	募集金额
A轮	2014年9月16日	2015年2月17日	5300万美元	500万美元
B轮	2016年4月28日	2018年6月28日至2020年8月17日	11亿人民币	1.69亿人民币
C轮	2018年6月28日及2018年7月5日	2018年6月28日至2019年3月29日	24亿美元	2.43亿美元
C+轮	2020年3月26日	2020年3月26日	50亿美元	2440万美元
Pre-D轮	2022年1月15日	2022年3月4日	605亿美元	不适用
D轮	2022年2月11日至2022年3月31日	2022年3月4日及2022年4月11日	982亿美元	18亿美元
D+轮	2023年4月6日至2023年12月19日	2023年5月10日及2023年12月21日	640亿美元	17亿美元

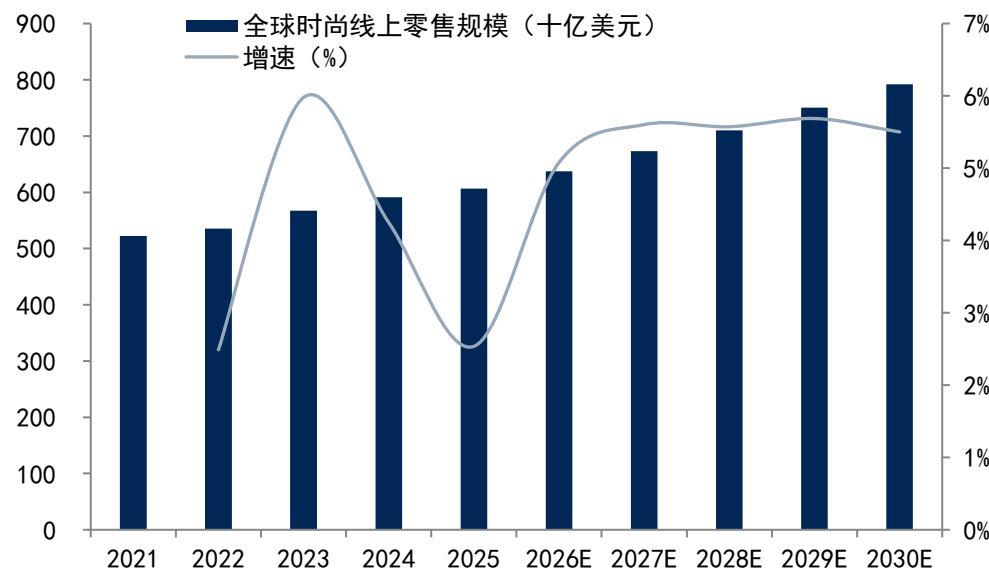
资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

二、行业概况：全球时尚品类体量可观，电商渗透率仍有空间

全球时尚品类体量可观，未来保持稳健增长趋势

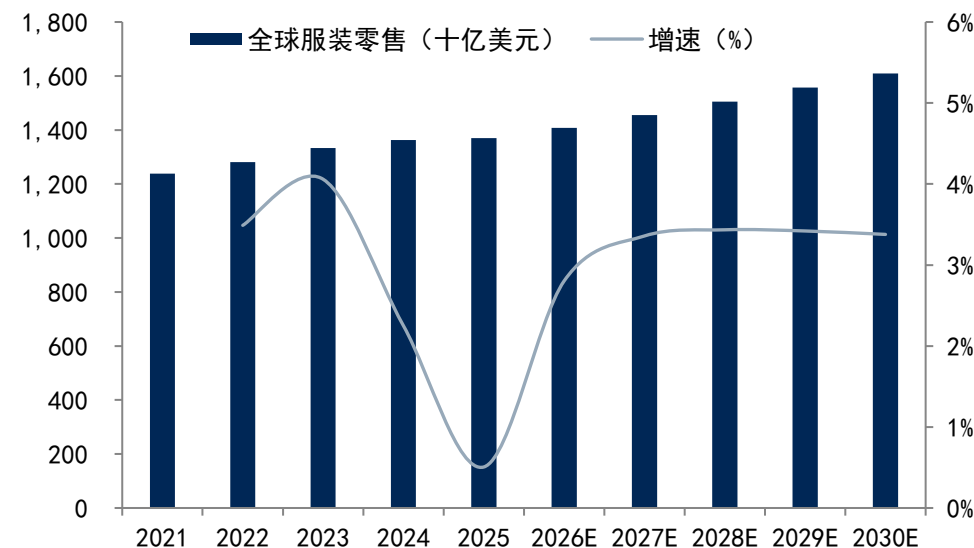
- 据灼识咨询数据（援引自SHEIN招股书），2025年全球时尚行业规模达到1.7万亿美元，预计未来以3.4%的复合增速增加至2030年的2.05万亿美元，整体体量规模大且稳健增长。
- 分品类看，服装类目2025年零售规模1.37万亿美元，占整体时尚行业的比重为79%，2025-2030年复合增速3.4%。鞋类2025年零售规模3670亿美元，占比21%，2025-2030年复合增速3.4%
- 分渠道来看，其中线上渠道凭借产品丰富、价格广泛、便捷高效等优势而增速表现更快。2025年全球时尚品类线上零售规模6064亿美元，占整体时尚行业的比重为35%，2025-2030年复合增速5.5%，快于整体行业增速。

图11：全球时尚行业线上零售规模及增速（十亿美元、%）



资料来源：灼识咨询数据（援引自）希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

图12：全球服装类目零售规模及增速（十亿美元、%）



资料来源：灼识咨询数据（援引自）希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

跨境电商模式快速发展，全球电商渗透率仍有空间

- 跨境电商模式指通过跨境电商交易平台达成并完成交易，凭借减少流动环节、降低国际贸易门槛及供应链效率高的优势而得到快速发展。据海关总署统计，2025年我国跨境电商出口规模2.27万亿元，同比增长5.4%，占货物贸易出口总值的8.4%，2020年-2025年复合增速15.18%。
- 未来行业驱动因素看，我们统计全球主要国家的电商渗透率看，对标中美市场而言，仍有较大提升空间，为行业发展提供增量渠道机遇。据欧睿数据，2025年中国/美国电商零售规模占零售总规模（不含销售税）的比重分别为37%/30%，而相比而言，欧洲国家、日本、沙特等消费力较强的区域仍有较大渗透率空间。另一方面，供给端国内发达成熟的制造业体系，为高质价比产品输出提供了保障。

表4：部分国家2020-2025年电商渗透率数据（%）

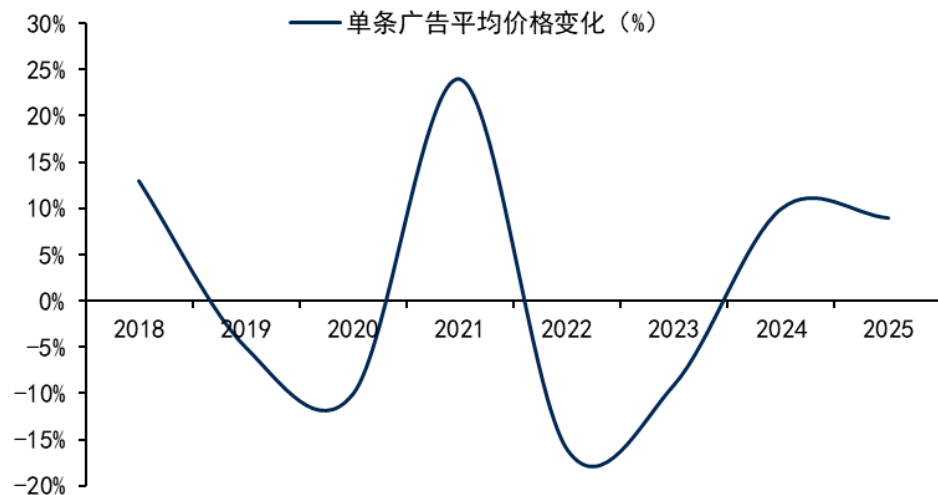
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中国	26.95%	27.42%	31.52%	32.97%	35.17%	37.02%
美国	24.75%	25.57%	26.29%	27.51%	28.84%	29.82%
泰国	12.48%	19.63%	22.83%	24.15%	25.46%	27.24%
巴西	13.30%	17.91%	17.92%	18.42%	21.00%	23.23%
澳大利亚	15.05%	17.97%	18.07%	17.71%	19.11%	20.35%
德国	14.46%	16.63%	15.48%	15.12%	15.47%	15.80%
日本	13.88%	14.53%	15.03%	15.03%	15.05%	15.20%
马来西亚	10.34%	12.15%	11.22%	11.76%	12.71%	13.83%
西班牙	9.74%	10.71%	11.26%	11.87%	12.79%	13.78%
法国	11.32%	11.80%	10.76%	10.45%	10.89%	11.29%
沙特	6.44%	6.95%	7.56%	8.77%	10.40%	11.17%

资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理 注：计算方式为电商零售规模占零售总规模（不含销售税）

竞争格局：跨境电商整体监管趋严，龙头企业优势凸显

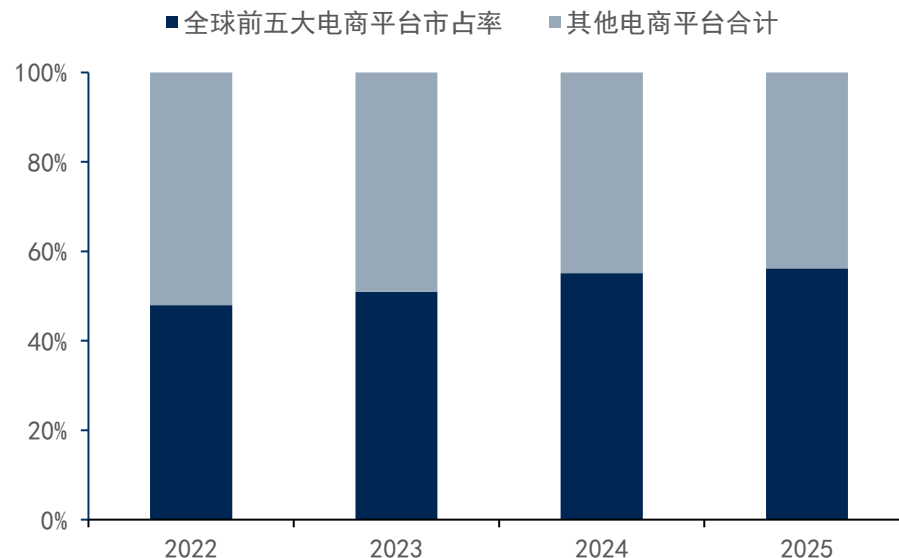
- 无论是对于跨境电商平台还是商家而言，我们认为在品牌化大趋势及跨境电商监管趋严下，行业集中度有望逐步提升：
- 一是流量成本进一步上升。从Meta的广告投放费用看，该平台每则广告的平均价格近年来整体呈现上涨趋势。意味着早期独立站流量红利逐步弱化，因此早期布局的龙头企业凭借已有的品牌认知和客户忠诚度有望实现更低的经营成本，夯实竞争优势。
- 二是外部目的地国政策及地缘政治变化，对企业抗风险能力要求提升。龙头企业拥有更高的经营效率和品牌溢价优势，为企业抵御风险的毛利空间低于费用端的不确定性；且相关企业全球化经营能力优异，如SHEIN已形成全球化布局，欧美以外市场2023-2025年收入占比分别为38.8%/37.9%/40.5%，呈现逐步提升趋势。
- 最终来看，全球电商平台的集中度正日益提升，ECDB数据显示，CR5从2022年的48%提升至2025年的56%。

图13：Meta公司单条广告平均价格变化（%）



资料来源：Meta财报、国信证券经济研究所整理

图14：全球电商平台市占率变化（%）



资料来源：ECDB、国信证券经济研究所整理

竞争格局：综合性龙头以亚马逊领先，中国跨境电商平台多元化



- SHEIN作为跨境电商电商平台，当前品类逐步多元化，其次从1P的自营模式拓展至3P的商城模式。因此从业务模式角度，其主要同业竞争对手，包括了传统海外电商龙头平台，如全球电商龙头亚马逊，可作为其未来发展路径和空间参照。也包括了其他近年高速发展的中国出海电商平台，包括拼多多旗下的Temu、阿里速卖通以及TikTok Shop，其产品供应链布局较为重合。
- 以GMV数据看，据ECDB统计，亚马逊2025年全球GMV达到8474亿美元，在综合性电商排名全球第一。其中2024年的鞋服GMV超过670亿美元，预计2025年达到720亿美元（富国银行预测）。而SHEIN 2025年整体GMV848亿美元，为亚马逊的1/10左右。
- 对比国内出海电商平台而言，据ECDB统计，Temu 2025年GMV约925亿美元，AliExpress 2025年GMV约765亿美元。Momentum Works预计TikTok Shop 2025年GMV为643亿美元。就区域分布而言，几大跨境电商平台各有千秋。TikTok Shop东南亚市场占总GMV的比重达到71%。AliExpress美国贡献16%左右的GMV，Temu美国贡献24%左右的GMV。

表5: SHEIN与主要跨境电商平台对比

平台	2025年GMV（亿美元）	第一大品类占比	美国市场占比	1P模式占比	3P模式占比	访问到下单转化率
Amazon	8473.5	电子品类，38%	51%	34%	66%	3%-3.5%
Temu	925.14	时尚品类，41%	24%	0%	100%	2.5%-3%
Shein	847.7	时尚品类，78%	29%	77%	23%	2.5%-3%
AliExpress	765	电子产品，25%	16%	0%	100%	2%-2.5%
TikTok Shop	643	美容及个护	23.50%			3.2%-4.7%

资料来源：ECDB、Momentum Works、国信证券经济研究所整理

竞争格局：快时尚企业加大电商布局，SHEIN优势仍较为明显



- Shein同时也以服饰配饰品类为主，因此从品类角度的同行业竞争对手则还包括传统快时尚服装企业，如H&M、优衣库、Zara等，相关企业虽然以线下渠道为主，但近年来亦积极推动全渠道销售。
- H&M集团截至2025年11月财年净销售额2283亿瑞典克朗，其中在线收入685亿瑞典克朗（约65亿美元），占比30%。Zara母公司Inditex集团截至2026年1月财年销售额399亿欧元，其中在线销售额107亿欧元（约120美元），占比26.82%。优衣库截至2025年8月财年收入2.9万亿日元，其中电子商务约占比15%（约26亿美元）。
- 整体而言，Shein电商体量领先较为明显，且作为电商平台而言，本身的运营经验更为丰富，优势较为明显。以及在服装重要的供应链环节做到了高效的小单快反，同时具备产品丰富度、上新效率和价格优势，这一点在后文也会详细进行分析。

表6：SHEIN与主要服装企业的销售额及电商数据对比

企业	最新财年净销售额（亿美元）	电商销售规模（亿美元）
Shein	418.47	418.47
Zara母公司	约460	约120
H&M	约230	约65
优衣库	约200	约26

资料来源：各公司财报、国信证券经济研究所整理 注：Shein为2025年数据，Zara母公司为截至2026年1月财年，H&M为截至2025年11月财年，优衣库为截至2025年8月财年

政策变化：关税扰动行业发展，企业多举措降低影响

- 跨境电商作为全球贸易的一部分，难以避免会受到贸易政策、关税变动等事件影响。其中SHEIN大多数商品采取跨境直邮的模式，与各国小额包裹跨境免税政策调整较为关联。如美国2025年取消了800美金以下跨境包裹免税政策，以及其他关税征收，带来企业关税成本增加。因此SHEIN当期也提高了产品定价进行成本转嫁，短期来看，2025年美国市场受到影响出现收入下滑。
- 此外，欧盟今年7月1日起，取消了对小额跨境包裹150欧元的关税豁免，并拟对每类商品初步征收3欧元的定额关税。SHEIN亦进行了一定的产品提价应对，参照美国市场情况，不排除下半年对短期收入造成影响。
- 但总体而言，关税风险在国际贸易中难以避免，核心考验企业的产品定价能力、品牌粘性和全球化布局能力等，以降低长期风险影响。1) 价格维度，依托中国优质且高效的供应链，SHEIN产品提价后依旧具有较强的性价比，其基础服装和T恤产品价格多在5-15美元，低于H&M的10-25美元，Zara的15-35美元等。2) SHEIN年度顾客下单频次稳定在3.8-4次，整体客户粘性较好。3) 积极进行全球化布局，把握新兴目的地市场增长机遇等。

图15：SHEIN部分在售商品价格



资料来源：shein、国信证券经济研究所整理

三、柔性供应链打造核心竞争力， 供应商体系旨在合作共赢

跨境电商产业链及品类特点：时尚品类以上新效率及高周转为核心

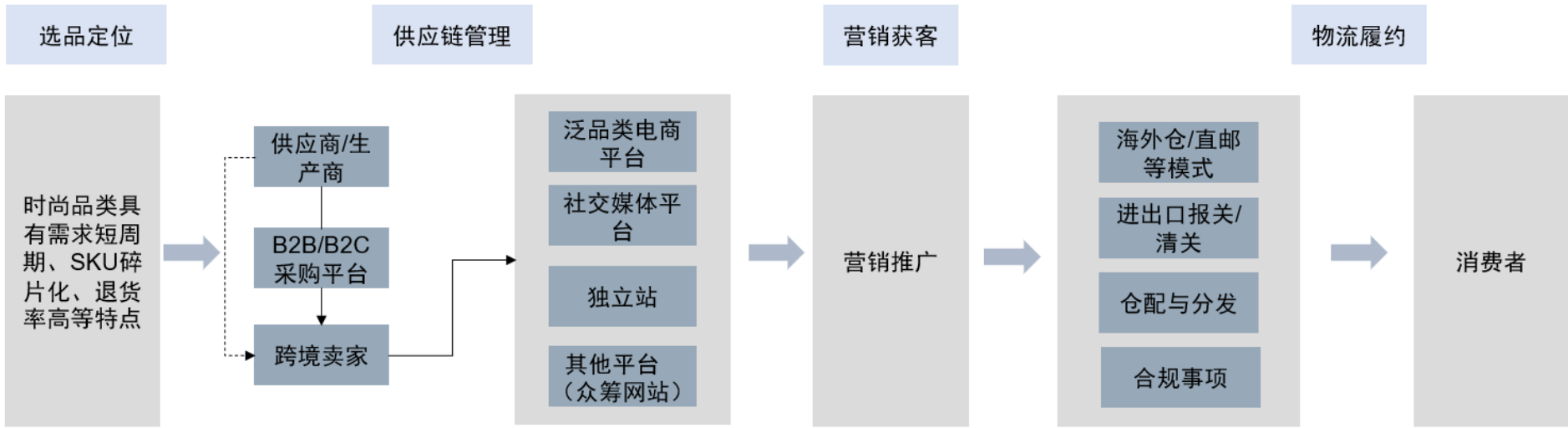
■ 在过往五篇跨境电商产业链报告中，我们将跨境电商B2C归纳为选品定位、生产及库存管理、营销推广、物流履约四大环节。其中就Shein主营的时尚品类而言，具有需求短周期、SKU碎片化、退货率高等特点。例如据Branvas数据，2025-2026年电子商务平均退货率在19.3%-20.8%，其中服饰退货率在20%-40%之间。从而要求企业具有上新效率高（以速度替代预测）、存货管理效率高的能力，以提升销售规模及降低经营风险。

表7：全球主要电商品类2025-2026年退货率

品类	退货率
服饰	20%-40%
消费电子	8%-15%
珠宝及配饰	10%-15%
美护产品	4%-12%
食品杂货	5%-12%

资料来源：branvas、国信证券经济研究所整理

图16：跨境电商产业链条



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

SHEIN：小单快反的柔性供应链，时尚品类的出海范本

■ 2014年，SHEIN开始试行大规模自动化小单快返（LATR）的运营模式，如今已成为其竞争的核心优势。我们认为该模式可细化为需求洞察、小批量试销、实时反馈评估、快速补货/砍单、流量优化五个正向循环的流程。具体而言，Shein首先依托大量社媒数据，识别和预判流行趋势，由需求端拉动企划端。紧接着投放100-200件新品进行小规模试销，以测试结果决定后续是大规模返单补货或砍掉该产品。最后进一步优化流量，以打造爆款。

图17：Shein大规模自动化小单快返（LATR）的运营模式

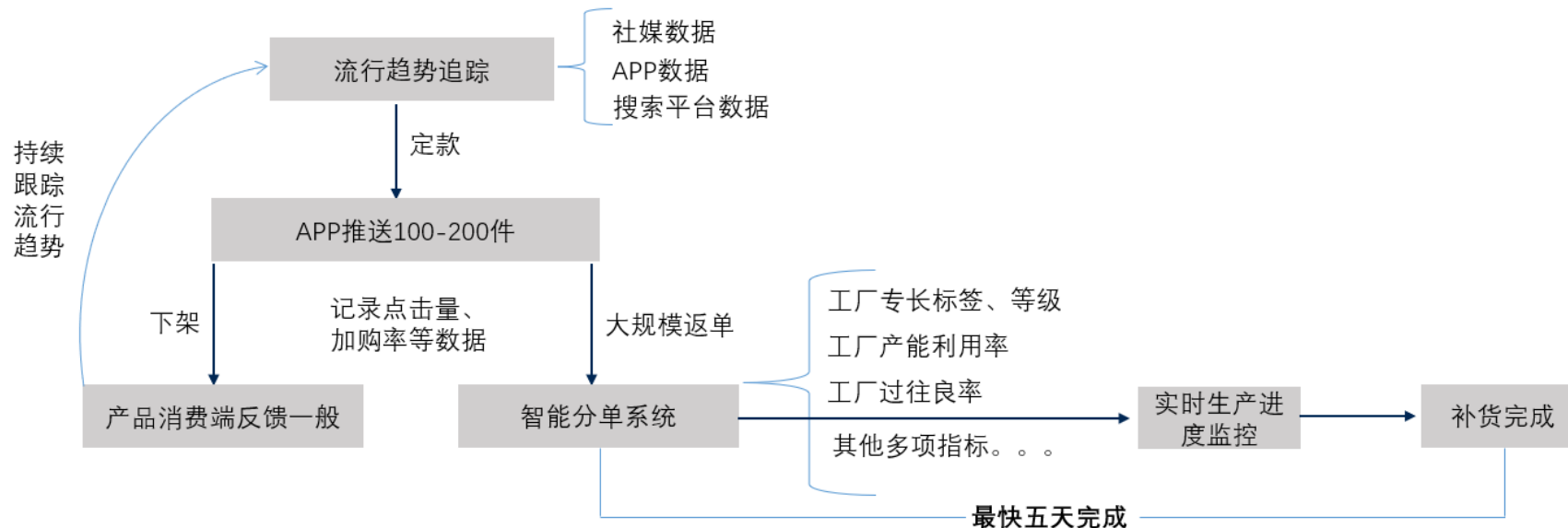


资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

SHEIN：小单快反的柔性供应链，时尚品类的出海范本

- 当然，小单快反这套模式的流程并非不可模仿，而SHEIN之所以能被称为时尚品类的出海范本，在于把这套流程规模化、低成本、可持续地跑起来的底层操作系统和显著的先发优势。具体来看，趋势洞察和实施反馈评估环节，SHEIN目前拥有全球2.81亿活跃顾客，且早在2015年便以自有APP开展销售，沉淀了较为充分的消费者数据。且团队积极利用社媒数据，标记趋势性爆款的相关款式。
- 小单试销和大规模生产返单的核心优势则是源于1) 2015年便较早绑定分享珠三角服装产业链带来的密度红利；2) 自主开发的端到端智能供应链管理体系，整合了超7500家合约制造商，实现全自动的订单分配、生产优化、流程监控等，助力供应商最大程度利用产能和优化公司自身的库存水平。以上柔性供应链能力下，实现行业领先的上新效率、补货效率：SHEIN返单可实现最快5天补货，2026年1-3月平均每天上新的服装款式达到4700个，总款式目前超过200万个。

图18：Shein大规模自动化小单快返（LATR）的简单案例图



资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所分析整理

SHEIN：供应商管理完善保质保量，优质账期及赋能实现合作共赢



- SHEIN的产品生产采取外部工厂合作模式，整体供应商网络不断扩大，从2023年的5800家增加至2025年的7500家，年复合增速13.71%。持续扩大的供应商网络为公司领先的上新效率、丰富的产品款式提供了有效支撑。同时单一供应商占比在个位数水平，避免了供应商变动带来的经营影响。2025年前五大供应商占公司总采购额的16.4%，其中第一大供应商占比6%。
- 此外，公司制定了完善的供应商管理制度，以实现规范管理、产品保质保量等，以及供应商的稳定。具体包括：1）实行绩效评分制度，指标包括产品质量、交付效率、订单量等。2）产品质检，有权要求制造商更换瑕疵产品或其他补救措施等。3）订单管理全部通过供应商管理系统下达等。SHEIN会对合作的工厂进行综合能力评估，整体合作模式分为ODM、OEM和FOB三类。

图19：Shein与工厂的合作模式对比

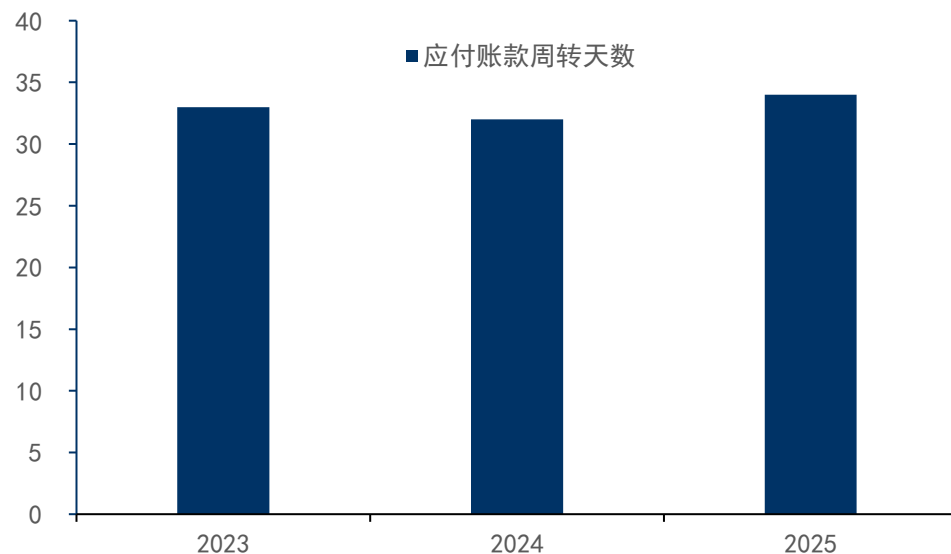


资料来源：shein招商网站、国信证券经济研究所分析整理

SHEIN：供应商管理完善保质保量，优质账期及赋能实现合作共赢

- SHEIN在严格要求供应商的同时，也提供了稳定高效的的回款周期。公司2023-2025年应付账款周转天数分别为33/32/34天，且应付账款的账龄92.5%都在3个月以内。部分资质较好，深度合作的供应商，最短可调整至周结。
- SHEIN也会主动投入资金赋能供应商，2023年启动供应商社区赋能计划至2025年底，投入超过4200万美元，支持供应商设备升级、为暂时性经济困难的员工提供经济援助，为在职家庭提供托儿服务等。在“最佳采购伙伴关系指数”的评级中，90.3%的供应商对SHEIN给予了积极评价，认为其是首选合作伙伴。

图20：SHEIN应付账款周转天数（天）



资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

图21：SHEIN改造工厂环境和设备



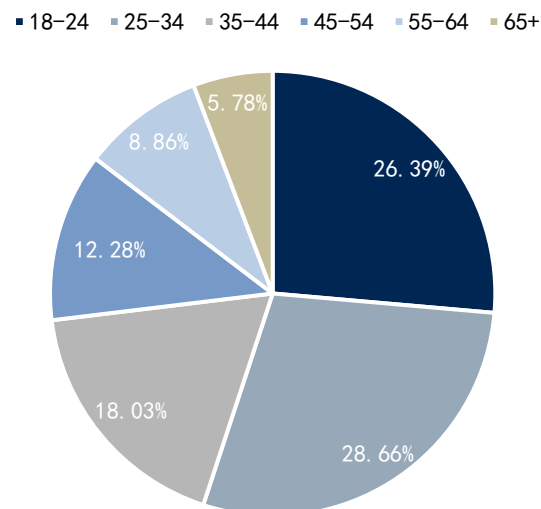
资料来源：希音国际官网、国信证券经济研究所整理

四、社媒广告+内容营销打通公私域，持续完善物流网络及退货管理

营销推广：社媒广告拓展公域，内容营销沉淀私域

- 作为DTC品牌，SHEIN的品牌营销主要围绕用户洞察、品牌传播、价值沉淀三个阶段。用户洞察方面，作为快时尚跨境电商，SHEIN的目标客群为全球较年轻的消费者一代，把握消费者社交媒体使用粘性较强这一特点，SHEIN在市场进入初期便通过社媒平台广告投放和KOL带货等方式进行公域营销，打造品牌知名度，并通过UGC内容营销沉淀私域流量。
- 瞄准年轻消费群体，SHEIN深耕社媒营销渠道，积累了大量品牌用户。根据Business of APPs和Similar Web数据，SHEIN APP的用户数超四分之一的访问用户为“Z世代”用户，35岁以下的用户占比超过一半。Consumer Edge最新数据显示，2026年二季度在英国按年龄划分的服饰鞋履市场份额中，SHEIN在越年轻消费者中份额越高，其中在18-24岁群体中份额为10%。

图22：SHEIN访问用户年龄占比（%）



资料来源：Similarweb、国信证券经济研究所整理

图23：SHEIN社媒营销内容



资料来源：shein官网、国信证券经济研究所整理

营销推广：社媒广告拓展公域，内容营销沉淀私域

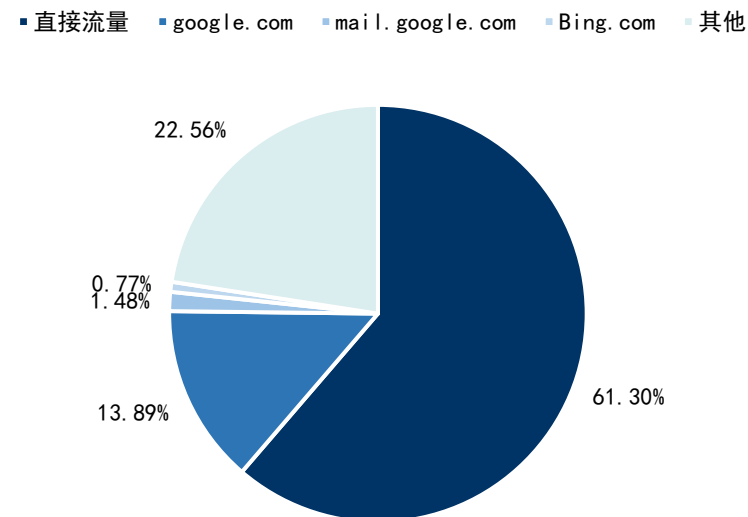
- 品牌传播和价值沉淀方面，SHEIN在品牌传播初期抓住了社媒平台流量红利，广泛与大量服饰、美妆类型的KOL或KOC进行合作，优秀的网红营销增长策略使得SHEIN的流量不局限于费用高昂的广告，而能够以较低成本迅速提升流量、建立广泛的用户认知。同时也会通过时装秀、快闪店与产品展厅等线下营销活动进行推广营销。
- 随着品牌知名度的提升，SHEIN会构建线上交流社区，深耕私域流量，注重社媒互动等，驱动用户购买意向。SHEIN经过多年在社媒营销方面的深耕，目前已积累了一批忠实用户，根据SEMrush统计数据，今年6月SHEIN.COM网站的直接访问流量占比61.3%，为第一大流量来源。

图24：SHEIN线下营销活动（2026年在意大利佛罗伦萨打造沉浸式音乐节体验展区）



资料来源：shein招商网站、国信证券经济研究所整理

图25：SHEIN 2026年6月的各流量渠道占比（%）



资料来源：SEMrush、国信证券经济研究所整理

物流仓储：聚焦仓储自动化、配送时效以及优化退货成本

- 2025年12月，SHEIN在波兰弗罗茨瓦夫开设了全新的电商物流中心，作为欧洲的主要物流枢纽。该物流中心一是重点聚焦智能和自动分拣系统：配备了机器人拣选系统和自动化分拣线，是欧洲技术最先进的电商仓库之一。二是聚焦进一步提升配送效率，该物流中心的投入使用，辐射欧洲大陆，进一步提升了消费者物流体验，实现商品在本地就近仓库发货，
- 整体而言，SHEIN以依托中国中心仓的跨境直邮为主，中央仓发货的产品2025年贡献了90%以上的收入。但近年来积极打造海外物流中心、本地仓库等，提升物流效率和退货便利性。公司在购物界面提供QuickShip选择，该类目下的商品从本地仓库发货，一般物流时效在2-7天，商品也会被展示“Local”的标签。此外，物流效率也是公司提升客单价的有效举措，SHEIN为消费者提供标准配送（Standard）和快运（Express）两种方案，以美国市场为例，前者送达时效7-15天不等，满15/25美金包邮，否则收取3.99美元运费；后者7-10天不等，满139美元运费7.9美元，低于139美元运费12.9美元。

图26：SHEIN在波兰弗罗茨瓦夫的电商物流中心



表8：shein为消费者提供的不同物流方案

物流方案	费用	送达时效
标准配送（Standard）	满15/25美金包邮，否则收取3.99美元运费	7-15天
快运（Express）	满139美元运费7.9美元，低于139美元运费12.9美元	7-10天

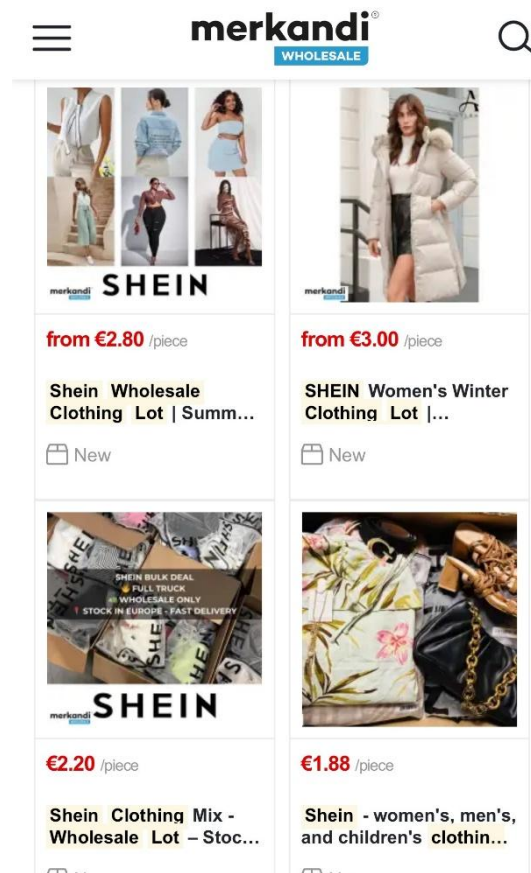
资料来源：shein官网、国信证券经济研究所整理

资料来源：shein官网、国信证券经济研究所整理

物流仓储：聚焦仓储自动化、配送时效以及优化退货成本

- 如前文分析所述，服饰品类退货率高居电商品类第一，且跨境退货存在链条长、费用高的特征。SHEIN为提升退货效率、降低成本：首先在退货政策上大多商品提供30天内免费退货，且通常为订单的首次退货提供免运费服务，但同一订单的后续退货将通常需要支付7.99美元运费。相对友好的退货机制有助于驱动消费者购买决策，尤其是服饰这一尺码多元化的产品。
- 而在降低退货成本方面，首先其小单快反模式帮助公司实现了低于行业的退货率水平。其次，SHEIN近年来的海外中转仓、物流中心成为了处理、流转退货产品的重要渠道。截至2026年3月底，公司在全球共有25个顾客服务中心，在处理售后等相关问题。
- 公司会通过内部仓库质量控制检查，对退货产品进行评估，以便进行分类后用于转售、二次清算或者回收利用。这都有效依赖了海外仓，避免退货商品以高成本费用运回中国仓库进行处理。退货的具体处理方式包括重新包装后的销售、二手交易平台、转售给批发商、捐赠等。如SHEIN在美国、法国、德国及英国推出了二手商城SHEIN Exchange，截至2025年底，活跃用户总数超过950万。

图27：SHEIN的商品批发销售



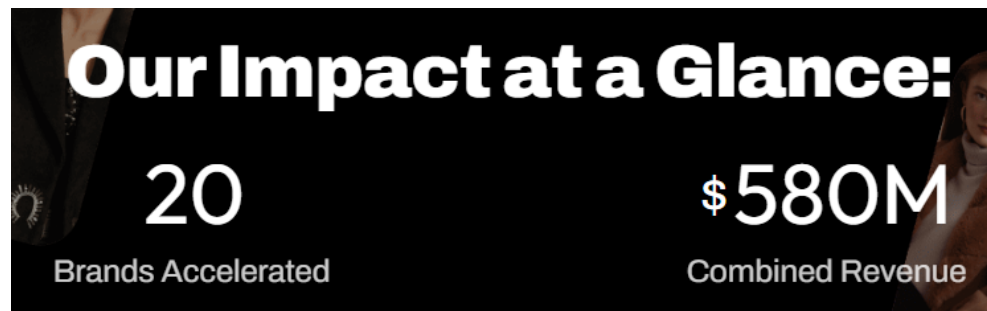
资料来源：merkandi、国信证券经济研究所整理

五、未来发展方向及投资建议

以流量及供应链优势为支点，构建合作伙伴生态

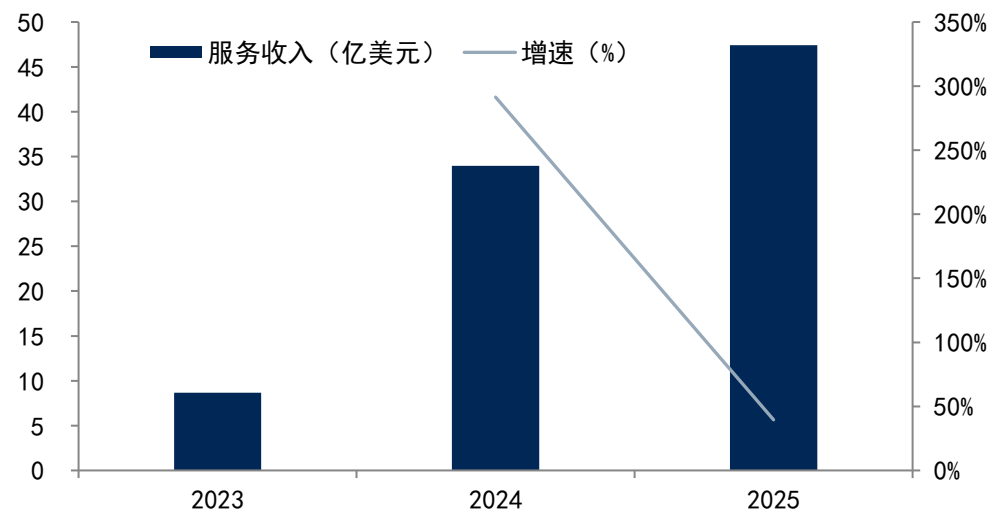
- SHEIN作为全球领先的跨境时尚品牌，经过十余年的运营，已在全球建立了品牌认知度和2.8亿的活跃用户群体。而流量与品牌影响力是自营模式跨境电商向平台模式拓展的基础，SHEIN可通过自有平台流量及社交媒体丰富的运营经验、完善的供应链管理体系支持第三方平台卖家拓展销售和提升品牌与口碑的传播。
- 具体而言，一方面是引入第三方卖家的商城模式，2025年已为公司贡献了11%左右的收入。该模式下，第三方商家自行生产或从其他供应商采购商品，借助SHEIN平台进行产品销售，SHEIN收取佣金，通常在产品价值的10%-20%之间。未来公司也将吸引更多的第三方商家和品牌进驻商城。
- 另一方面旗下的SHEIN Xcelerator计划，赋能独立设计师和艺术家，向其开放SHEIN的供应链等基础设施等，构建时尚领域的合作伙伴生态。据SHEIN官方数据，SHEIN Xcelerator计划目前已有20家品牌加入，合计产生的收入达到5.8亿美元。品牌方完全保留创意和运营控制权，主要是支付费用使用SHEIN的生产、物流、市场营销等一体化服务。

图28：SHEIN Xcelerator计划的成效



资料来源：shein官网、国信证券经济研究所整理

图29：SHEIN服务收入及增速（亿美元、%）



资料来源：希音国际控股招股书、国信证券经济研究所整理

■ 在SHEIN主品牌之外，SHEIN公司近年来推出了中高端女装品牌MOTF，运动品牌Glowmode、Z世代年轻女装品牌DAZY、前卫时尚女装品牌ROMWE等，多品牌矩阵有助于满足不同价格、不同需求的客户。从SHEIN的官网电商数据看（2026年8月4日），DAZY品牌拥有660万粉丝，最近售出达到1460万件。MOTF品牌拥有450万粉丝关注，Glowmode拥有220万粉丝关注，ROMWE拥有410万粉丝关注等。

表9：shein旗下主要品牌矩阵

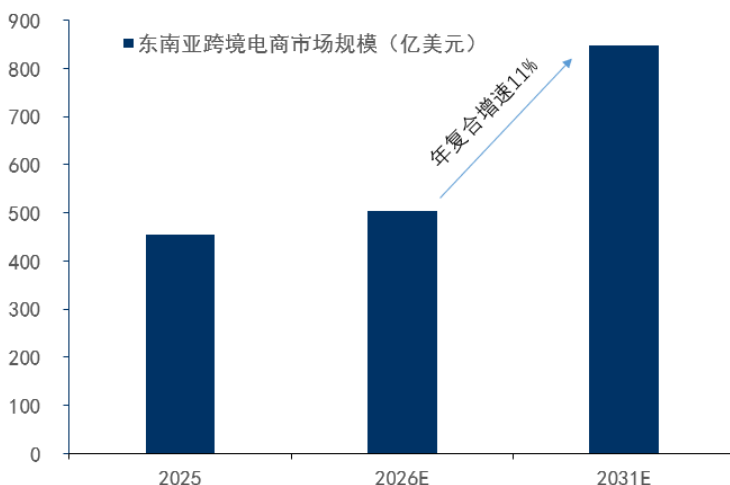
品牌	主要品类	定位	SHEIN官方电商网站粉丝数（万）
DAZY	女装服饰	Z世代年轻品牌	660
ROMWE	女装服饰	前卫时尚	410
MOTF	女装服饰	中高端女装	450
Anewsta	女装服饰	25-40岁高端女装品牌	400
MUSERA	女装服饰	潮流先锋品牌	430
Glowmode	女装服饰	运动品牌	220
Aralina	女装服饰	时尚女装	66.9
SHEGLAM	美妆	美妆品牌	-

资料来源：shein官网、国信证券经济研究所整理

全球渠道拓展，把握新兴市场增长机遇

- 我们在跨境电商系列报告《聚焦东南亚跨境电商市场，把握新兴市场出海机遇》中提到，受益于年轻人消费红利释放、电商配套设施不断完善，东南亚电商市场增长可观。据Mordor Intelligence数据，2025年东南亚跨境电商市场规模达到453.9亿美元，预计从2026年的503.7亿美元增加至2031年的847.4亿美元，年复合增长超过10%。
- 此外，拉美、中东等新兴电商市场同样具有较好的增长机遇，也是跨境电商企业积极拓展的区域。据Endeavor和MercadoLibre数据，预计2026年拉美市场电商规模达到2150亿美元，增长速度是全球平均水平的1.5倍。
- 具体案例看，巴西、阿根廷等拉美国家已成为SHEIN重要市场之一，据BACKLINK0数据，2025年6-8月SHEIN APP的全球下载量中，拉美以33.16%的比例排名第一，超过欧洲和北美。焦点科技作为跨境电商B2B平台，其在2025年报中亦提到，全年平台新兴市场流量增长亮眼，中东全年流量同比增长44%，拉美全年流量同比增长44%，非洲全年流量同比增长38%，南亚全年流量同比增长35%。

图30：东南亚跨境电商市场规模（亿美元）



资料来源：Mordor Intelligence、国信证券经济研究所整理

图31：2024年美洲地区电商渗透率数据（拉美较低）



资料来源：ECDB、国信证券经济研究所整理

投资建议：SHEIN上市预期提升板块关注度，把握龙头布局机遇



■ 跨境出口电商通过匹配国内优质供应链与全球消费市场需求，为国内品牌与平台发展提供了长期增长空间。而在出海品牌化大趋势及海内外跨境电商监管趋严下，头部企业将拥有更高的经营效率和品牌溢价优势。预计未来随着SHEIN（希音）上市，也将进一步提升跨境电商板块的市场关注度。我们继续推荐全球布局深厚、品牌认知度较高，且持续保持拓品布局的消费电子出海龙头**安克创新**；主营服饰跨境电商，积极推进品类聚焦优化、渠道多元化扩张的头部跨境电商企业**赛维时代**；以及海外占比进一步提升，渠道红利及产品质价比优势较高，并创新布局AI NARS产品的消费电子出海品牌**绿联科技**等。

表10：重点公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价（元）	EPS			PE			总市值（亿元）
代码	名称	评级	2026/08/05	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2026/08/05
300866.SZ	安克创新	优于大市	117.6	4.75	5.44	6.7	24.1	21.6	17.56	690
301381.SZ	赛维时代	暂无	23.61	0.7	1.16	1.5	29.36	20.4	15.76	96
301606.SZ	绿联科技	优于大市	54.04	1.7	2.47	3.29	34.59	21.84	16.44	224

资料来源：Wind一致预测、国信证券经济研究所整理

- 一、海外终端消费需求走弱，可能影响跨境电商企业的出口业绩；
- 二、全球贸易环境恶化，如国际间贸易摩擦增加、关税增加，可能对行业发展造成不利影响；
- 三、汇率波动风险，跨境电商业务涉及多种外币进行结算，而人民币与外币间的汇率变动可能会对公司盈利有所影响；
- 四、存货管理的风险，跨境电商企业目前逐步增加海外仓布局，如果未来公司产品不能持续紧跟市场需求变化，导致存货周转不畅、周转率下降，则可能存在存货跌价的风险；
- 五、国际间运费价格上涨的风险，可能导致企业经营成本上升；
- 六、交易纠纷风险，交易双方在商品质量、物流运输、售后服务等方面可能会发生纠纷，从而产生退货或影响公司品牌形象；
- 七、市场竞争环境恶化的风险，目前跨境电商出口企业较多，市场仍较为分散，若出现价格战，可能影响企业利润。
- 八、供应商体系管理不善，可能影响产品质量及供货稳定性。

免责声明

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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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