



Research and
Development Center

跨境电商行业深度报告：

拆解希音国际招股书，关注跨境品牌势力崛起

轻工制造

2026 年 08 月 05 日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文铨 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱:

jiangwenqiang@cindasc.com

骆峥 轻工行业联席首席分析师

执业编号: S1500525020001

邮箱:

luozheng1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

跨境电商行业深度报告：拆解希音国际招股书，关注跨境品牌势力崛起

2026年08月05日

本期内容提要：

希音国际：深耕时尚领域出海，从服装走向广阔市场。希音国际作为全球线上时尚和生活方式公司，最早从服装品类独立站崛起，逐步向更多元化品类拓展，并引入第三方卖家完善平台生态，向综合性跨境电商平台进化。公司25年实现营收418.5亿美元，23-25年CAGR约14.2%；用户方面，截至26年3月31日止12个月内平台共有2.81亿活跃用户，近年来保持15%以上的稳步增长。公司主营业务可分为产品与服务两类，前者占主要份额，服务收入25年达47.4亿美元（同比+39.5%），23-25年CAGR达133.7%，占总营收比例则由23年的2.7%提升至26Q1的14.3%，反映出公司商业模式正由单一自主卖货向综合性平台进化，而短期增速放缓或为转换期的阶段性代价；商品类别方面，服装品类占据主要份额，近年来保持6成以上占比，其他商品品类方面，公司围绕时尚领域已覆盖服装、鞋类、配饰、美妆、家居和生活产品、电子产品、婴童用品等品类。

行业洞察：时尚产业空间广阔，国货出海正当时。全球时尚市场若按服装、鞋履及配饰扣除增值税后的零售销售额口径，25年市场规模约17370亿美元，空间广阔但增速相对平缓；从渠道角度看，行业线上渗透率持续提升，由21年33.4%升至25年34.9%，背后是消费趋势的深刻变化，随着移动支付、全球物流网络、社交媒体及推荐算法等技术及基础设施的成熟，时尚企业可突破实体门店局限，把握线上化机遇。我国跨境电商行业近年景气趋势良好，25年跨境电商进出口总额达2.84万亿元（同比+4.8%），尽管面临美国关税等诸多外部环节压力，仍呈现强韧增长。电商平台一超多强格局初现，后发者寻求差异化优势，其中亚马逊依托完善的仓储物流建设与深厚品牌积淀仍是中国卖家出海主阵地；Temu沿袭拼多多性价比基因，发力半托管模式，逐渐向成熟出海增量渠道进化；TikTok Shop作为TikTok旗下电商平台，依托流量红利主打内容电商出海。

希音国际核心竞争力：LATR模式助力时尚优势延伸。一直以来时尚行业参与者始终面临三大核心挑战，即难以在丰富的产品选择、快速的设计更新和高效的库存管理之间实现较好平衡，希音国际凭借端到端智能供应链以及敏捷的全球履约网络开发出LATR模式，以按需及小批量生产为特色，最初应用于服装，具有高度灵活性并对市场需求反应迅速，有效帮助公司克服时尚行业痛点。公司构建完善供应链管理系统，具备数字化、灵活性、自动化与透明度优势，支持多品类布局战略；自有品牌矩阵支撑成长基本盘，垂类优势赢得用户信赖，并通过多种合作模式引入外部商家，向综合性平台迈进。公司计划将募得资金用于技术及基础设施、人才队伍建设、营销活动、供应链管理等环节，旨在强化全链路竞争力。

投资建议：希音国际具备时尚领域独特优势，处于向综合性平台的关键转型期。希音国际依托独有的LATR模式深筑服装品类护城河，以自有品牌矩阵为经营压舱石，同时将运营优势向时尚领域拓展，丰富品类供给；运营

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

模式方面，近年来积极推进商城模式，引入第三方卖家，未来计划持续优化运营机制、履约能力、仓储物流等环节，稳步向综合性平台迈进，有望打开新增长曲线。行业层面景气向上，平台相争，卖家受益，建议关注**希音国际、安克创新、赛维时代、致欧科技、卡罗特、傲基股份**等。

风险因素：地缘政治风险、海外消费需求不及预期、自主品牌拓展不及预期、盈利预测及数据测算存在误差。

目 录

1. 希音国际：深耕时尚领域出海，从服装走向广阔市场	6
1.1 公司概况：依托服装品类向外延伸，全球影响力持续深化	6
1.2 经营数据：模式及品类向多元化发展，财务表现稳健向上	8
1.3 公司治理：模式及品类向多元化发展，财务表现稳健向上	11
2. 行业洞察：时尚产业空间广阔，国货出海正当时	12
2.1 全球时尚产业空间广阔，线上化趋势创造结构性机遇	12
2.2 跨境电商景气趋势良好，平台竞争中确立差异化	15
2.2.1 总量概览：全球消费线上化趋势明朗，跨境电商景气良好	15
2.2.2 电商平台梳理：一超多强格局初现，后发者寻求差异化优势	16
3. 公司核心竞争力：LATR 模式助力时尚优势延伸	20
3.1 LATR 模式解决时尚行业痛点，构建供应链生态	20
3.2 自有品牌矩阵支撑成长基本盘，垂类优势赢得用户信赖	23
3.3 多种合作模式引入外部商家，向综合性平台迈进	24
3.4 募资项目规划清晰，强化全链路竞争力	25
4. 投资建议	26
5. 风险提示	26

图 目 录

图 1：希音国际核心成就一览	6
图 2：希音国际发展历程	6
图 3：希音国际围绕 LATR 打造商业模式	7
图 4：SHEIN 主要商品类别	7
图 5：希音国际营收及增速	8
图 6：希音国际用户统计（截至统计日止 12 个月，统计日即图中横轴所列示时间）	8
图 7：希音国际分业务类型规模及增速	8
图 8：希音国际分业务类型营收占比	8
图 9：希音国际分商品类别规模及增速	9
图 10：希音国际分商品类别营收占比	9
图 11：希音国际分地区规模及增速	9
图 12：希音国际分地区营收占比	9
图 13：希音国际营业利润率趋势	10
图 14：希音国际销售成本率趋势	10
图 15：希音国际履约费用率趋势	10
图 16：希音国际营销费用率趋势	10
图 17：希音国际股权结构	11
图 18：希音国际主要执行董事及高管	11
图 19：全球时尚市场规模及增速	12
图 20：全球服装零售、鞋类零售市场规模及增速	12
图 21：全球时尚市场线上渗透率	13
图 22：全球时尚行业价值链	13
图 23：全球家居及生活市场规模及增速	14
图 24：全球家电及电子产品市场规模及增速	14
图 25：全球美妆及个人护理市场规模及增速	14
图 26：全球电商市场规模、增速及渗透率情况	15
图 27：我国跨境电商进出口额及增速	15
图 28：亚马逊平台销售规模及增速	16

图 29: 亚马逊平台中国卖家比例	16
图 30: 我国跨境电商进出口额及增速	16
图 31: TEMU 平台销售规模	17
图 32: 亚马逊平台与 Temu 物流配送速度对比	17
图 33: Temu 全托管 VS 半托管模式 UE 模型（成熟头部卖家）	17
图 34: TikTok 电商平台销售规模	18
图 35: TikTok 电商平台 GMV 分地区占比（2025 年）	18
图 36: TikTok Shop 社群电商打法	18
图 37: 亚马逊招商看点	19
图 38: TEMU 招商看点	19
图 39: TikTok Shop 招商模式	19
图 40: SHEIN 招商看点	19
图 41: SHEIN 女装筛选页面	20
图 42: Amazon 女装筛选页面	20
图 43: 希音国际 LATR 模式运行逻辑	20
图 44: 希音国际 LATR 模式流程框架	21
图 45: 希音国际供应商合作模式	21
图 46: 希音国际供应链管理系统帮助合作伙伴优化库存管理	22
图 47: SHEIN 打造自动化流程	22
图 48: SHEIN 高透明度供应链帮助供应商决策	22
图 49: 希音国际品牌矩阵	23
图 50: MOTF 品牌主打品质与简约风格	23
图 51: 公司订单情况（截至统计日止 12 个月，统计日即图中横轴所列示时间）	23
图 52: 公司通过品牌赋能帮助供应商伙伴发展	23
图 53: 公司面对外部商家推出三大合作模式	24
图 54: 公司面对外部商家推出三大合作模式	24
图 55: 希音国际募资项目规划	25
图 56: 盈利预测（单位：亿元，相关公司数据货币类型均为人民币）	26

1. 希音国际：深耕时尚领域出海，从服装走向广阔市场

1.1 公司概况：依托服装品类向外延伸，全球影响力持续深化

希音国际深耕全球线上时尚与生活方式领域。希音国际是一家全球线上时尚和生活方式公司，2025 年为约 160 个市场、约 2.73 亿活跃用户提供服务。公司最早从服装品类独立站崛起，逐步向更多元化品类拓展，并引入第三方卖家完善平台生态，向综合性跨境电商平台进化。公司首创自有运营模式“大规模自动化小单快反”（LATR）是解决行业长期痛点的有效方案，使得公司在产品选择多样性、设计上新速度与存货管理效率之间实现较好平衡；同时，公司已打造全球化合作伙伴网络，未来持续推动供应链更加敏捷、强大和稳健，实现全生态共同成长。

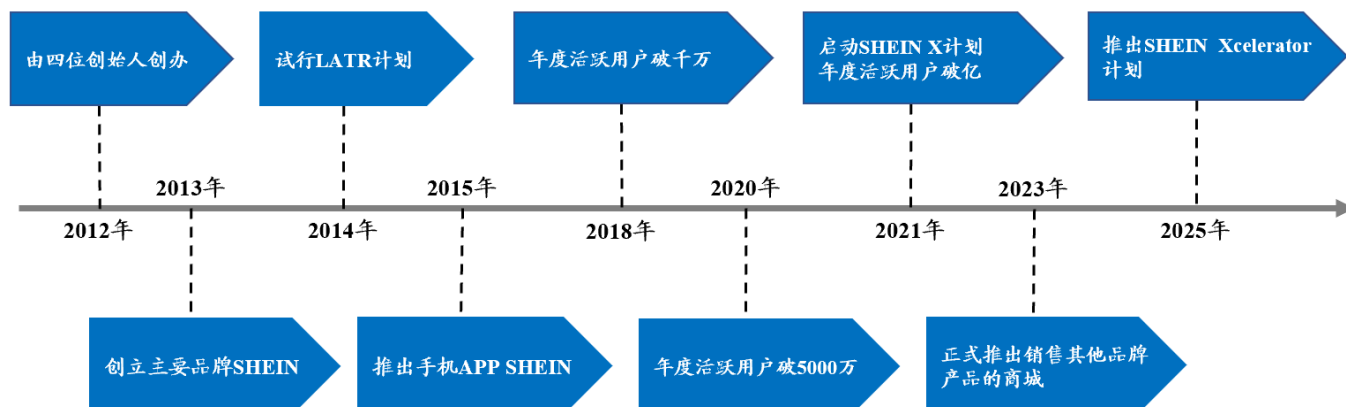
图 1：希音国际核心成就一览



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司从跨境电商独立站向综合性平台迈进。希音国际成立于 2012 年，通过服装品类独立站的特色定位叠加 LATR 模式抓住出海机遇，用时 9 年于 2021 年实现平台年度活跃用户数破亿，期间公司推出 SHEIN X 计划，旨在赋能个人设计师与艺术家，首次规模化引入外部资源；2023 年是公司发展重要节点，当年正式推出销售其他品牌产品的商城，标志公司业务从独立站转向兼具 1P 与 3P 的综合性多品类平台，2025 年公司在 SHEIN X 计划的基础上推出升级拓展的 SHEIN Xcelerator 计划，支持不同规模的品牌，通过灵活的合作模式孵化新品牌并焕新现有品牌，有效吸引更多第三方卖家进驻，为平台规模与用户体验打开新的向上路径。

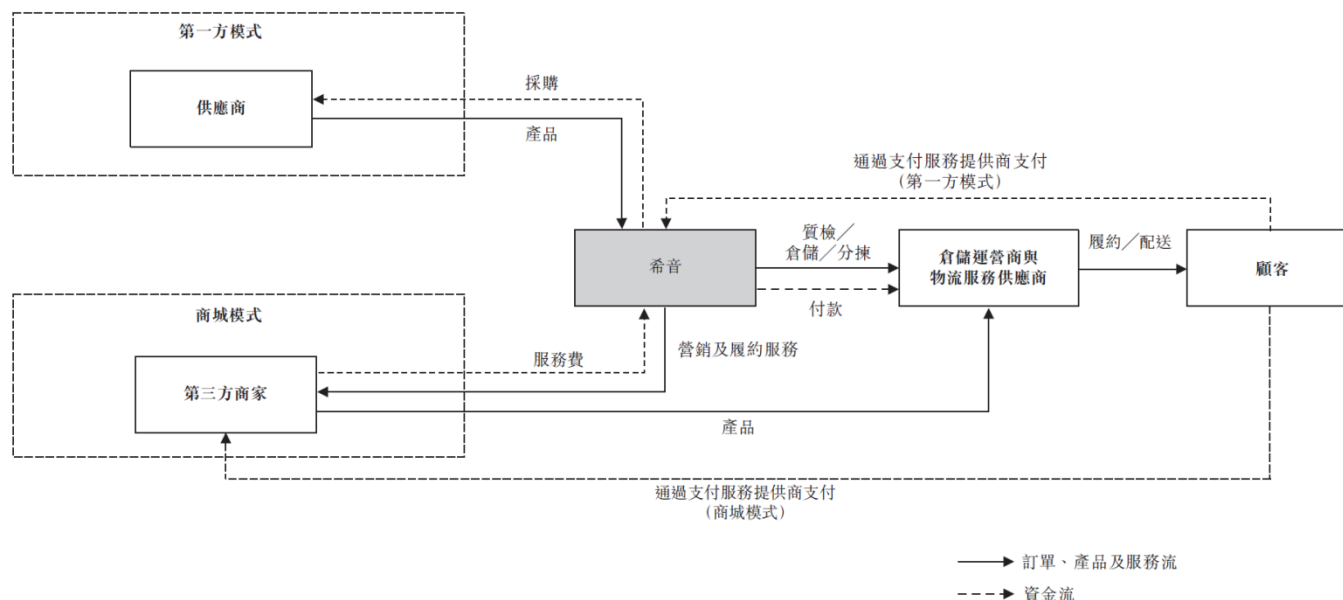
图 2：希音国际发展历程



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

公司围绕 **LATR** 打造包容第一方与第三方卖家的商业模式。公司的 LATR 运营模式已全面覆盖自有品牌以及第三方品牌，（1）第一方模式下，公司向供应商采购商品，并依托仓储与物流服务供应商提供的履约服务将商品送达消费者；（2）商城模式下，第三方商家自行生产或从其供应商处采购商品，公司通过商城服务支持第三方商家向 SHEIN 平台用户销售商品，并据此向其收取服务费。同时，公司也为第三方商家提供覆盖仓储与物流需求的履约服务，并就该等服务向第三方商家收取服务费，有关费用通常以就商城服务收取的佣金及就所提供的履约服务收取的费用的形式收取。

图 3：希音国际围绕 LATR 打造商业模式



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

SHEIN 平台销售品类从服装向泛时尚领域拓展。希音国际主营的 SHEIN 平台初期的主要业务为自有品牌 SHEIN，专注女性时尚以及许多专注于服务于不同价位和不同客户需求的其他自有品牌，随着平台发展，公司为进一步满足消费者多样化需求，开始允许其他使用自身供应链的品牌入驻，提供更广泛的产品类别，通过招商平台可大致分为时尚潮品、家居百货、质感精致三大类别，包括服装、鞋类、配饰、美妆、家居和生活产品、电子产品、婴童用品等。公司大部分自有品牌产品为完全自主设计，专注于反映最新时尚潮流并满足目标地区的偏好。截至 2026 年 3 月 31 日，公司的产品选择包括超过 200 万个服装款式，通过公司第一方模式，消费者 2026Q1 平均每天发现约 4700 个新服装款式。

图 4：SHEIN 主要商品类别

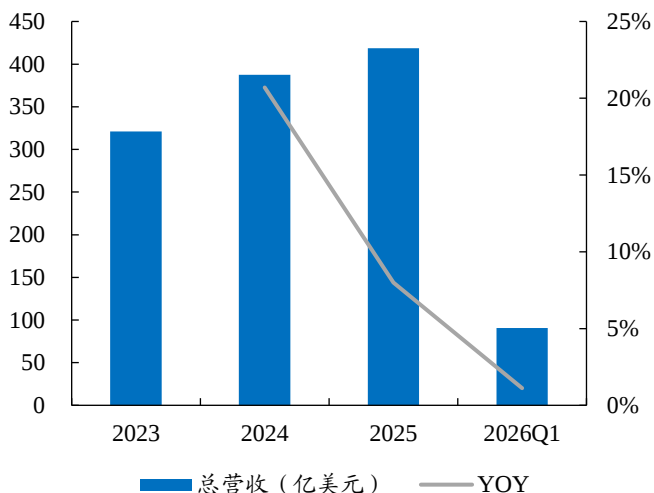


资料来源：SHEIN 平台招商官网、信达证券研发中心

1.2 经营数据：模式及品类向多元化发展，财务表现稳健向上

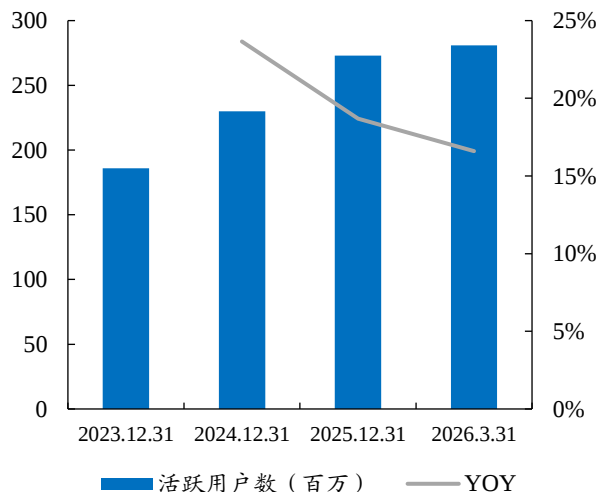
营收规模增速有所放缓，活跃用户数稳步增长。公司 2025 年实现营收 418.5 亿美元，2023-2025 年 CAGR 约 14.2%，2025 年及 2026Q1 增速有所放缓，我们认为或主要系公司主动调整业务模式应对外部日趋激烈的平台竞争所致。用户方面，截至 2026 年 3 月 31 日止 12 个月内平台共有 2.81 亿活跃用户，近年来保持 15% 以上的稳步增长，反映平台势能持续提升。

图 5：希音国际营收及增速



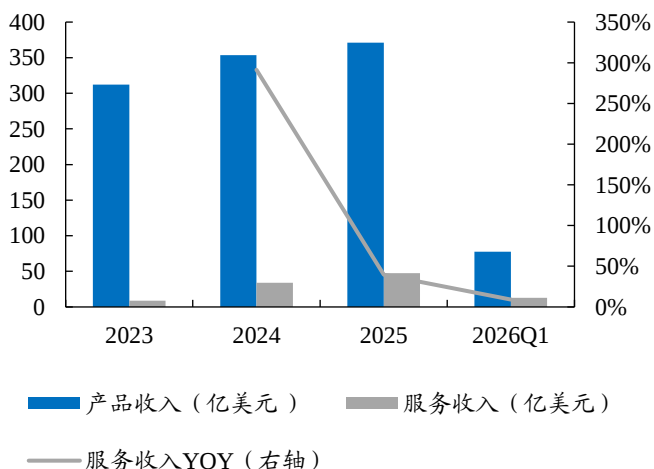
资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 6：希音国际用户统计（截至统计日止 12 个月，统计日即图中横轴所列示时间）



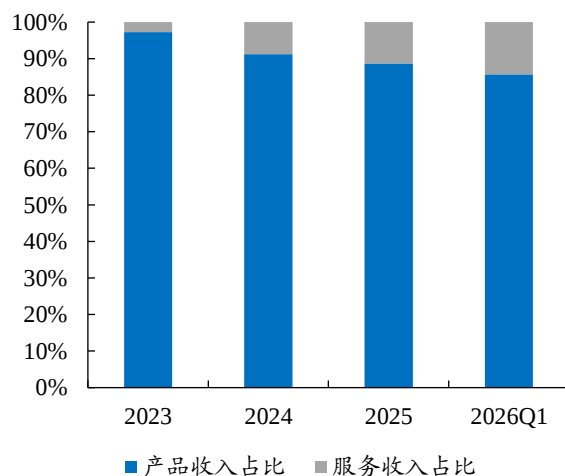
商业模式进化，服务收入占比提升。公司主营业务可分为产品与服务两类，产品收入主要来自第一方模式销售商品，服务收入则来自履约服务及商城模式（第三方模式）向卖家收取服务费，其中履约服务根据所提供的具体履约服务及适用服务标准收取，包括仓储、派送服务、派送距离或适用派送区域、货物重量及尺寸，以及所需的处理或服务水平，商家服务费包括获取流量及触达客户、付款处理、平台营运及其他相关的商城服务，通常介乎适用交易价值的 10%-20%。从结构上看，公司产品收入仍占主要份额，近年趋势也与总营收大体一致，服务收入增速则显著更快，2025 年公司服务收入达 47.4 亿美元、同比增长 39.5%，2023-2025 年 CAGR 达 133.7%，占总营收比例则由 2023 年的 2.7% 提升至 2026Q1 的 14.3%，反映出公司商业模式正由单一自主卖货向综合性平台进化，而短期增速放缓或为转换期的阶段性代价。

图 7：希音国际分业务类型规模及增速



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

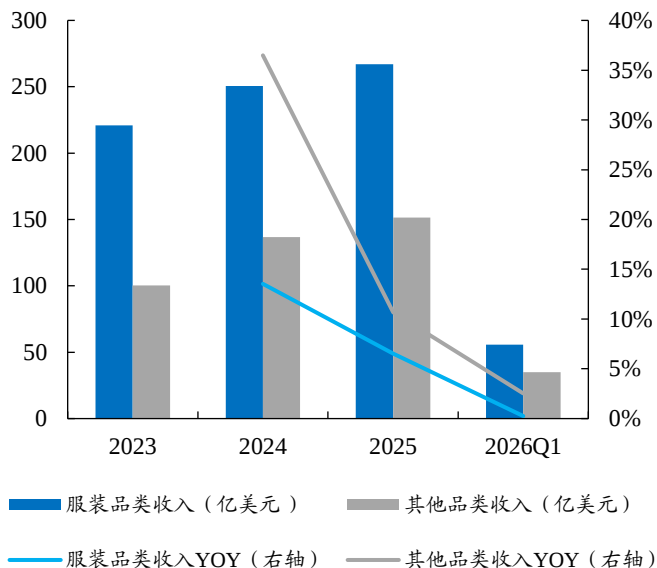
图 8：希音国际分业务类型营收占比



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

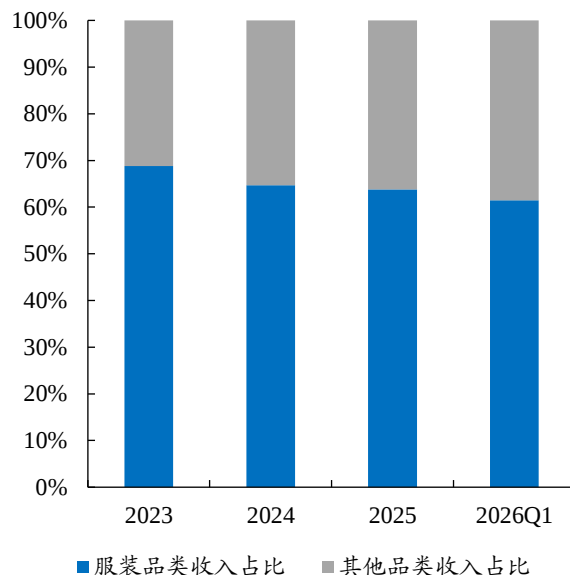
服装品类为经营压舱石，逐步向多元化品类拓展。公司营收按商品类别划分看，服装品类占据主要份额，近年来保持 6 成以上占比，作为经营压舱石销售趋势亦与整体收入基本一致。其他商品品类方面，公司围绕时尚领域依托国内供应链优势及第三方卖家资源进行有序拓展，已覆盖服装、鞋类、配饰、美妆、家居和生活产品、电子产品、婴童用品等品类，我们认为 SHEIN 平台在服装垂类已具备深厚用户基础，面向女性客群的美妆健康、鞋包配饰等品类均较大增长潜力。

图 9：希音国际分商品类别规模及增速



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

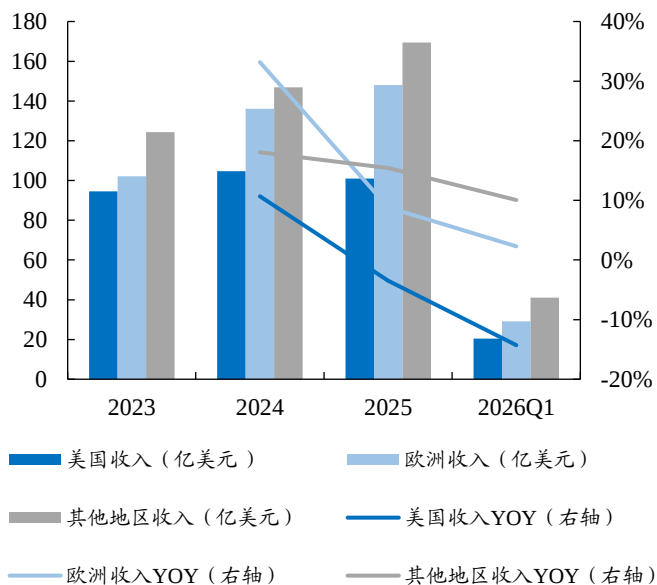
图 10：希音国际分商品类别营收占比



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

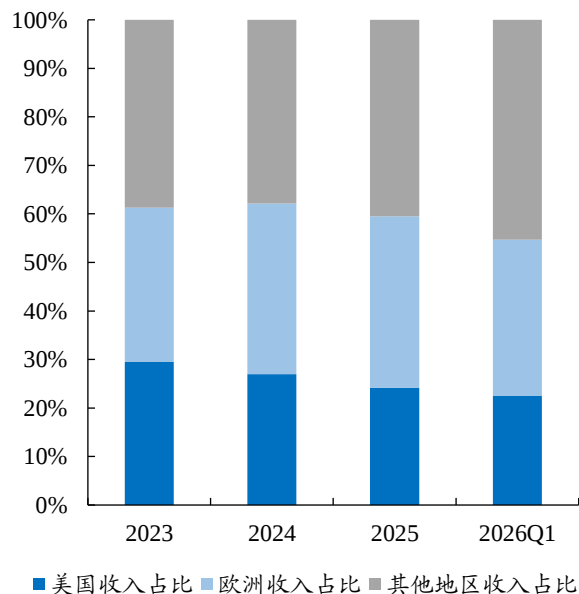
海外市场中，美国、欧洲稳健增长，新兴市场增速较快。公司营收按地区划分来看，欧洲是最大市场，2025 年占总营收约 35.4%，其次是美国，2025 年占比约 24.1%，欧洲市场占比近年来基本稳定，美国市场占比有所下降或主要系平台间竞争、关税等因素影响；其他地区则主要包括中东、东南亚、拉美等新兴市场，我们认为 SHEIN 在中东、拉美市场有望通过差异化特色树立先发优势，实现较快发展。

图 11：希音国际分地区规模及增速



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 12：希音国际分地区营收占比

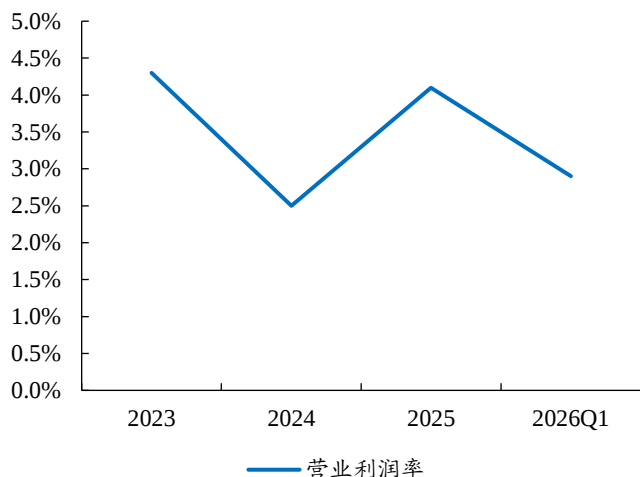


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

营业利润率：公司近年来营业利润率在 2.5%-4.5% 间小幅波动，2025 年较 2024 年有回升势头，2026Q1 因海外消费淡旺季等季节性因素无法纳入年化比较，综合来看公司盈利能力处于修复阶段，其中核心影响因素为销售成本、履约费用、营销费用。

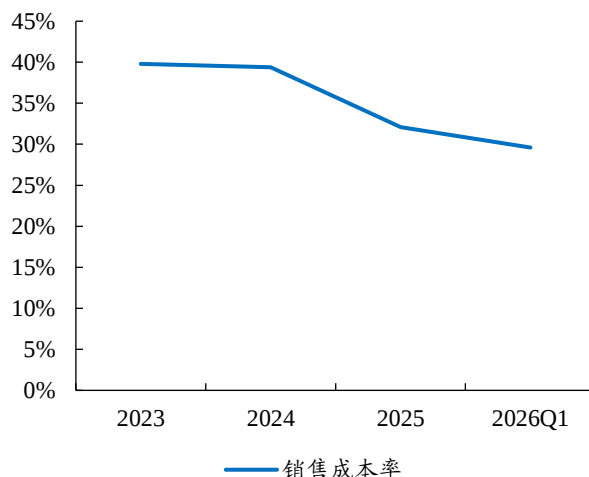
销售成本率：公司近年来销售成本率稳中有降，该项目主要来自商品销售成本及存货减值，我们认为该指标下降一是因为不产生销售成本的商城模式占比增加，二是因为公司 LATR 模式持续优化，推动成本优化以及存货管理精益化。

图 13: 希音国际营业利润率趋势



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 14: 希音国际销售成本率趋势

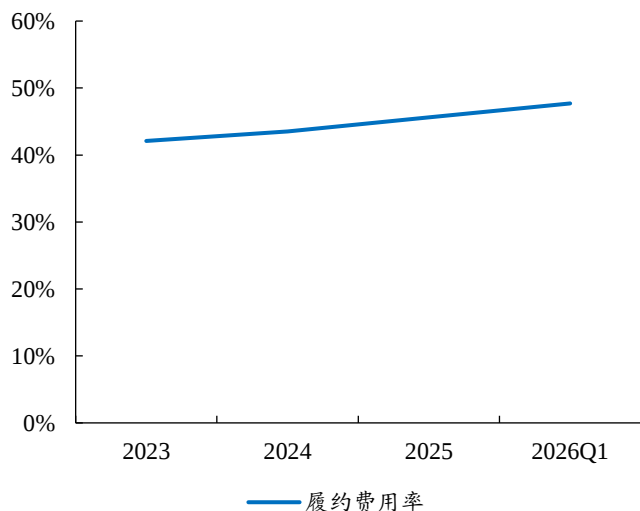


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

履约费用率：公司近年来履约费用率持续温和上升，该项目主要来自履行相关职能的员工工资、奖金及福利、仓库租赁费用、运输及处理费、包装费、产品采购应估成本，若货品由公司仓库直接运送至海外客户，还将包含关税及海关税项。我们认为近年来该指标提升主要系公司加大对履约环节建设投入所致，自建仓储物流体系带来相关费用增加，底层反映公司正从小包直邮模式逐步向常规跨境物流模式切换。

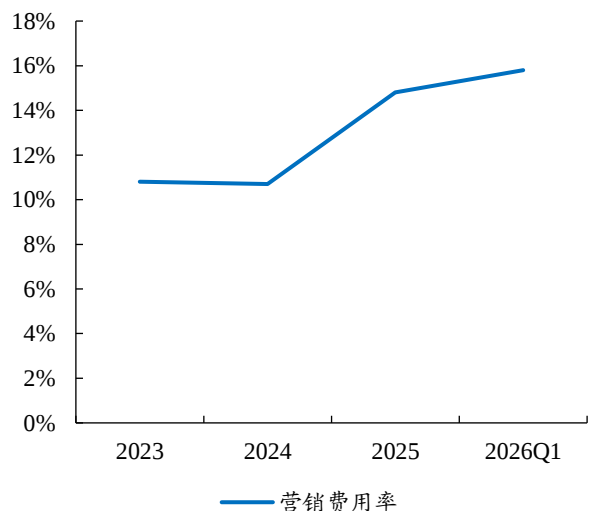
营销费用率：公司近年来营销费用率提升较为明显，由 2023 年 10.8% 升至 2025 年 14.8%，该项目主要来自营销人员工资、奖金及福利、广告成本、代理费及宣传材料成本。我们认为该指标提升或反映海外电商平台间竞争持续激化，公司提升相关投入旨在保障平台用户流量获取。

图 15: 希音国际履约费用率趋势



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 16: 希音国际营销费用率趋势

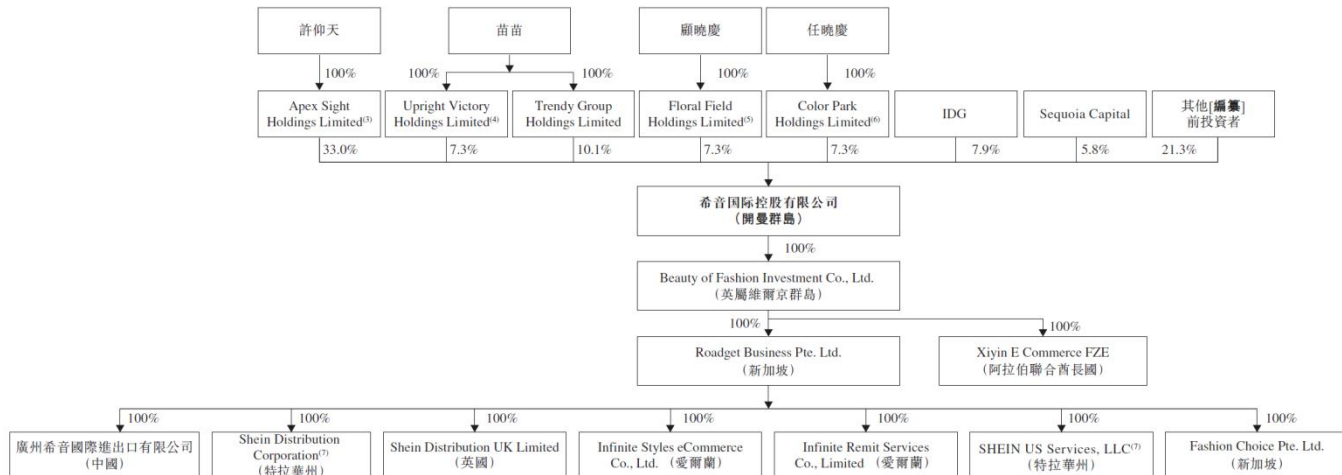


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

1.3 公司治理：模式及品类向多元化发展，财务表现稳健向上

搭建 A/B 股权架构，实控人掌握主导权。公司搭建 A/B 股权架构，公司股东就提呈股东表决的决议案表决时，A 类股份持有人每股可投 10 票，而 B 类股份持有人每股可投 1 票，实控人许仰天先生持有公司 33.0% 股权且部分为 A 类股份，掌握公司主导权。

图 17：希音国际股权结构



资料来源：公司公告、信达证券研发中心（截至 2026/7/3）

四位联合创始人陪伴公司成长，高管团队资历深厚。公司董事及高管呈年轻化特征，多数在 45 岁以下，最初共同创立公司并在核心岗位陪伴公司一路成长，彰显良好的团队凝聚力。从业经验来看，核心高管均有 10 年以上经营，在跨境电商行业具备深厚积淀以及深刻洞见，有望支撑公司长远发展。

图 18：希音国际主要执行董事及高管

姓名	年龄	职务	职责	履历
许仰天	42	创始人、 董事会主席、 执行董事兼首席执行官	监督公司战略及业务管理	2007 年获得青岛理工大学国际贸易学士学位，自公司成立起担任公司董事会主席、执行董事兼首席执行官。创立公司前，许先生与其他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。
苗苗	41	联合创始人、 执行董事兼首席运营官	监督公司运营	2007 年获得南京邮电大学管理学学士学位，自公司成立起担任执行董事，并自 2017 年起担任首席运营官，还担任公司某些附属公司的董事 / 高级管理人员。创立本公司前，苗女士与许先生及其他联合创始人曾一同在一家公司工作。
顾晓庆	44	联合创始人、 执行董事兼首席产品官	监督公司产品管理	2005 年获得南京工业大学文学学士学位，自公司成立起担任执行董事，并自 2017 年起担任首席产品官，还担任公司某些附属公司的董事 / 高级管理人员。创立本公司前，顾女士与许先生及其他联合创始人曾一同在一家公司工作。
任晓庆	40	联合创始人、 执行董事	监督公司公共事务和企业责任	2007 年获得南京工业大学管理学学士学位，自公司成立起担任执行董事，还担任公司某些附属公司的董事 / 高级管理人员。此前，自 2017 年起担任公司首席供应链官。创立本公司前，任先生与许先生及其他联合创始人曾一同在一家公司工作。
桂镛	56	首席财务官	监督公司财务运营	1995 年获得美国莱斯大学分子生物学硕士学位，1999 年获得加拿大多伦多大学工商管理硕士学位，自 2021 年 3 月起担任公司首席财务官。加入公司之前，2020 年 5 月至 2021 年 2 月期间担任 VIPKid 首席财务官，并于 2005 年 1 月至 2020 年 5 月期间于 eBay 与 PayPal 担任多个职位。
许浩	38	首席技术官	监督公司技术发展	2010 年获得南京农业大学计算机科学与技术学士学位，自公司成立起担任本公司首席技术官。

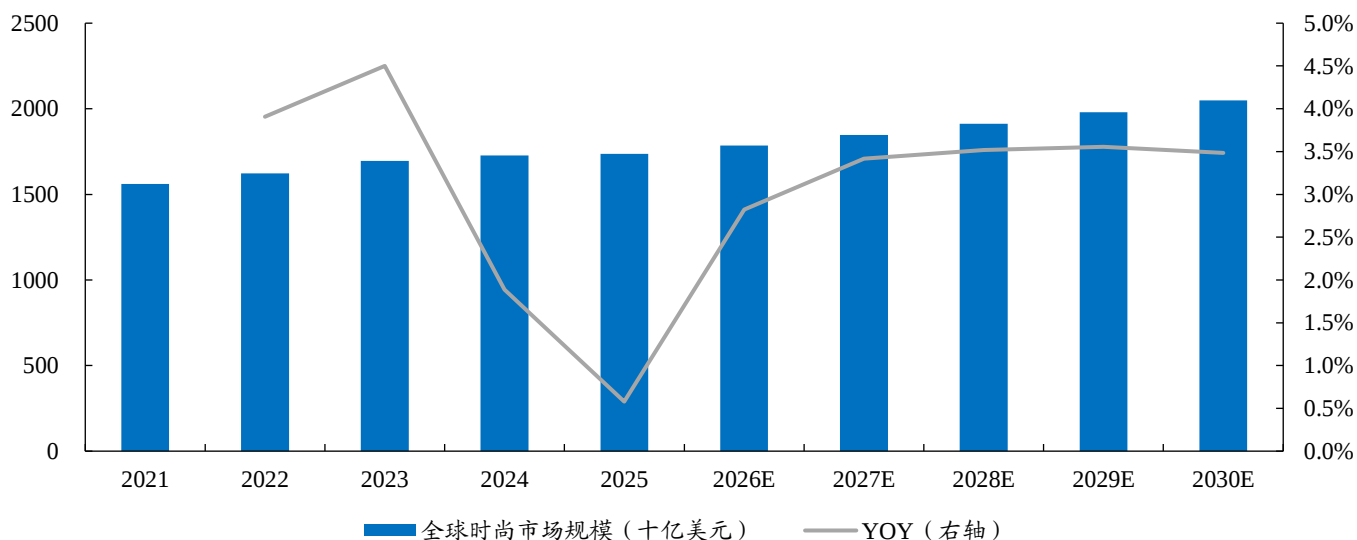
资料来源：公司公告、信达证券研发中心（截至 2026/7/3）

2. 行业洞察：时尚产业空间广阔，国货出海正当时

2.1 全球时尚产业空间广阔，线上化趋势创造结构性机遇

全球时尚市场空间广阔，增速相对平稳。全球时尚市场若按服装、鞋履及配饰扣除增值税后的零售销售额口径，2025 年市场规模约 17370 亿美元，市场空间广阔，增速方面则相对平缓，2021-2025 年 CAGR 约 2.7%；根据公司招股说明书显示，全球时尚市场规模在 2026-2030 年有望继续保持平稳增长。

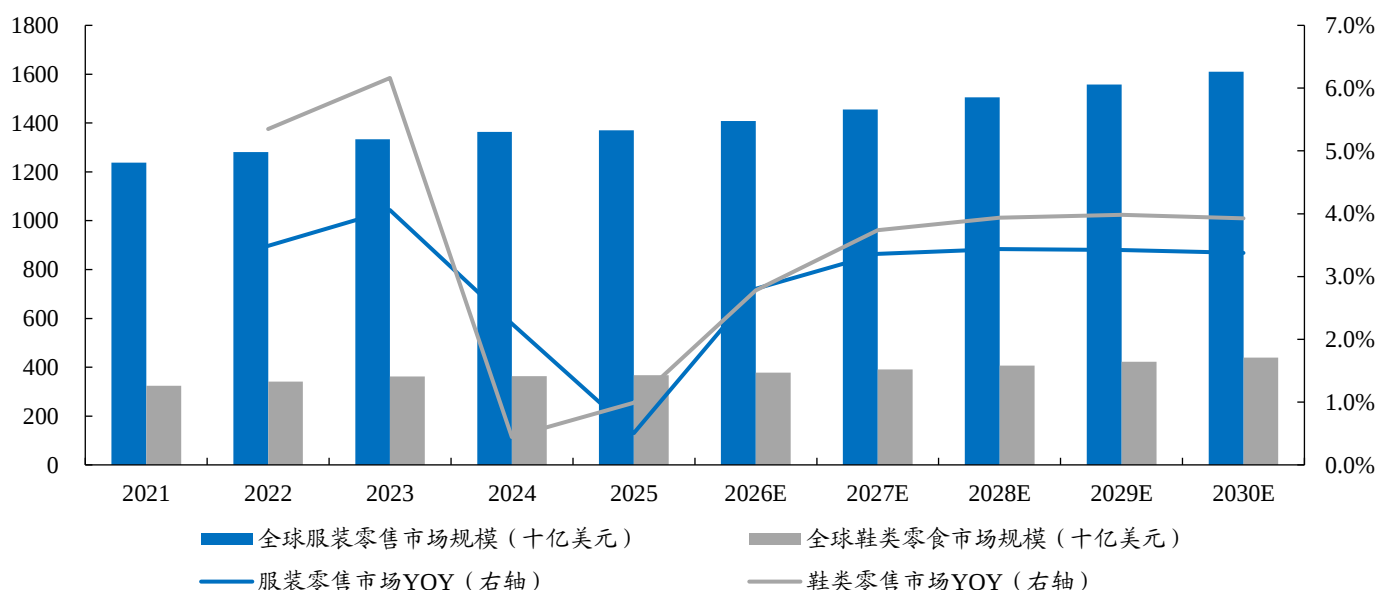
图 19：全球时尚市场规模及增速



资料来源：公司公告、行业专家访谈、欧睿、灼识咨询、信达证券研发中心

服装品类在全球时尚市场中占主要份额，鞋类次之。全球时尚市场中服装品类占据主要份额，2025 年市场规模达 13700 亿美元，2021-2025 年 CAGR 约 2.6%，鞋类市场 2025 年市场规模达 3670 亿美元，亦是时尚市场重要品类，且近年来复合增速略快于服装品类，2021-2025 年 CAGR 约 3.2%。

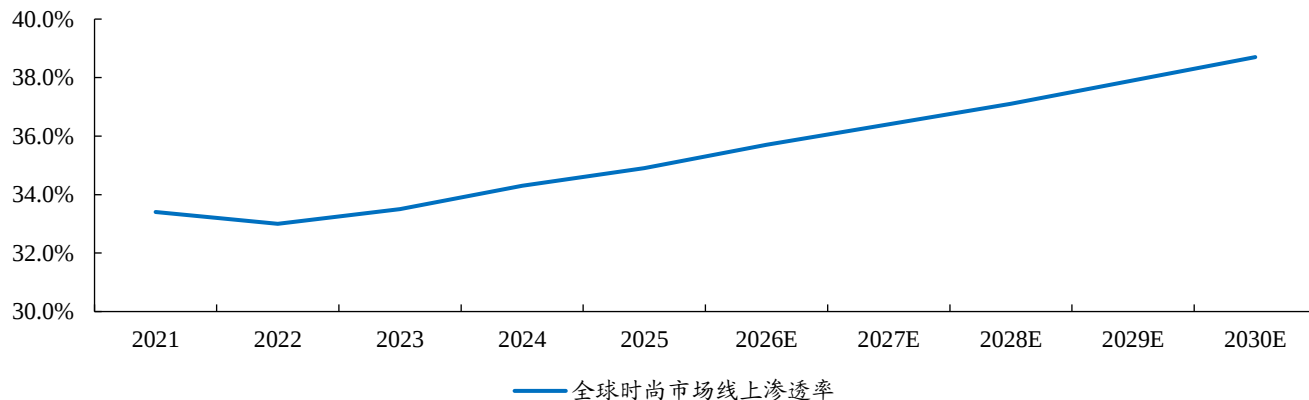
图 20：全球服装零售、鞋类零售市场规模及增速



资料来源：公司公告、行业专家访谈、欧睿、灼识咨询、信达证券研发中心

全球时尚市场线上渗透率有望持续提升，创造结构性机遇。根据公司招股说明书显示，全球时尚市场线上渗透率持续提升，由2021年33.4%升至2025年34.9%，预计2030年有望升至38.7%。该趋势背后是消费趋势的深刻变化，随着移动支付、全球物流网络、社交媒体及推荐算法等技术与基础设施的成熟，时尚企业可突破实体店局限，运用前沿技术实现更广泛多元的产品选择、缩短从产品设计到上市周期、增强用户互动并提供便利性；此外，具有前瞻视野的企业通过打造沉浸式数字体验、依托社交电商势能、合作KOL吸引消费者。先进数据分析及消费者行为洞察则助力企业打造个性化购物体验，深化用户参与度并建立持久粘性。

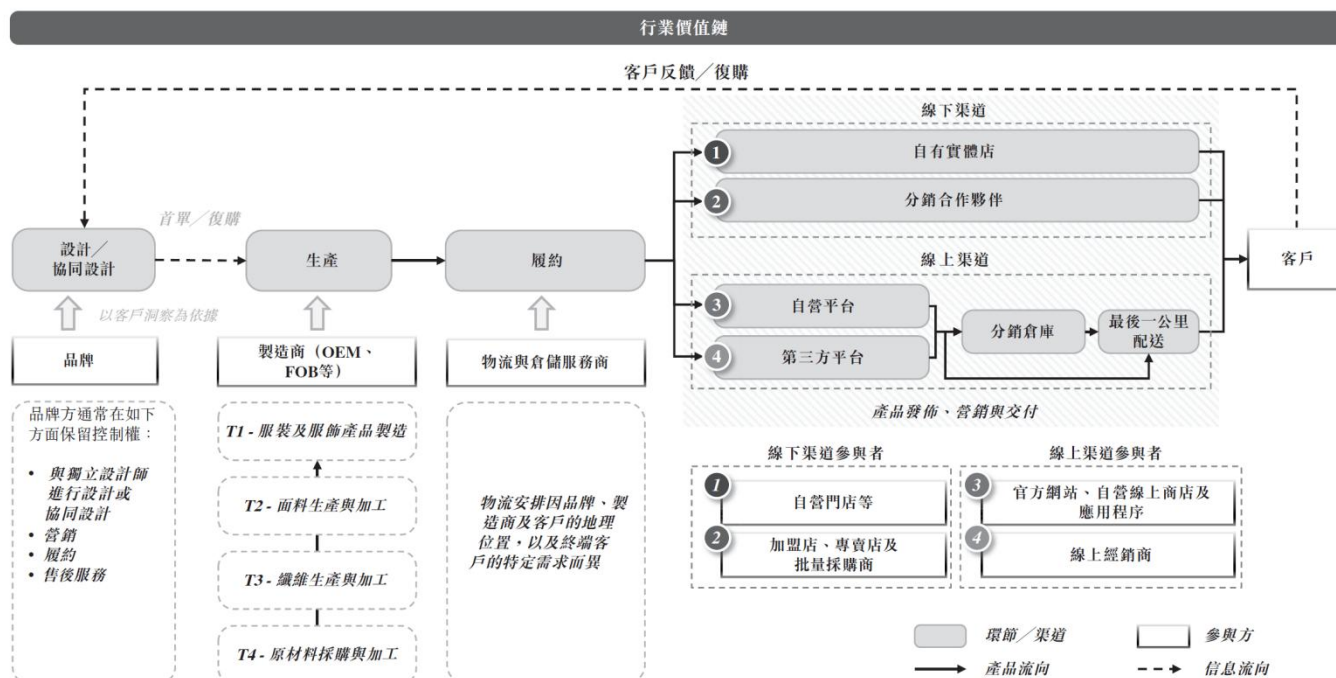
图 21：全球时尚市场线上渗透率



资料来源：公司公告、行业专家访谈、欧睿、灼识咨询、信达证券研发中心

品牌方扮演时尚行业重要角色，多环节综合能力要求较高。从全球时尚行业价值链来看，自上而下环节划分清晰，包括设计、生产、履约环节，品牌方在其中扮演重要角色，在设计（独立/协同设计）、营销、履约、售后服务等环节均需保留控制权，在产业中的布局深度、广度均超过其他角色，该特征亦对品牌方多环节综合能力提出较高要求，优秀品牌企业竞争壁垒往往建立在全产业链基础上。

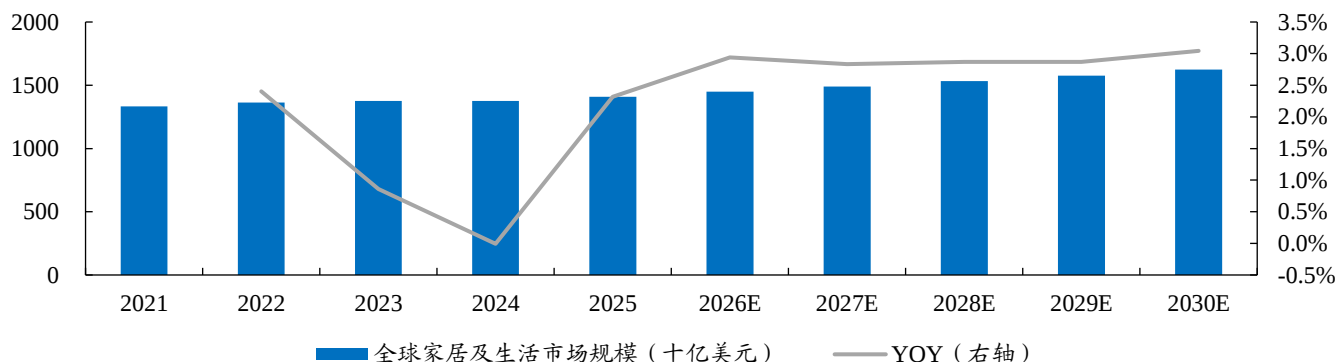
图 22：全球时尚行业价值链



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

家居及生活市场: 2025 年市场规模约 14080 亿美元, 存量较大但增速平缓, 2021-2025 年 CAGR 约 1.4%, 属于相对成熟品类, 品牌方需寻找差异化破局机会。

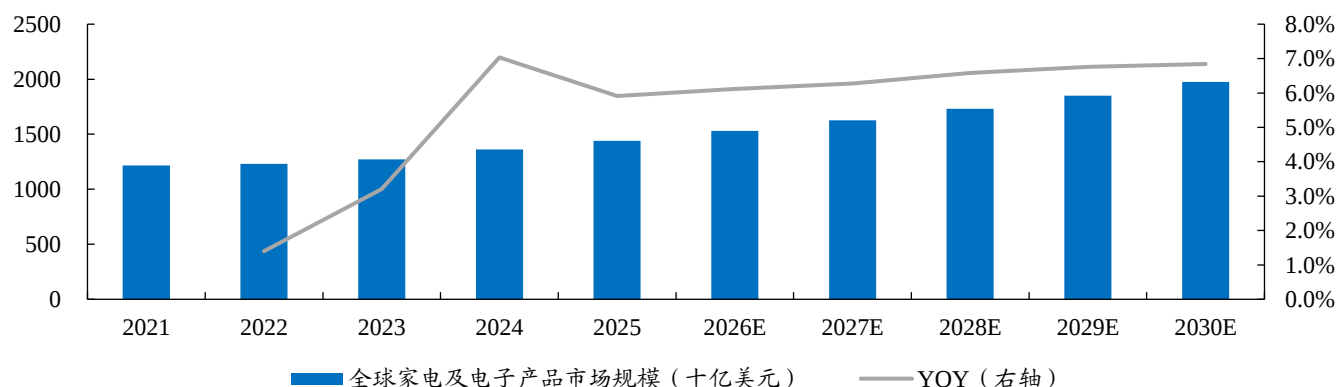
图 23: 全球家居及生活市场规模及增速



资料来源: 公司公告、行业专家访谈、欧睿、灼识咨询、信达证券研发中心

家电及电子产品市场: 2025 年市场规模约 14410 亿美元, 兼具存量规模与增长势头, 2021-2025 年 CAGR 约 4.4%, 我们认为创新引领的产品迭代是创造市场需求的核心动能, 对品牌方而言, 产品创新或是布局家电及电子产品市场的核心竞争力。

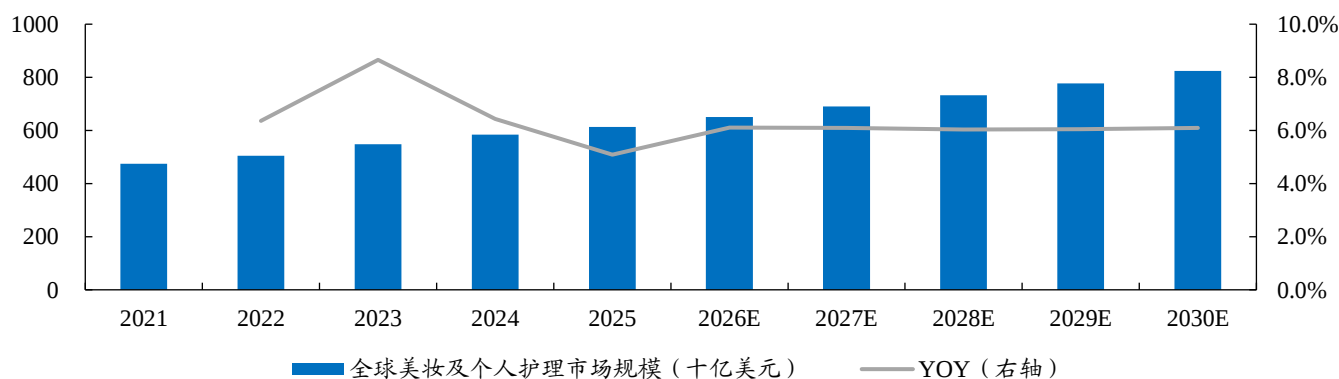
图 24: 全球家电及电子产品市场规模及增速



资料来源: 公司公告、行业专家访谈、欧睿、灼识咨询、信达证券研发中心

美妆及个人护理市场: 2025 年市场规模约 6140 亿美元, 2021-2025 年 CAGR 约 6.6%, 增长势头突出。我们认为全球消费者悦己、健康等需求趋势或是推动该市场增长的重要因素, 把脉需求、活用社媒等工具或可帮助品牌方收获可观增量。

图 25: 全球美妆及个人护理市场规模及增速



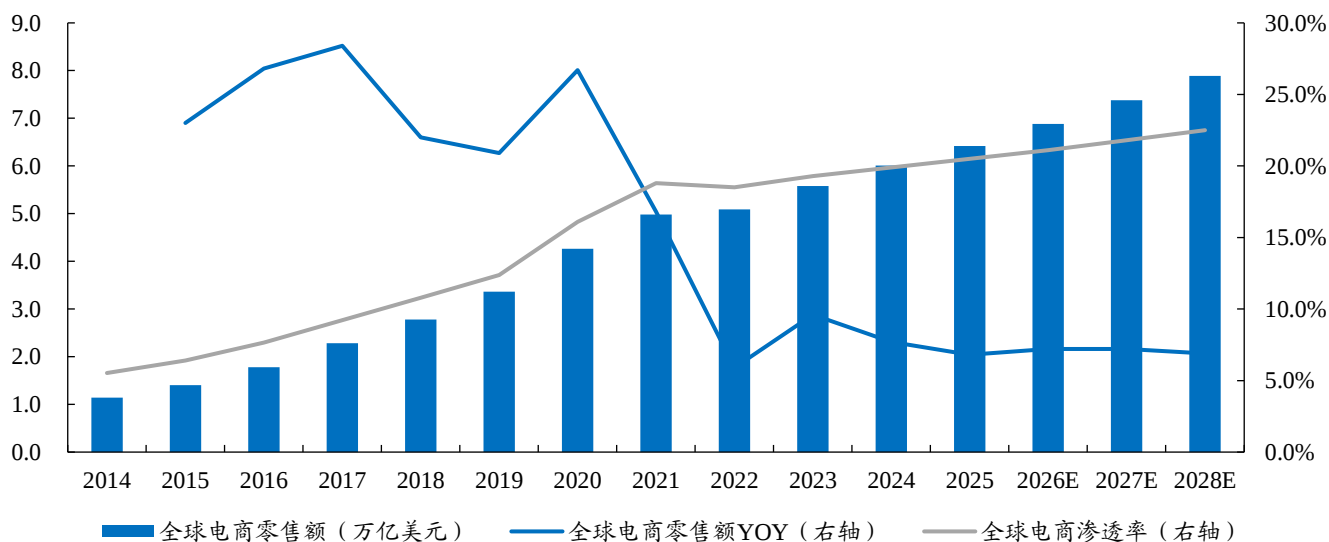
资料来源: 公司公告、行业专家访谈、欧睿、灼识咨询、信达证券研发中心

2.2 跨境电商景气趋势良好，平台竞争中确立差异化

2.2.1 总量概览：全球消费线上化趋势明朗，跨境电商景气良好

全球电商渗透率稳步提升。根据 eMarketer 数据，2014-2025 年全球电商销售额从 1.1 万亿美元增长至 6.4 万亿美元（CAGR 达 17.0%），电商渗透率从 5.5% 增长至 20.5%，于 2025 年首次突破 20%。依托渗透率提升，电商市场实现稳健增长，预计 2028 年全球电商市场规模将增长至 7.9 万亿美元，增速保持在 7% 左右，渗透率则有望进一步提升至 22.5%，对商家而言全球线上化机遇不容错过。

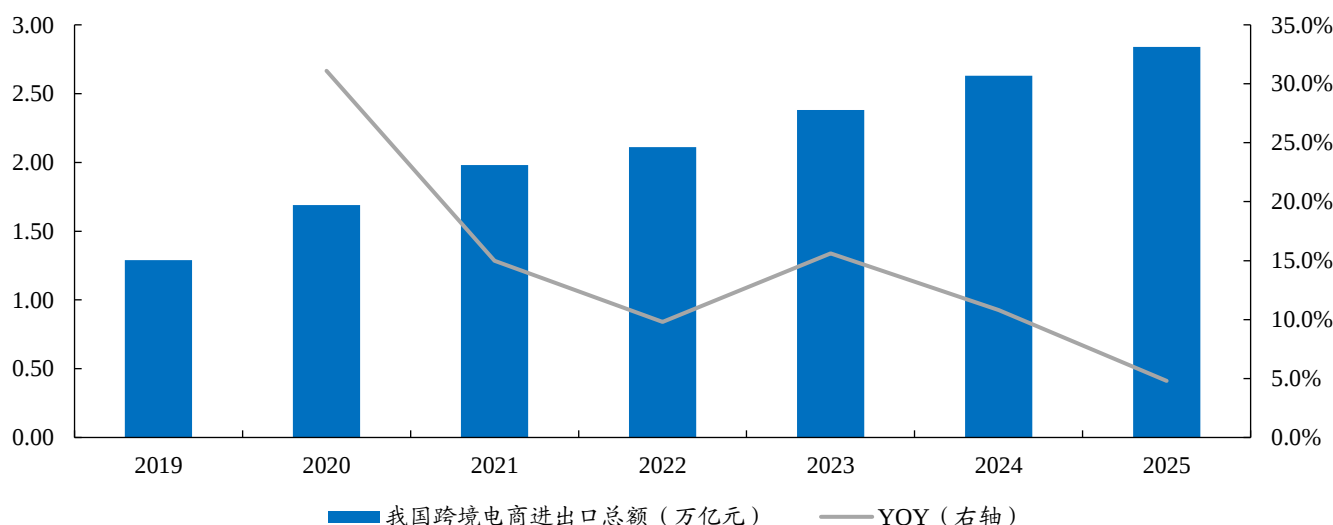
图 26：全球电商市场规模、增速及渗透率情况



资料来源：eMarketer、AMZ123、信达证券研发中心

我国跨境电商行业发展趋势良好。根据我国海关总署数据，2025 年我国跨境电商进出口总额达 2.84 万亿元、同比增长 4.8%，尽管面临美国关税等诸多外部环节压力，仍呈现强韧增长。我们认为，跨境电商正逐渐成为外贸发展生力军，随着全球消费趋势线上化和消费者需求的多元化发展，有望为我国外贸发展持续注入动能，2026 年行业景气机遇值得重视。

图 27：我国跨境电商进出口额及增速

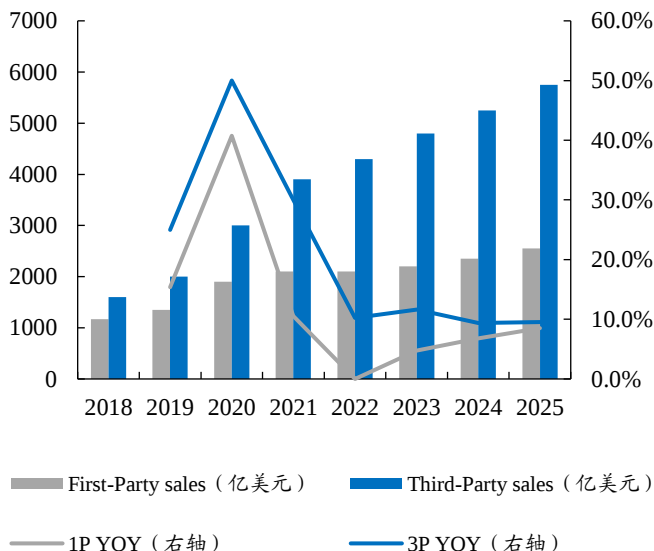


资料来源：国家层面海外综合服务平台、中国海关总署、网经社、北京青年报、光明网、信达证券研发中心

2.2.2 电商平台梳理：一超多强格局初现，后发者寻求差异化优势

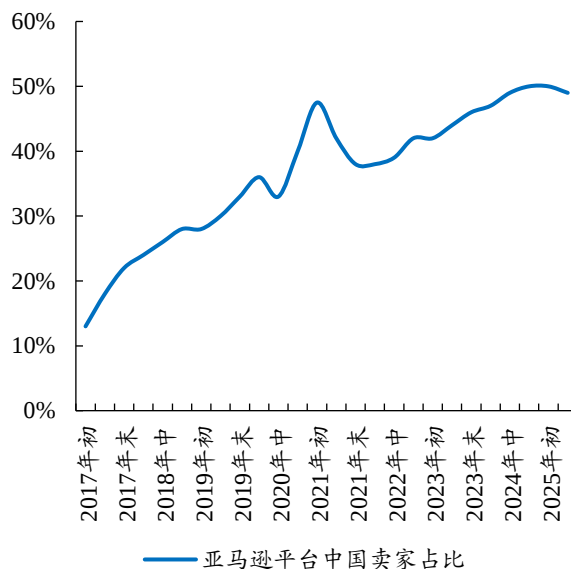
亚马逊是中国卖家出海主阵地，大盘近年来持续增长。根据 Marketplace Pulse 数据，近年来亚马逊平台销售规模稳健增长，第三方卖家整体销售额 2025 年增速约 10%，而在热门卖家中，中国卖家占比已达半数左右，从整体规模而言，亚马逊平台是中国卖家出海的主阵地。我们认为，在亚马逊平台的表现既是多数相关跨境卖家的晴雨表，亦是全面观察卖家竞争力的放大镜。

图 28：亚马逊平台销售规模及增速



资料来源：Marketplace Pulse、信达证券研发中心

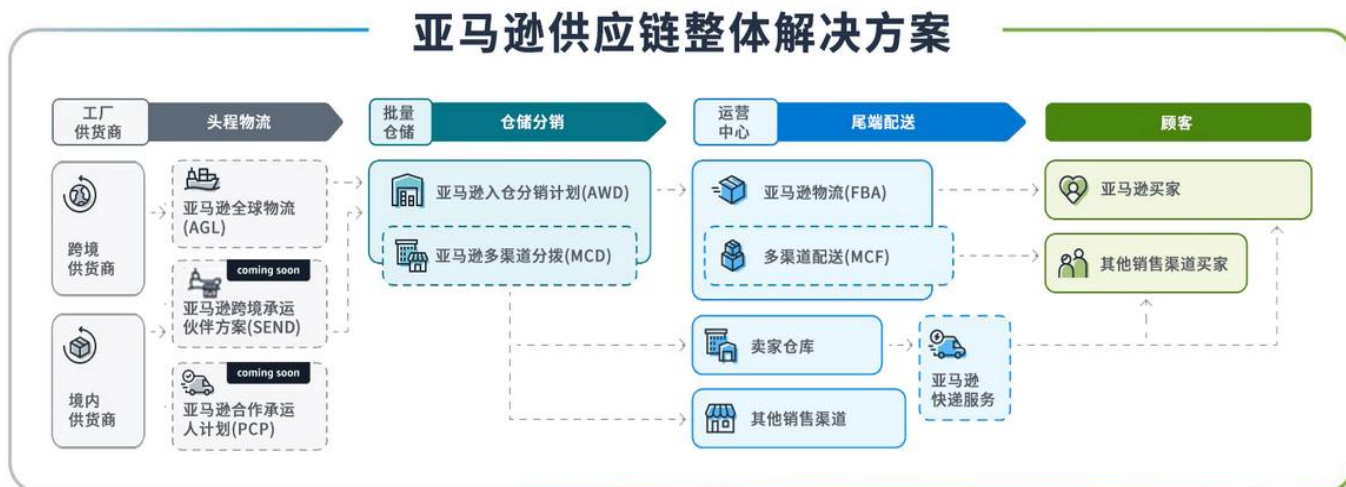
图 29：亚马逊平台中国卖家比例



资料来源：Marketplace Pulse、信达证券研发中心

亚马逊核心竞争力——仓储物流体系。根据亚马逊官方信息，2023 年在全球范围内平台为 Prime 会员提供有史以来其最快的配送服务，超 70 亿件商品实现当日或次日达。随后在 2024 年 5 月，亚马逊宣布 2024 出口跨境物流加速器计划，旨在借助其全球领先的物流基础设施和创新能力，结合本地资源，持续优化跨境物流服务，助力中国卖家出海。我们认为，仓储物流体系是亚马逊作为平台方的核心竞争力之一，能为各类跨境电商卖家提供全面服务，头程主要是 AGL（Amazon Global Logistics），尾程主要是 FBA（Fulfillment by Amazon），尽管相关费率近年来时有波动，但仍是亚马逊成为中国卖家出海主阵地的重要基础。

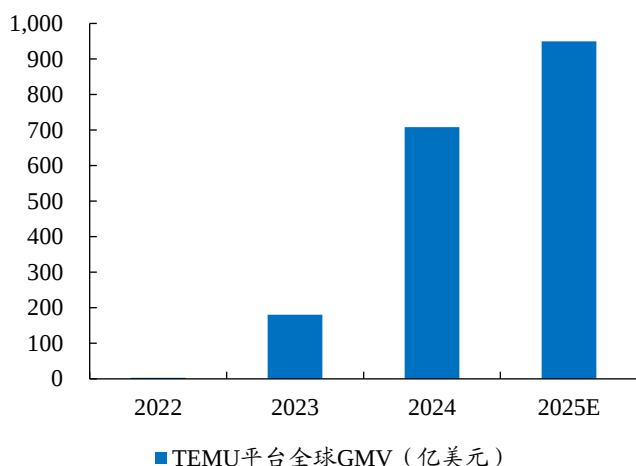
图 30：我国跨境电商进出口额及增速



资料来源：亚马逊全球开店官网、信达证券研发中心

Temu 沿袭拼多多性价比基因，购物体验仍有提升空间。 Temu 是拼多多旗下跨境电商平台，传承拼多多的性价比基因。Temu 于 2022 年 9 月 1 日正式上线，注册地为美国波士顿，凭借对性价比趋势精准把握以及积极广告投入，Temu 在全球市场快速扩张，派代跨境结合市场信息预计 2025 年 GMV 超 900 亿美元。定价角度，Temu 为海外消费者提供突出性价比的商品，但为控制成本、保证整体效率，Temu 也弱化消费者的部分购物体验。首先是履约时效性，以配送至美国为例，亚马逊标准物流用时 3-5 天，快速物流用时 1-4 天，而 Temu 标准物流用时 6-16 天，快速物流用时 4-14 天，后者明显更慢；其次是商品品质方面，在以价格为首要标准进行上游供给筛选时，难免出现部分鱼龙混杂的现象，这也是未来 Temu 优化上游供给的重要方向。

图 31: TEMU 平台销售规模



资料来源：派代跨境公众号、信达证券研发中心

图 32: 亚马逊平台与 Temu 物流配送速度对比

Temu Shipping Info		
We provide FREE STANDARD SHIPPING on almost all orders.		
Shipping Method	Costs	Shipping Time
Standard Shipping	FREE on almost all orders	6 - 16 days
Express Shipping	\$12.90 - orders < \$129.00 Free - orders ≥ \$129.00	4 - 14 days

amazon Shipping Times to U.S. Territories and Freely Associated States		
Destination Country	Standard Shipping (business days)	International Priority Shipping (business days)
American Samoa, Guam, Northern Mariana Islands, Marshall Islands, Federated States of Micronesia, Palau, U.S. Virgin Islands	3 to 5	1 to 4

资料来源：justchinait、亚马逊官网、信达证券研发中心

2024 年开始，Temu 发力半托管模式，逐渐向成熟出海增量渠道进化。 2024 年，Temu 开始发力半托管模式，主要针对有海外仓、海外仓有现货、能履约的商家进行招商，商家有境外仓且在仓有现货，能够直接在平台上架售卖，平台则负责协助商家进行广告投放、客服、售卖等环节，在保持突出性价比基因基础上，增强对跨境大卖家吸引力。横向对比全托管与半托管模式下的卖家经营情况：Temu 全托管模式为卖家承担仓储物流、获客、运营等环节的工作，节省下大笔开支与精力，但同时在定价方面提出更为严苛的要求，故全托管卖家毛利率被大幅压缩。综合来看，尽管 Temu 在合作过程中处于强势地位，但具备一定规模的成熟卖家能够实现盈利，背后是自身出海能力与产业链价值分配间的权衡。

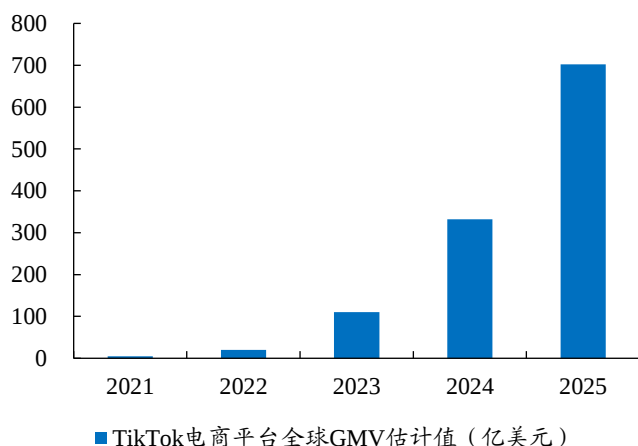
图 33: Temu 全托管 VS 半托管模式 UE 模型（成熟头部卖家）

一级指标	二级指标	全托管	半托管
总营收		100%	100%
成本	货品成本（含退货）	86%	35%
仓储物流	头层运费	0%	13%
	尾程运费（含仓储费）	0%	25%
获客	平台费用（抽佣/罚款等）	8%	12%
	推广费	0%	5%
运营等	人工费用	2%	3%
	管理、税费等	1%	2%
净利率		3%	5%

资料来源：归初国际公众号、解码 Decode 公众号、信达证券研发中心（注：数据来自 2025 年，或存在样本误差，谨慎参考）

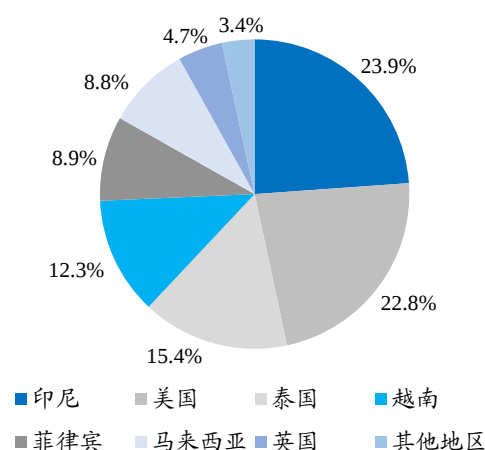
TikTok Shop是社交平台**TikTok**旗下的电商平台,依托流量红利做内容电商出海。**TikTok Shop** 是全球顶流社交平台 **TikTok** 旗下的电商平台,复刻抖音电商的商业化道路,依托主站充足且优质的流量资源禀赋(**TikTok** 全球月活用户超 20 亿),打造内容电商出海渠道。**TikTok** 电商跨境业务于 2021 年 6 月正式上线,2025 年总 GMV 已达约 700 亿美元;分地区来看,印尼、美国、泰国、越南依次是占比 10% 以上的前 4 大市场,东南亚为 **TikTok** 强势区域,欧洲等地区亦在快速布局。

图 34: TikTok 电商平台销售规模



资料来源: TK 观察公众号、信达证券研发中心

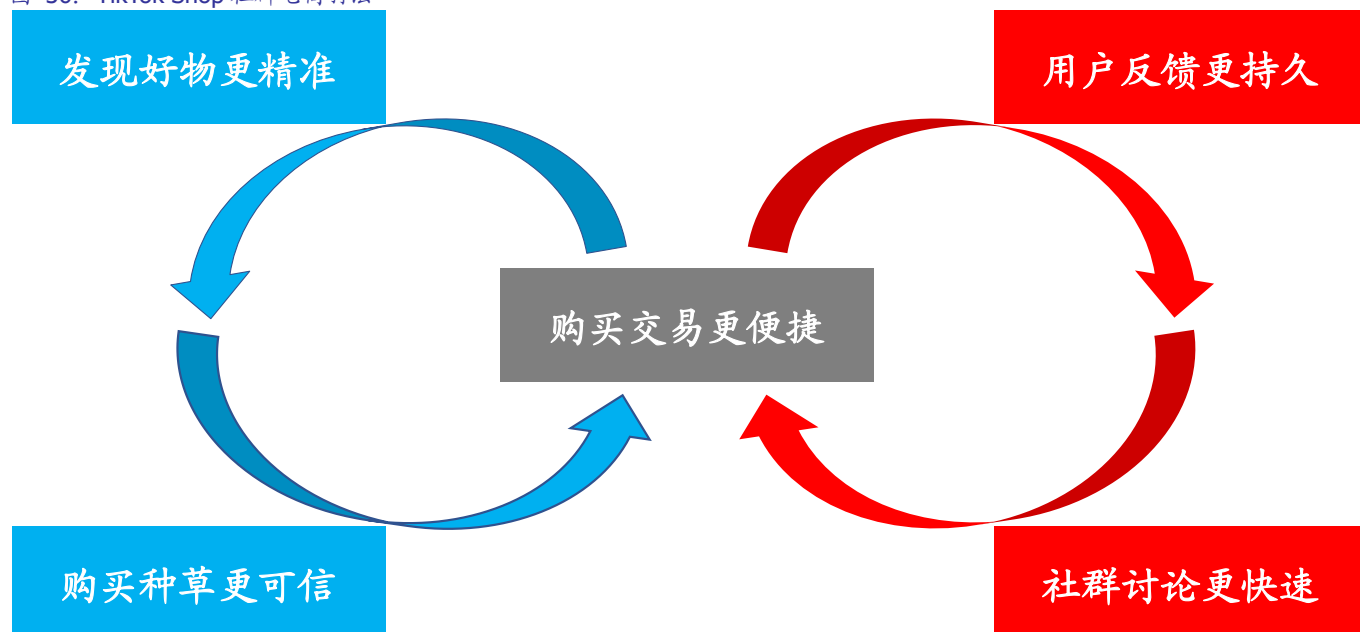
图 35: TikTok 电商平台 GMV 分地区占比 (2025 年)



资料来源: Kalodata、AMZ123、信达证券研发中心

TikTok Shop 内容电商依托兴趣社群打法,重新定义电商消费价值。**TikTok** 聚集活跃度高、分享意愿高、购买力强的电商消费者,这些消费者追随着他们所感兴趣的内容,自发聚集形成社群圈层。这种社群圈层的一个重要体现是“标签”,首先,账号有类似身份定位的标签,如“美妆达人”、“美食达人”等,旨在帮助明确创作内容的整体推送方向;此外,视频在创作发布时也可选择标签,进一步精确每条内容的推送方向,比如口红产品相关视频,可以打上标签“#lipstick”,用户在 App 搜索栏输入相关词条,弹出结果即为附带相关标签的内容。这种社群打法不仅能推动内容热度,还能成为消费决策的核心力量,重新定义电商消费的体验和经营价值。

图 36: TikTok Shop 社群电商打法



资料来源: Kalodata《TikTok 2024 电商白皮书》、圣香大数据、信达证券研发中心

小结：头部平台各有优劣，流量竞争趋于激烈。

(1) 亚马逊：通过多年全球化深耕，搭建完善自有仓储物流体系，能为各国、各类跨境卖家提供全方位服务；用户体量大，通过 AI 算法“COSMO”等方式持续优化用户体验，保障流量基本盘稳定。另一方面，我们认为平台经营理念或相对固化，面对消费者日益多元化的消费需求，如低价、兴趣至上、质价比等，亚马逊或较难做到高效的针对性满足，这也成为其他跟随者平台的成长机会。

(2) TEMU：立足中国供应链优势实现高性价比商品出海，面对价格敏感型顾客吸引力突出。但另一方面，一是履约时效性相对较弱，二是部分商品受采购价格限制，品质良莠不齐，三是定价策略或引起地方市场对市场竞争的关注，存在政策风险。

(3) TikTok Shop：复刻抖音电商的商业化道路，依托主站充足且优质的流量资源禀赋，把握海外大量用户兴趣趋势，打造内容电商出海渠道，面对的消费者更年轻，消费欲与分享欲也更强。但另一方面，一是平台仓储物流体系薄弱，兴趣内容流量走势存在高度不可预见性，故关联商品销量波动大，给商家备货及平台仓储物流规划造成困难，二是高度依赖主站流量，TikTok 若面临政策风险则会直接影响商城销售。

(4) 希音国际：从服装垂类独立站起家，自有品牌矩阵较成熟，具备较好的年轻、女性客群基础，打造的特色 LATR 模式能复用到广泛的时尚领域是公司的独特优势。公司未来发力推动商场模式，引入更多第三方卖家丰富品类及品牌供给，配套的运营机制、仓储物流体系均有提升优化空间。

图 37：亚马逊招商看点



资料来源：亚马逊全球开店、信达证券研发中心

图 38：TEMU 招商看点



资料来源：TEMU Seller Center、信达证券研发中心

图 39：TikTok Shop 招商模式



资料来源：TikTok Shop、信达证券研发中心

图 40：SHEIN 招商看点



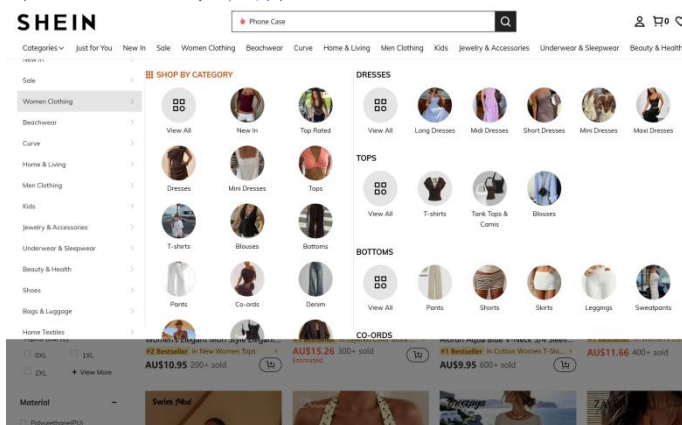
资料来源：SHEIN 平台招商官网、信达证券研发中心

3. 公司核心竞争力：LATR 模式助力时尚优势延伸

3.1 LATR 模式解决时尚行业痛点，构建供应链生态

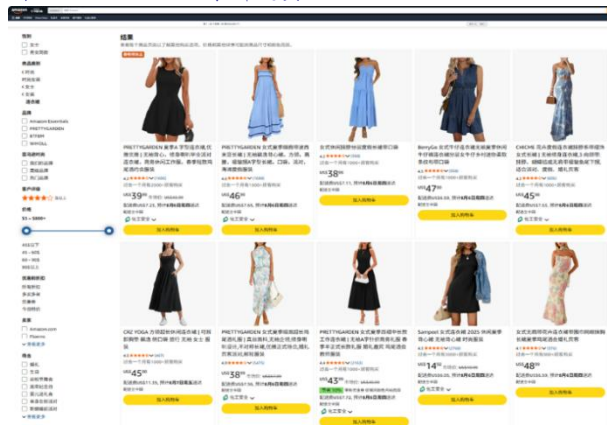
时尚行业面临产品 **SKU 多**、**更新迭代快**、**库存管理难**三大痛点。时尚行业具备突出的个性化特征，通常由多样化的消费者品味和快速演变的潮流驱动长尾需求。为满足消费者期望，理想情况下，时尚行业参与者需要近乎无限的产品种类，并实现从设计到上架的即时更新。一直以来时尚行业参与者始终面临三大核心挑战，即难以在丰富的产品选择、快速的设计更新和高效的库存管理之间实现较好平衡。

图 41: SHEIN 女装筛选页面



资料来源: SHEIN 官网、信达证券研发中心

图 42: Amazon 女装筛选页面



资料来源: Amazon 官网、信达证券研发中心

希音国际开发 **LATR 模式**攻克行业痛点，构筑时尚领域竞争优势。公司凭借端到端智能供应链以及敏捷的全球履约网络开发出 LATR 模式，该模式是一项具备高度可扩展性的专有运营模式，以按需及小批量生产为特色。该模式最初应用于服装，具高度灵活性，并对市场需求反应迅速。LATR 即“大规模、自动化、小单快返”，运行逻辑方面，公司在小批量首单中推出新品，以测试市场对该产品需求，若产品销量优异，公司则返单订购更多的产品。小单快返的流程高度自动化，并被大规模地应用于大量的新产品，有效帮助公司克服时尚行业痛点。

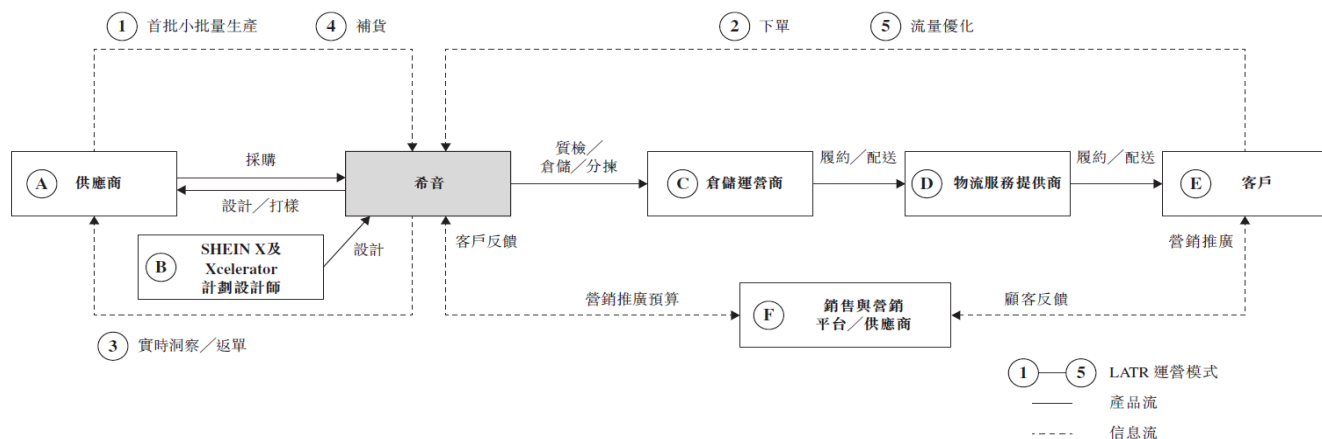
图 43: 希音国际 LATR 模式运行逻辑



资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

LATR 模式具体运行流程: (1) 首批小批量生产, 依托公司对可能畅销产品的数据洞察, 公司的合约制造商进行首批 100-200 件的小批量生产。(2) 下单, 消费者通过公司的移动应用和网站选择产品并下单。(3) 实时洞察/返单, 公司实时分析消费者购买行为, 识别出畅销产品, 并将洞察分享给供应商。对于销售表现良好的产品, 公司会下达大规模生产的返单。通过识别出产能未充分利用的供应商, 公司能够自动选择最优供应商进行大规模生产。(4) 补货, 合约制造商在收到公司的返单洞察后, 进行产品大规模生产, 使公司能够为产品补货(即上架新产品库存)。(5) 流量优化, 公司结合数据洞察、算法及其他技术创新, 持续确保在公司的移动应用和网站上向消费者展示他们喜爱的产品。

图 44: 希音国际 LATR 模式流程框架



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司围绕 LATR 模式构建供应链生态, 打通各环节合作方职能。(1) 供应商, 生产公司品牌产品并于与公司签订直接采购合同, 可自行设计产品、采用公司设计或使用 SHEIN X 及 Xcelerator 计划设计师的设计。该供应商已融入公司端到端智能供应链, 并享受公司供应链解决方案赋能。(2) SHEIN X 及 Xcelerator 项目设计师, 专注创作与设计, 公司则负责生产、营销与零售, 设计师可付费获得公司提供的服务或从其设计产品的销售中赚取佣金, 并保留其设计知识产权。(3) 仓库运营商, 负责运营公司全球仓储网络, 将商品运送至仓库, 接到客户订单后, 公司直接从仓库打包并将商品配送至客户。(4) 物流服务提供商, 为公司提供向客户配送商品的物流服务。(5) 销售与营销平台/供应商, 协助公司优化销售与营销工作。

图 45: 希音国际供应商合作模式



资料来源: SHEIN 自营招商, 信达证券研发中心

公司供应链管理系统优势——数字化&灵活性。公司打造的供应链管理系统具备智能性质，赋予公司和供应链合作伙伴高度整体性，从而提高运营效率并优化流程同步。公司为供应商提供全套供应链管理软件，并与公司自研技术平台集成，帮助公司精准规划和管理包括从商品企划、设计、采购、制造到履约在内的每个重要供应链流程。此外，该数字基础延伸至公司由 AI 驱动的设计能力，将技术应用于图案开发及 AI 时装摄影。灵活性方面，公司供应链管理系统帮助公司对顾客偏好和市场趋势的变化作出迅速响应，从而缩短产品周期，并获动态供应链统筹提供支持，有助于实现整个网络内的智能资源配置以及经优化的产能与库存管理。

图 46: 希音国际供应链管理系统帮助合作伙伴优化库存管理

**~503,741立
方米**

通过数字热转印印刷、冷转印牛仔布印刷和涂料染色等制造创新，减少了水分的使用。

~10,500米

通过与Aloqia合作抢救的库存面料

155吨

这是一项试点计划的一部分，回收参与供应商的后工业纺织废料，生产出108吨布料的再生织物。

~950万

SHEIN 交易所的活跃用户数，2025年新增用户超过348万。

500万欧元

由SHEIN基金会承诺，作为一项多年合作项目的一部分，致力于促进肯尼亚及更广泛非洲地区废纺织品的收集与回收。2025年，ACT基金会收集并分拣了70吨纺织废弃物，并培训了300多名人员提升再造及相关生产技能。

资料来源: SHEIN 官网、信达证券研发中心

公司供应链管理系统优势——自动化&透明度。公司的供应链管理系统能够自动处理供应链流程中如下单、匹配产品和供应商等关键任务，透过自动订单分配及流程监控，结合实时预测及返单，帮助提升供应链整体运营效率及响应能力。透明度方面，公司智能化供应链管理系统帮助清晰了解全供应链各环节供应商的产能及进度，并支持全流程可执行且以数据驱动的决策。此外，该系统带来的高透明度在公司的质量控制过程中也起到重要作用，帮助公司更好解决生产问题，提高产品质量。

图 47: SHEIN 打造自动化流程



资料来源: SHEIN 官网、信达证券研发中心

图 48: SHEIN 高透明度供应链帮助供应商决策



希音入驻 | 尺码做宽，生意做大！合作6年，她在SHEIN开辟出第二曲线
拓宽尺码边界，挖掘细分红利
2026-07-23 | 商家专题



SHEIN官网 | 手握800万成绩单，他偏单押一个方向，结果订单再翻一倍
取舍布局，打造核心优势
2026-06-16 | 商家专题



SHEIN官网 | 420亿礼服赛道红利来袭！传统工厂这样转型，产能利润双双起飞
SHEIN礼服品类供应商热招中
2026-05-20 | 商家专题

资料来源: SHEIN 自营招商、信达证券研发中心

3.2 自有品牌矩阵支撑成长基本盘，垂类优势赢得用户信赖

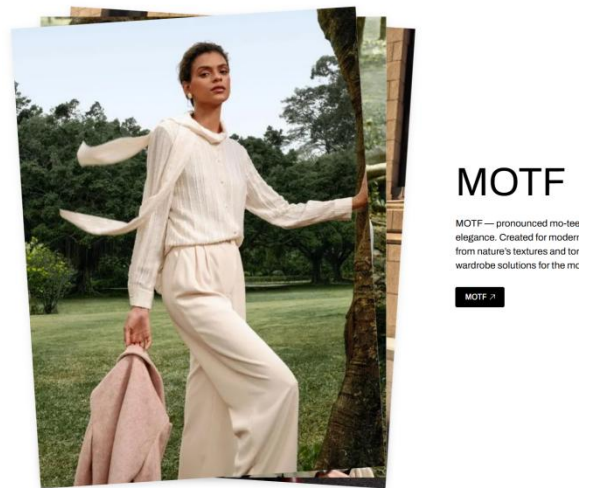
公司从 **SHEIN** 旗舰品牌出发打造品牌矩阵，满足顾客多元化需求。公司以旗舰品牌 **SHEIN** 为出发点，逐步拓展到多元化品牌矩阵，涵盖更多价位、风格及品类。如 **SHEIN** 品牌由多样化系列组成，**SHEIN Tall** 等包容广泛尺码，**SHEIN Vcay** 主打度假场景，**SHEIN EZWear** 主打日常基础款；**DAZY** 品牌为 Z 世代 IT 女生准备，主打牛仔、宽松针织面料等；**ROMWE** 品牌主打另类元素，包括哥特、嬉皮、朋克等；**MOTF** 品牌专为注重品质与简约的现代女性打造，提供精致的衣橱必备品并体现“提升舒适度”的理念；**Anewsta** 品牌是专为 25-40 岁现代女性设计的高端品牌，核心原则是“优雅、精致与品质”；**GLOWMODE** 品牌主打生活方式运动服，致力于普及高端性能和时尚运动休闲产品。

图 49：希音国际品牌矩阵



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

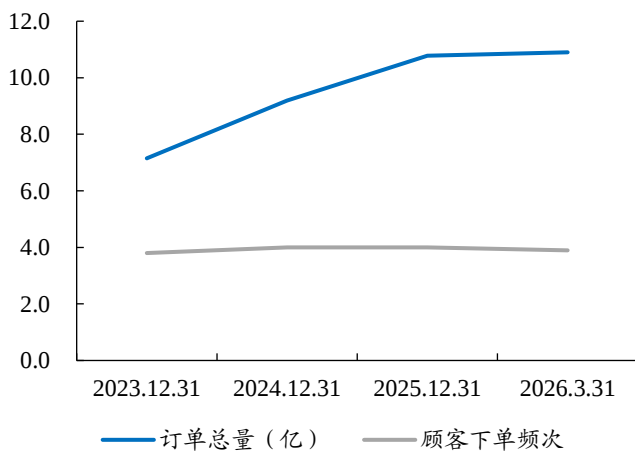
图 50：MOTF 品牌主打品质与简约风格



资料来源：SHEIN 官网、信达证券研发中心

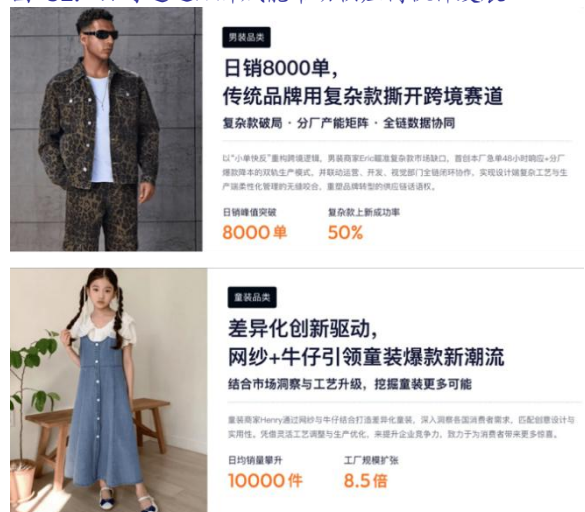
公司立足垂类优势赢得更多用户信赖，赋能供应商伙伴快速发展。按截至统计日止 12 个月口径，公司订单总量从 2023 年 7.2 亿单升至 25 年 4 月 1 日-26 年 3 月 31 日 10.9 亿单，顾客下单频次近年来则稳定在 4 次左右。随着品牌发展，公司赋能供应商伙伴，为消费者提供更优产品，某男装合作商复杂款上新成功率达 50%，日销峰值超 8000 单，某童装合作商工厂规模扩张 8.5 倍，日均销量升至 10000 件。

图 51：公司订单情况（截至统计日止 12 个月，统计日即图中横轴所列示时间）



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图 52：公司通过品牌赋能帮助供应商伙伴发展



资料来源：SHEIN 自营招商、信达证券研发中心

3.3 多种合作模式引入外部商家，向综合性平台迈进

公司为外部商家打造半托管、代运营、自主运营三大合作模式。公司近年来逐步引入外部商家以丰富品类及产品供给，并根据不同商家的能力资质推出三大合作模式，

(1) 半托管模式：主要针对有海外仓且具备本地履约能力的商家，SHEIN 负责协助卖家运营店铺，“快速配送”打标；**(2) 代运营赋能模式：**主要针对具备自有供应链的商家，该类商家只需发货到 SHEIN 国内仓库，由 SHEIN 负责营销、履约、售后、客户等环节；**(3) 自主运营模式：**主要针对具备跨境经验的商家，由商家自主运营全流程，对销售额有一定门槛要求。

图 53：公司面对外部商家推出三大合作模式



资料来源：SHEIN 平台招商官网、信达证券研发中心

公司时尚领域优势突出，与优质第三方卖家共同成长。公司作为全球知名的时尚和生活方式在线零售商，通过商城模式与第三方卖家股份合作，在时尚领域优势赋能出海新品牌，实现平台与商家共同成长。

图 54：公司面对外部商家推出三大合作模式



资料来源：SHEIN 平台招商官网、信达证券研发中心

3.4 募资项目规划清晰，强化全链路竞争力

公司计划将募得资金用于强化全链路竞争力。根据公司招股书所披露募得资金用途，公司计划将资金主要用于技术及基础设施、人才队伍建设、营销活动、供应链管理等环节，时间主要在未来 36 个月/48 个月内，基本指明未来 3-4 年发展方向，即强化全链路竞争力，尤其是持续开拓全球市场，拓展流量规模，并潜修供应链与运营内功，做好承接与转化。

图 55: 希音国际募资项目规划

募集资金主要用途	具体描述	时间规划
加强和升级技术基础设施	采购云服务和服务端服务，并改善技术基础设施。公司计划继续与领先的全球云计算服务提供商开展合作，并为之签订长期合同，重点关注提升数据仓储能力，加强网络安全防御能力。	未来36个月内
开发和完善专有技术	改善用户界面、开发面向供应商的云端软件解决方案、提升需求预测技术以及实施仓库自动化和数字化。公司还计划完善库存管理系统，通过部署AI驱动的工具，进一步提升端到端供应链的智能，还将投资于人工智能和数据分析在整个运营体系中的应用。	未来36个月内
投资并壮大人才队伍	吸引和留住全球技术专家，计划在全球招聘大约1500-2000名新的全职技术人员。应聘者通常需要具备计算机科学、数据分析、工程或相关领域的教育背景。	未来36个月内
投入营销活动	通过具有全球覆盖面和影响力的主要线上平台进行效果广告宣传，以获取新客户，推动销售增长；增加对品牌营销计划的投入，包括高知名度活动，以提升我们的品牌形象，提高全球客户认知度。	未来48个月内
扩大销售和营销团队	在全球增加招聘大约5%的全职销售与营销人员，将寻求具有面向消费者的电子商务经验的应聘者，拥有当地市场经验的成功经验，精通当地语言并熟悉商业惯例。公司计划扩大在美国及欧洲等主要市场以及其他具有增长潜力的市场的本地销售和营销团队。	未来36个月内
加强供应链管理	扩大公司SRS政策的范围和深度，进一步制定和实施供应商培训和赋能计划，提供远程和现场支持、数字化管理工具以及最佳实践指导，以及加强内部治理。	未来36个月内
推动其他企业责任举措和创新	采用优先材料和创新生产技术，脱碳工作、循环利用和减少浪费计划，促进整条价值链上的公平赋能	未来36个月内
一般企业用途	-	-

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

4. 投资建议

希音国际具备时尚领域独特优势，处于向综合性平台的关键转型期。希音国际依托独有的 LATR 模式深筑服装品类护城河，以自有品牌矩阵为经营压舱石，同时将运营优势向时尚领域拓展，丰富品类供给；运营模式方面，近年来积极推进商城模式，引入第三方卖家，未来计划持续优化运营机制、履约能力、仓储物流等环节，稳步向综合性平台迈进，有望打开新增长曲线。行业层面景气向上，平台相争，卖家受益，建议关注希音国际、安克创新、赛维时代、致欧科技、卡罗特、傲基股份等。

图 56: 盈利预测（单位：亿元，相关公司数据货币类型均为人民币）

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
300866.SZ	安克创新	679.87	25.45	31.97	39.27	26.7	21.3	17.3
301381.SZ	赛维时代	95.97	2.83	4.72	6.04	33.9	20.3	15.9
301376.SZ	致欧科技	82.79	3.36	4.70	5.83	24.7	17.6	14.2
002803.SZ	吉宏股份	83.51	2.77	3.68	4.60	30.2	22.7	18.2
300592.SZ	华凯易佰	65.30	1.47	3.41	4.34	44.5	19.2	15.0
301558.SZ	三态股份	52.85	0.49	-	-	108.7	-	-
2549.HK	卡罗特	17.44	2.58	3.64	4.49	6.8	4.8	3.9
2519.HK	傲基股份	14.38	1.61	-	-	8.9	-	-

资料来源：iFind、信达证券研发中心（注：盈利预测均取自 iFind 一致预期，估值日期截至 2026/8/5）

5. 风险提示

地缘政治风险。我国企业在海外可能面临当地政策限制相关风险。

海外消费需求不及预期。海外需求疲弱可能导致我国企业海外销售额不及预期。

自主品牌拓展不及预期。建设自主品牌不成功可能导致销售额不及预期。

盈利预测及数据测算存在误差。本文公司及行业的数据测算与预测均含假设值，存在误差风险。

研究团队简介

姜文铨，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，具备 4 年多消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、两轮车、跨境电商、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。