希音-W（00625.HK）

高周转铸现金底气，品牌化启复苏新篇

优于大市

核心观点

公司概况：全球最大的线上时尚品牌，2026年9月上市。SHEIN创办于2012年，2023年正式推出销售其他品牌产品的商城，现为全球最大的线上时尚目的地。公司发展迅速，近三年净收入复合增速14.2%，2025年净收入418亿美元、经调净利润18亿美元、活跃顾客2.73亿。小单快返（LATR）模式是核心竞争力，数据驱动的柔性供应链兼顾丰富供给、快速上新与低库存。公司2026年9月1日于港交所上市，发行市值约262亿美元。大股东许仰天持股30.3%、苗苗持股16.0%。

行业与竞争：时尚行业长期线上化迁移，公司经营效率出众，盈利率仍有空间。全球线上时尚零售额2025年达6,060亿美元，线上渗透率34.9%，长期持续提升。相比国际头部服饰品牌，SHEIN赢在效率，小单快反柔性供应链与DTC模式助力其在异军突起，2025年全球时尚市场份额居第三；其高性价比、高周转和丰富的款式在时尚业优势突出，但盈利能力弱于其他头部服饰品牌。相比国内头部跨境卖家，SHEIN规模大幅领先，核心在于品牌与渠道自主，品牌心智打开了收入规模的延伸空间。相比其他海外电商平台，SHEIN赢在时尚基因，但较海外本地龙头在本地化服务和盈利水平上仍有提升空间；在“跨境四小龙”中SHEIN客单价占优，单位经济的盈利潜力最佳。

风险与机遇：平台竞争与关税稀释低价优势，区域、品类与品牌化发展是破局之道。近期公司主要面临两方面压力：1）跨境四小龙贴身竞争推高获客成本，估算公司目前单均营销费用相比两年前增加0.5-1美元，且订单增速放缓；2）小包直邮关税成本上升稀释低价优势，我们测算目前公司在欧美单均关税上升约6-7美金。未来化解危机的方式亦是发展新机遇：1）平台化发展，在增加本地化履约的情况下单位经济改善，2025年单均经营利润增长超50%；2）区域增长引擎切换，拓展欧美以外的新兴市场，收入占比在2026中期上升至44%；3）品牌化升级，利用供应链效率与独立站时尚心智，携手众多品牌与设计师打造差异化并撬动盈利杠杆；参照运动品牌集团安踏体育，多品牌拉动下如今公司市场总份额相比单品牌时期扩大一倍以上。

财务分析：收入增速与利润率波动，现金造血能力强。2024年至2026年上半年收入增速由20.7%降至1.0%，主要受3P净额法确认及跨境政策扰动；2026年上半年订单仍增长6.4%，且26Q2较26Q1有所提速；毛利率升至70.1%，但履约费率升至49.2%，2026上半年经调整净利润降56%至5.0亿美元。公司存货周转保持在40天以内，2026年中期现金资源达152.5亿美元且无银行借款，上市后资本实力有望继续增强。

盈利预测：美欧市场需求有望先后复苏，如油价回落将利于盈利反弹。过去一年美国、欧盟先后取消小包免税政策，对公司直接产生增量关税成本，公司调价转嫁后消费者短期下单受到抑制；但从季度趋势看美国市场已呈现环比改善，预计欧洲市场随后也将稳步复苏，我们预计2027-2028年收入增速约高个位数。费用方面，短期油价上行和新关税成本推升履约开支，假设随后续油价回落和本地备货比例提升将逐步优化；同时多品牌、高价位市场拓展有望驱动收入和利润率双升。综上，预计公司经调净利润2026-2028年分别达到13.9/17.8/21.7亿美元，同比-23.6%/+28.1%/+22.0%。

估值与投资建议：当前充沛的在手现金与未来潜在复苏弹性具备较强吸引

公司研究·海外公司深度报告

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn S0980520040004
证券分析师：张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn S0980517070001
证券分析师：刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn S0980523070003
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 S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	50.31 - 52.53港元
收盘价	36.84港元
总市值/流通市值	156430/104275百万港元
52周最高价/最低价	48.56/29.90港元
近3个月日均成交额	158.02百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

力，合理估值 50.31-52.53 港元。从相对估值看，可比公司无论品牌型或平台型公司，在成长性与盈利能力均占优时，估值可高达 20X-40X 的 PE，而两者不可兼得时估值也可能下探至 10X 以内。希音当前虽然处于盈利承压期，但美国已经展现复苏势头，未来收入与盈利复苏带动的业绩增长前景较为出色。同时，公司在高效的周转能力下账面积累了超 152 亿净现金，占当前市值比约 74%，估值已经具有较好的安全边际，结合绝对估值我们认为公司股票合理估值区间在 50.31-52.53 港元之间，对应明年 15.3-16.0 倍 PE（剔除净现金后 6.7-7.3 倍 PE），相对于公司目前股价有 30.5%-39.2%的溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：1、国际贸易政策的不利调整；2、全球宏观经济与消费表现不及预期；3、行业恶性竞争加剧；4、盈利预测和估值的风险；5、供应链与合规风险；6、数据安全与隐私风险；7、原料价格和油价波动风险；8、解禁风险；9、地缘政治风险。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	38,748	41,847	41,757	45,018	48,974
(+/-%)	20.7%	8.0%	-0.2%	7.8%	8.8%
净利润(百万美元)	3365	2064	3204	1863	2214
(+/-%)	20.7%	-38.7%	55.2%	-41.9%	18.9%
每股收益（美元）	0.79	0.49	0.75	0.44	0.52
EBIT Margin	2.5%	4.1%	3.1%	3.7%	4.2%
净资产收益率（ROE）	-37.0%	-29.9%	21.0%	11.5%	12.8%
市盈率（PE）	5.9	9.6	6.2	10.6	8.9
EV/EBITDA	140.8	86.5	121.4	93.8	76.6
市净率（PB）	-2.17	-2.87	1.30	1.22	1.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

公司概况：全球最大的线上时尚品牌，2026 年 9 月上市 7
发展历程与上市进程 7
财务与经营现状：收入增速换挡，用户保持双位数增长 7
商业模式：自有品牌基本盘叠加商城平台化 9
成本费用：销售成本持续下降，履约与营销费用上行 11
核心竞争力：小单快返（LATR）柔性供应链 12
股权结构与管理团队：创始团队主导 13
行业与竞争：时尚行业长期线上化迁移，公司经营效率出众，盈利率仍有空间 14
行业规模与格局：线上化长期迁移，格局高度分散 14
对比国际头部服饰品牌：赢在效率，盈利能力有差距 15
对比国内头部跨境卖家：规模独大，定价倍率仍有空间 16
对比海外电商平台：时尚基因突出，单位经济占优 17
风险与机遇：平台竞争与关税稀释低价优势，区域、品类与品牌化发展是破局之道 22
挑战一：平台竞争推高获客成本，销售转化承压 22
挑战二：欧美开征小包关税，成本转嫁抑制需求 24
机遇一：平台化打开规模空间，单位经济改善可期 26
机遇二：区域增长引擎切换，拉美中东接棒 27
机遇三：品牌化升级，撬动盈利杠杆 30
机遇四：并购逻辑转向品牌资产 32
财务分析：收入增速与利润率波动，现金造血能力强 34
盈利预测：美欧市场有望先后复苏，如油价回落将带动利润反弹 38
估值与投资建议 40
绝对估值：50.31-52.76 港元 40
相对估值：49.25-52.53 港元 41
投资建议 45
风险提示 46
估值的风险 46
盈利预测的风险 46
经营风险 46
其它风险 47
附表：财务预测与估值（货币单位：美元） 48

图表目录

图1： 公司发展里程碑 7
图2： SHEIN 净收入及同比增长 8
图3： SHEIN 净利润、经调整净利润及比率 8
图4： 活跃客户及同比 8
图5： 3P 商城三种合作模式 10
图6： SHEIN 第一方和商城模式业务流程 10
图7： 公司 LATR 运营模式 13
图8： 公司股权结构（截至 2026 年 9 月 23 日） 13
图9： 全球服装品牌零售额 15
图10： SHEIN 与 NIKE、ZARA、优衣库商品价值链拆解对比 16
图11： SHEIN 与 NIKE、ZARA、优衣库商品加价率对比 16
图12： SHEIN 与上市跨境卖家收入规模对比 17
图13： SHEIN 与上市跨境卖家经营利润率对比 17
图14： 海外本地电商平台 GMV 和用户数对比 20
图15： 海外本地电商平台订单量和下单频次 20
图16： 海外本地电商平台 AOV 和客单价 20
图17： 海外本地电商平台单笔订单/单客户利润 20
图18： 亚马逊 FY2025 分部收入占比与经营利润率 21
图19： SHEIN 和本地电商的当地仓覆盖率对比 21
图20： 跨境四小龙 GMV 和用户数对比 22
图21： 跨境四小龙订单量和下单频次对比 22
图22： 跨境四小龙 AOV 和客单价对比 22
图23： 海外电商平台全球市场 App MAU 月度同比增速 23
图24： 海外电商平台美国市场 App MAU 月度同比增速 23
图25： 中国低值跨境电商出口月度同比 25
图26： 低值跨境电商出口分市场月度金额（百万美元） 25
图27： 亚马逊鞋服珠宝分站点销售额单月同比 25
图28： 亚马逊零售业务分地区季度增速（汇率中性） 25
图29： Zalando 电商季度收入增速 26
图30： 虾皮/美客多 GMV 季度增速（汇率中性） 26
图31： SHEIN 每单履约费用与总订单量 27
图32： SHEIN 拉美中东市场（巴西、沙特、阿联酋）MAU 同比 28
图33： SHEIN 分地区 MAU 2026H1 同比增速 28
图34： 全球电商零售额分市场占比 28
图35： 全球电商零售额分市场增速 28
图36： 各平台前 5 大市场 MAU 占比（2026H1 平均） 29
图37： 六区域八平台 2026 年 1-6 月平均 MAU（百万） 30

图38： SHEIN 各地区份额占比（八平台） 30
图39： SHEIN 品牌架构图 31
图40： SHEIN Xcelerator 计划合作伙伴 32
图41： Everlane 的“极致透明”——工厂溯源 33
图42： 安踏品牌矩阵图 34
图43： 公司营业收入与变化情况 35
图44： 公司净利润与变化情况 35
图45： 公司经营利润与变化情况 35
图46： 公司经调净利润与变化情况 35
图47： 按类型划分净收入占比 36
图48： 按地区划分净收入占比 36
图49： 活跃顾客及变动 36
图50： 总订单量及变动 36
图51： 公司利润率水平 37
图52： 公司费用率水平 37
图53： 公司营运资金周转天数情况 37
图54： 公司经营性现金流和现金资源 37
图55： 品牌组未来 4 个季度盈利预测对应 PE 42
图56： 平台组未来 4 个季度盈利预测对应 PE 43

表1： SHEIN 各轮融资投前估值 7
表2： 关键财务与经营指标 9
表3： SHEIN 收入类型结构 11
表4： SHEIN 成本和费用变化 12
表5： 公司董事会与高管成员介绍 14
表6： 2025 年全球时尚行业主要参与者市场份额 15
表7： SHEIN 与 Inditex、迅销核心财务指标对比（最新财年） 16
表8： SHEIN 与主要上市跨境卖家财务数据对比（2025 年） 17
表9： 电商各平台总览（最新财年） 18
表10： SHEIN 与海外电商平台财务数据拆分对比（最新财年） 19
表11： Amazon FY2025 零售板块和云业务板块收入与费用拆分（百万美元） 21
表12： SHEIN 与海外本地平台的本地履约能力对比（最新财年对比） 21
表13： SHEIN 营销与盈利指标（招股书、2026 中报口径，单笔与单位费用为按招股书和 2026 中报数据计算） 23
表14： SHEIN 美国市场单均关税成本变化测算 24
表15： SHEIN 欧洲市场单均关税成本变化测算 24
表16： SHEIN 欧洲市场不同物流模式下的关税敏感性测算 24
表17： 亚马逊鞋服珠宝分站点销售额 25
表18： 上市公司分地区收入增速 26
表19： SHEIN 单位经济变化趋势 27
表20： SHEIN 分地区收入金额与增速 29

表 21： SHEIN 自营供货合作模式 30
表 22： SHEIN 品牌矩阵 31
表 23： 购买对价分配 32
表 24： 安踏体育单品牌时期（2009 年）与 2025 年关键指标对比 33
表 25： 安踏体育并购历程 34
表 26： 公司盈利预测中收入假设详情（单位：百万美元） 38
表 27： 公司盈利预测中毛利、履约费用、营销费用假设详情（单位：百万美元） 39
表 28： 公司盈利预测中经营利润、净利润和经调整净利润假设详情 40
表 29： 公司盈利预测假设条件 40
表 30： 资本成本假设 41
表 31： FCFF 估值表（美元） 41
表 32： 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） 41
表 33： 品牌组增长、盈利与预期估值 42
表 34： 平台组增长、盈利与预期估值 43
表 35： 可比公司估值 44
表 36： 公司全球发售所得款项用途 44

公司概况：全球最大的线上时尚品牌，2026年9月上市

发展历程与上市进程

公司创办于2012年，发展大致经历五个阶段：2008-2012年跨境创业起步，从婚纱品类切入，积累SEO流量运营、独立站转化与跨境履约能力；2013-2016年创立主品牌SHEIN，2014年试行小单快返（LATR）模式，2015年推出App转向移动优先；2017-2020年全球扩张，2020年活跃顾客破5,000万；2021-2023年从品牌走向生态，2021年启动SHEIN X设计师孵化、活跃顾客破亿，2023年上线第三方品牌商城开启平台化；2024-2026年活跃顾客破2亿、跻身全球第三大时尚零售商（GlobalData口径），2025年推出SHEIN Xcelerator，2026年登陆港交所。

图1：公司发展里程碑



资料来源：公司招股书，财新网，百度，国信证券经济研究所整理

上市进程方面，公司2014年以来经历多轮融资，2022年D轮投前估值达982亿美元峰值，2023-2024年回落至640亿美元。本次IPO引入博裕资本、老虎环球基金、泛大西洋投资集团、腾讯、景林、泰康人寿及瑞银资产管理（新加坡）共7名基石投资者，合计认购约6,190万股、金额约3.83亿美元，占全球发售股份约22.5%。公司最终定价48.56港元/股，发行约2.8亿股B类股份，募资总额约135.96亿港元、净额约132.14亿港元，发行市值约2,052.6亿港元（约262亿美元）；其中香港公开发售获5.63倍认购、国际发售获2.59倍认购。

表1：SHEIN各轮融资投前估值

轮次	协议日期	投前估值	募集金额	每股成本
A 轮	2014-09	5,300 万美元	500 万美元	0.01 美元
B 轮	2016-04	人民币 11 亿元	人民币 1.69 亿元	人民币 0.36 元
C 轮	2018-06/07	24 亿美元	2.43 亿美元	0.67 美元
C+ 轮	2020-03	50 亿美元	2,440 万美元	1.28 美元
Pre-D 轮	2022-01	605 亿美元	老股转让，未募资	14.50 美元
D 轮	2022-02/03	982 亿美元	18 亿美元	23.72 美元
D+ 轮	2023-04 至 12	640 亿美元	17 亿美元	15.02 美元
B 类股份发行	2023-08 / 2024-04	640 亿美元	换股及老股转让（SPARC 换股等）	15.02 美元
全球发售（IPO）	2026-08	发行市值 2052.6 亿港元	约 135.96 亿港元（净额 132.14 亿港元）	48.56 港元

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

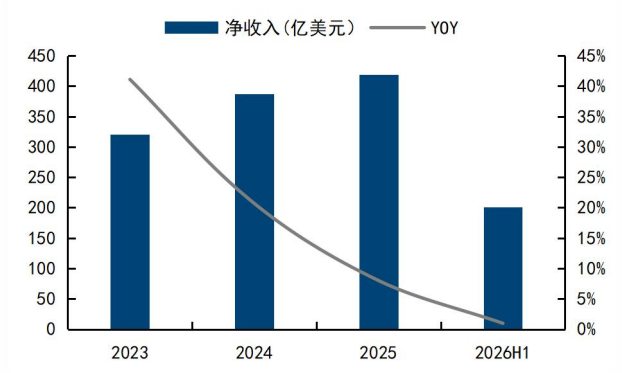
财务与经营现状：收入增速换挡，用户保持双位数增长

2023-2025年净收入复合增速14.2%，2025年同比+8.0%至418.5亿美元，2026H1同比+1.0%至201.3亿美元，增速换挡与关税成本显性化、平台竞争加剧同期发生；

总订单量与活跃顾客增速持续快于收入增速，反映单价与收入结构变化。

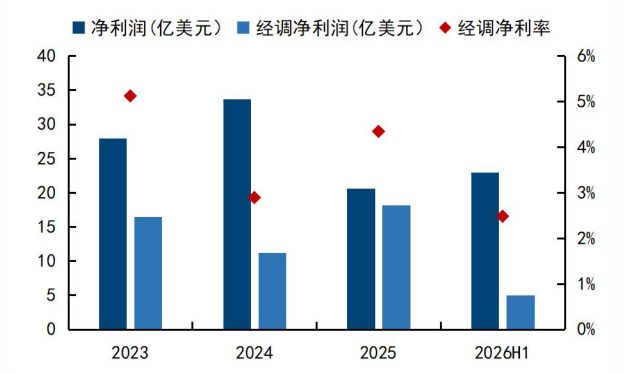
2024/2025/2026H1 经调净利润分别为 11.2/18.2/5.0 亿美元，同比分别-31.9%/+62.3%/-55.6%。2025 年净利率 4.9%，较 2024 年 8.7%回落，主因营销费用率自 10.7%升至 14.8%、履约费用率自 43.5%升至 45.6%的战略投入。2026H1 净利润 23.0 亿美元与经调净利润 5.0 亿美元差距较大，主因股权激励与优先股公允价值变动等非现金项目。

图2：SHEIN 净收入及同比增长



资料来源：公司招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

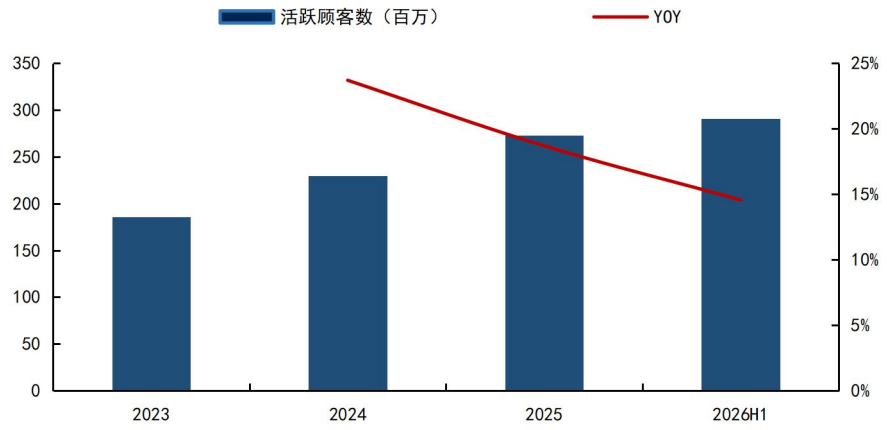
图3：SHEIN 净利润、经调整净利润及比率



资料来源：公司招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

活跃顾客 2023-2025 年复合增速 21.2%，2026H1 增长 14.6%至 2.91 亿（LTM），持续快于净收入增速；据彭博，公司全球 MAU 2026 年上半年同比约+13%，同样保持较快增长。

图4：活跃客户及同比



资料来源：公司招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：关键财务与经营指标

单位：百万美元		FY2023	FY2024	FY2025	FY2026H1	FY2026Q1	FY2026Q2
财务数据							
净收入	金额	32,103	38,748	41,847	20,134	9,052	11,082
	YoY	41.1%	20.7%	8.0%	1.0%	1.1%	0.9%
毛利	金额	19,326	23,499	28,414	14,108	6,373	7,735
	毛利率	60.2%	60.6%	67.9%	70.1%	70.4%	69.8%
	YoY		21.6%	20.9%	8.7%	13.5%	5.1%
经营利润	金额	1,376	966	1,707	493	258	235
	经营利润率	4.3%	2.5%	4.1%	2.4%	2.9%	2.1%
	YoY		-29.8%	76.7%	-52.9%	-25.9%	-66.3%
净利润	金额	2,789	3,365	2,064	2299	-99	2,398
	净利率	8.7%	8.7%	4.9%	11.4%	-1.1%	21.6%
	YoY		20.7%	-38.7%	111.7%	-125.1%	247.0%
经调净利润	金额	1,643	1,119	1,816	499	271	228
	净利率	5.1%	2.9%	4.3%	2.5%	3.0%	2.1%
	YoY		-31.9%	62.3%	-55.6%	-38.4%	-66.6%
用户数据							
活跃顾客	数量（百万,LTM）	186	230	273	291	281	291
	YoY		23.7%	18.7%	14.6%	16.6%	14.6%
顾客下单频率	次数	3.8	4.0	4.0	1.9	0.9	1.0
	YoY		5.3%	-	-7.1%	-9.9%	-6.1%
总订单	数量（百万）	715	919	1,078	549	251	298
	YoY		28.5%	17.3%	6.4%	5.0%	7.6%

资料来源：公司招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

商业模式：自有品牌基本盘叠加商城平台化

1P 自营基本盘：2025 年产品收入 371 亿美元、同比+5%，构成收入基本盘。核心模式为数字化设计叠加小单快返，自有品牌、买断库存、自主定价；截至 2025 年末，1P 在售服装款式超 200 万，2025 年顾客下单频次 4.0 次。

3P 商城第二曲线：2023 年推出销售其他品牌产品的商城，服务收入由佣金、物流、广告等平台服务构成，2024 年放量至 34.0 亿美元，2025 年 47.4 亿美元（占净收入 11.3%），2026Q1 占比进一步升至 14.3%。商城为卖家提供代运营、半托管、自主运营三种合作模式，分别匹配缺少跨境运营经验的工厂型卖家、具备海外仓本地履约能力的卖家，以及具备成熟跨境运营经验的品牌卖家。

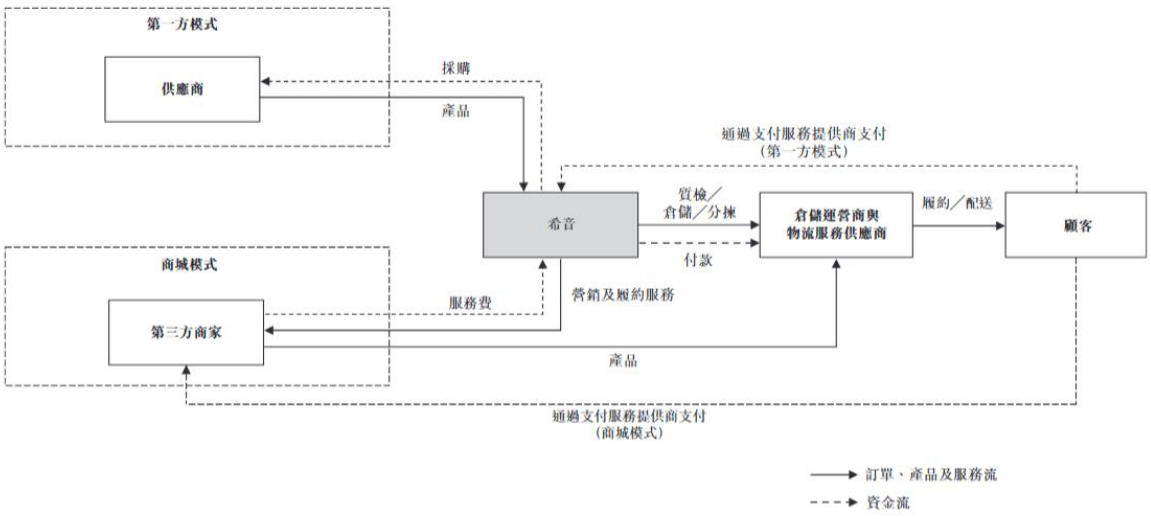
图5：3P 商城三种合作模式



资料来源：公司招商官网，国信证券经济研究所整理

从业务流程看，1P 自营模式下公司向合约制造商采购自有品牌（SHEIN、MOTF、SHEGLAM 等）成品，通过自有 App 和网站直接销售并交付给消费者，承担库存风险，负责产品设计、采购、定价、履约全流程；3P 商城模式下第三方商家自行生产或采购商品，公司按销售额的 10%-20%收取佣金，商家可自由选择商城服务（平台流量、营销推广、支付处理等）、履约服务（仓储、分拣、配送）以及 Xcelerator 合作品牌模式的服务组合。

图6：SHEIN 第一方和商城模式业务流程



資料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

平台化打开品类空间：服务收入毛利率结构性高于产品收入，正处于快速发展期；品类延伸打开市场空间，参考招股书，2025 年家居及生活（14,078 亿美元）、家电及电子产品（14,410 亿美元）、美妆及个人护理（6,135 亿美元）等品类市场规模均与服饰市场旗鼓相当。

表3：SHEIN 收入类型结构

单位：百万美元		FY2023	FY2024	FY2025	FY2026H1
类型	项目	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2026/06/30
总收入	金额	32,103	38,748	41,847	20,134
	YoY	41.1%	20.7%	8.0%	1.0%
分类型收入					
产品	金额	31,235	35,351	37,107	17,433
	YoY		13.2%	5.0%	-1.9%
	占比	97.3%	91.2%	88.7%	86.6%
服务	金额	868	3,397	4,740	2,701
	YoY		291.4%	39.5%	24.9%
	占比	2.7%	8.8%	11.3%	13.4%
分地区收入					
美国	金额	9,454	10,464	10,101	4,514
	YoY		10.7%	-3.5%	-9.9%
	占比	29.4%	27.0%	24.1%	22.4%
欧洲	金额	10,214	13,603	14,802	6,678
	YoY		33.2%	8.8%	-7.5%
	占比	31.8%	35.1%	35.4%	33.2%
其他地区	金额	12,435	14,681	16,944	8,942
	YoY		18.1%	15.4%	16.0%
	占比	38.7%	37.9%	40.5%	44.4%
分品类收入					
服装	金额	22,080	25,068	26,707	
	YoY		13.5%	6.5%	
	占比	68.8%	64.7%	63.8%	
其他	金额	10,023	13,680	15,140	
	YoY		36.5%	10.7%	
	占比	31.2%	35.3%	36.2%	

资料来源：公司招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

成本费用：销售成本持续下降，履约与营销费用上行

由于自营与商城业务的财务结构差异明显，直接比较各项成本费用占净收入比率意义有限，以推算的 GMV 增速为参照更为可比。销售成本 2024 年同比+19.3%、高于产品收入 13.2%的增幅，而 2025 年与 2026H1 转为同比-11.9%和-13.5%，1P 业务降本效果明显。履约费用 2024/2025 年同比+24.8%/+13.2%，均低于推算的 GMV 增速，可比口径费用率实现优化；2026H1 情况发生变化，推算 GMV 增速约 6.6%，履约费用增长 15.7%，可比口径费用率有所回升。营销费用 2024 年同比+20.4%，相对 GMV 增长仍实现费用优化；2025 年增长提速至近 50%，费用率上升明显；2026H1 增速收窄至 10%左右，费用率有所回落。技术及内容费用、一般行政费用占比较低，近年保持相对稳定。

表4：SHEIN 成本和费用变化

单位：百万美元		FY2023	FY2024	FY2025	FY2026H1
类型	项目	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2026/06/30
净收入	金额	32,103	38,748	41,847	20,134
	YoY	41.1%	20.7%	8.0%	1.0%
备考收入	金额	37,022	57,998	68,707	34314
	YoY	62.7%	56.7%	18.5%	6.6%
分类型收入					
产品	金额	31,235	35,351	37,107	17,433
	YoY		13.2%	5.0%	-1.9%
服务	金额	868	3,397	4,740	2,701
	YoY		291.4%	39.5%	24.9%
成本和费用					
销售成本	金额	12,777	15,249	13,433	6,026
	比产品收入	40.9%	43.1%	36.2%	34.6%
	YoY		19.3%	-11.9%	-13.5%
履约费用	金额	13,501	16,847	19,072	9,909
	比 GMV	36.5%	29.0%	27.8%	25.3%
	YoY		24.8%	13.2%	15.7%
营销费用	金额	3,453	4,159	6,191	2,941
	比 GMV	9.3%	7.2%	9.0%	7.5%
	YoY		20.4%	48.9%	10.4%
技术及内容费用	金额	668	849	896	499
	比净收入	2.1%	2.2%	2.1%	2.5%
	YoY		27.1%	5.5%	13.2%
一般及行政费用	金额	328	678	548	266
	比净收入	1.0%	1.7%	1.3%	1.3%
	YoY		106.7%	-19.2%	1.9%

资料来源：公司招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

注：备考收入=产品收入+服务收入/商城服务费占比（2023-2025 假设为 30%，2026 假设为 32%）

核心竞争力：小单快返（LATR）柔性供应链

LATR 即“大规模自动化小单快返”，核心并非单纯缩短生产周期，而是通过数字化工具将商品测试、需求判断、生产返单与全球履约连接为持续迭代的供需闭环。新品通常以约 100-200 件的小批量首单上线，以较低前期投入测试市场需求；平台根据实时销售数据与消费者反馈判断商品表现，对热销款快速追加订单，热门商品最快 5 天内完成补货。端到端智能供应链系统连接供应商产能、生产进度与订单信息，并将订单自动匹配至合适的合作伙伴，使小单快返得以在大量新品中自动化、规模化运行。该模式以真实需求替代传统预测式备货，降低前期生产投入与库存积压；截至 2025 年末及 2026 年一季度末，公司 1P 在售服装款式超 200 万，2025 年存货周转天数为 36 天。

图7：公司 LATR 运营模式

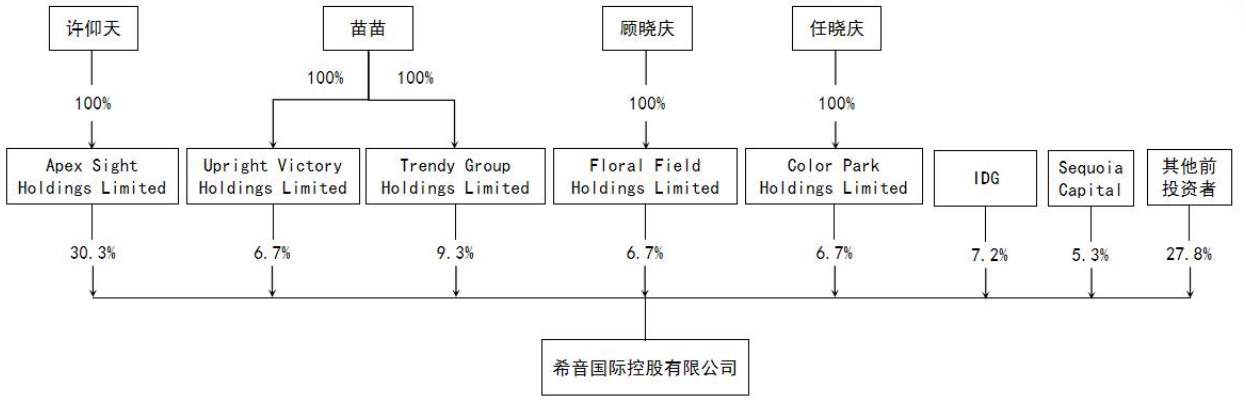


资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

股权结构与管理团队：创始团队主导

创始人许仰天通过旗下 Apex Sight Holdings Limited 持股约 30.3%，为第一大股东；苗苗、顾晓庆、任晓庆等早期核心成员合计持股 29.4%，创始团队及核心成员共持股 59.7%。

图8：公司股权结构（截至 2026 年 9 月 23 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

董事会由许仰天执掌，三位联合创始人均出任执行董事并分管运营、产品等核心职能，几人创业前已共事多年，核心班子配合时间长、稳定性高；首席技术官许浩自公司成立起在任。职业经理人方面，首席财务官桂镭 2021 年加入，此前曾任 eBay、PayPal 大中华区首席财务官及 VIPKid 首席财务官，兼具跨境电商业财经验和资本运作背景。

表5：公司董事会与高管成员介绍

姓名	职务	性别	出生年份	年龄	简介
许仰天	董事会主席、执行董事、首席执行官、薪酬委员会成员、提名委员会成员	男	1984	43	许仰天先生，又名 SkyYangtianXu，为本公司创始人，自公司成立起担任本公司董事会主席、执行董事兼首席执行官。创立本公司前，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。许先生于 2007 年获得青岛理工大学国际贸易学士学位。
苗苗	执行董事、首席运营官、薪酬委员会成员、提名委员会成员	女	1985	41	苗苗女士，又名 MollyMiaoMiao，为本公司联合创始人，自公司成立起担任执行董事，并自 2017 年起担任首席运营官。苗女士还担任本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给出口企业提供 SEM(搜索引擎整合营销)服务的公司工作。苗女士于 2007 年获得南京邮电大学管理学学士学位。
顾晓庆	执行董事、首席产品官	女	1982	44	顾晓庆女士，又名 MaggieXiaoqingGu，为本公司联合创始人，自公司成立起担任执行董事，并自 2017 年起担任首席产品官。顾女士还担任本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给出口企业提供 SEM(搜索引擎整合营销)服务的公司工作。顾女士于 2005 年获得南京工业大学文学学士学位。
任晓庆	执行董事	男	1986	40	任晓庆先生，又名 TonyXiaoqingRen，为本公司联合创始人，自公司成立起担任执行董事。任先生还担任本公司某些附属公司的董事／高级管理人员。此前，任先生自 2017 年起担任本公司首席供应链官。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给出口企业提供 SEM(搜索引擎整合营销)服务的公司工作。任先生于 2007 年获得南京工业大学管理学学士学位。
桂镭	首席财务官	男	1970	56	桂镭先生，自 2021 年 3 月起担任本公司首席财务官。加入本集团之前，桂先生在 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，包括 eBay 与 PayPal 的大中华区首席财务官、eBay 亚太区跨境贸易首席财务官、eBay 国际跨境贸易首席财务官。桂先生于 1990 年获得武汉大学遗传学学士学位，于 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。
许浩	首席技术官	男	1988	38	许浩先生，自公司成立起担任本公司首席技术官。许先生于 2010 年获得南京农业大学计算机科学与技术学士学位。
郭恩廷	公司秘书	女	--	--	郭恩廷女士于企业管治、公司秘书和合规范畴拥有超过 12 年丰富经验。她目前担任香港中央证券登记有限公司企业实体解决方案部高级经理。郭女士持有中国香港树仁大学工商管理学士学位。彼为中国香港公司治理公会(「中国香港公司治理公会」)及英国特许公司治理公会之资深会员并同时拥有由中国香港公司治理公会颁授之执业资格。此外，郭女士获欧洲金融分析师联合会(EFFAS)认证为环境、社会及管治分析师(CESGA®)及为国际可持续发展协进会(ICSD)认证之 ESG 策划师(CEP®)。彼亦持有全球风险管理专业人士协会(GARP®)颁发的可持续性与气候风险(SCR®)认证。

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

行业与竞争：时尚行业长期线上化迁移，公司经营效率出众，盈利率仍有空间

行业规模与格局：线上化长期迁移，格局高度分散

2025 年全球时尚市场零售销售额达 1.7 万亿美元，预计 2030 年增至 2.0 万亿美元；其中服装为最大品类，2025 年全球服装零售约 1.37 万亿美元，鞋类约 3,670 亿美元。分渠道看，线上渠道增长更快：线上时尚零售额 2025 年达 6,060 亿美元，线上渗透率 34.9%，预计 2030 年升至 38.7%。

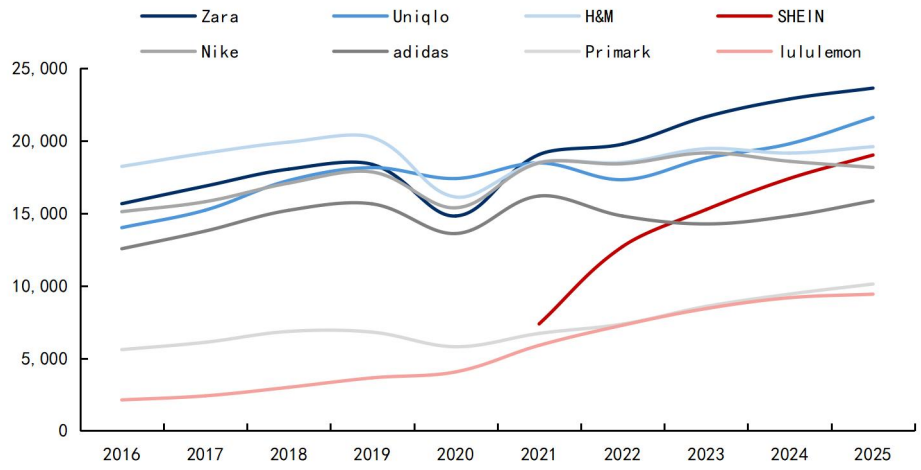
长期以来，时尚行业呈现四大趋势：线上化长期迁移、消费者崇尚个性与潮流、超越时尚的价值维度（包容性、可持续性）以及供给侧创新突破（柔性生产与实时库存管理）。同时，行业面临结构性“三难困境”，即难以同时兼顾丰富的产品选择、快速的设计更新与高效的库存管理，传统模式通常提前数月锁定需求，库存浪费率平均高达 30%。在此类特征下，行业竞争格局高度分散：根据招股书，2025 年全球前 20 大时尚企业合计市场份额仅约 20.5%，SHEIN 以 1.9%的份额位列第三；从份额变化速度看 SHEIN 增长最为迅猛，2020-2025 年零售额 CAGR 约+35%，同期全球服装大盘 CAGR 仅约+1.5%，且 SHEIN 为头部服饰品牌中唯一纯线上 DTC 模式的品牌。

表6：2025 年全球时尚行业主要参与者市场份额

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：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图9：全球服装品牌零售额



资料来源：公司公告，彭博，国信证券经济研究所整理

对比国际头部服饰品牌：赢在效率，盈利能力有差距

SHEIN 与 Inditex、迅销收入处于同一数量级，但商业模式迥异：

1. **供应链效率上，SHEIN 优势明显。**SHEIN 年均在售 200 万+SKU，对比 ZARA 年约 1.2 万新款、优衣库约千款而单款量大的模式差异悬殊；在品牌销售额同量级的情况下，SHEIN 单款 SKU 货量或小于线下服饰零售商的 1/10，而存货周转天数 37.5 天远低于 Inditex 的 72 天和迅销的 119 天，供应链管理效率出色。

2. **盈利能力上，存在明显差距。**SHEIN 表观毛利率 67.9%居可比公司最高水平，但主因关税与头程物流成本计入了履约费用，按国际品牌服装在亚洲生产、美国销售的常规水平估计，关税和头程物流成本约占服装采购成本的 40%，若还原至销售成本，SHEIN 履约费用率预计降至约 30%、可比毛利率约 45%，低于 Inditex 的 58.3%和迅销的 53.8%;营销费用率 14.8%远高于两者约 1%-3%的水平（线下门店网络承担了品牌获客职能）；最终，SHEIN 经营利润率 4.1%对比 Inditex 约 20.1%、迅销约 16.6%差距悬殊。

表7：SHEIN 与 Inditex、迅销核心财务指标对比（最新财年）

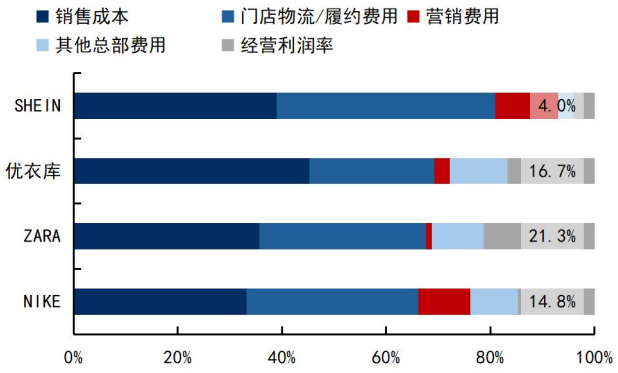
指标	SHEIN	Inditex	迅销
最新财年收入	418.47 亿美元	398.64 亿欧元	3.40 万亿日元
收入增速	+8.0%	+3.2%	+9.6%
毛利率	67.9%（2023 年 60.2%）	58.3%	53.8%
可比毛利率	约 45%	58.3%	53.8%
流通费用率*	45.6%（2023 年 42.1%）	24.2%	21.8%
可比流通费用率	约 30%	24.2%	21.8%
营销费用率	14.8%（2023 年 10.8%）	约 1%	3.2%
营业利润率	4.1%（2023 年 4.3%）	20.1%	16.6%
存货周转天数	37.5	72	119

资料来源：公司招股书、公司公告、国信证券经济研究所整理 注：流通费用率=销售费用率-营销费用率

解析财务指标差异背后，我们从商品价值链可更清晰的拆解时尚业四种代表性模式：

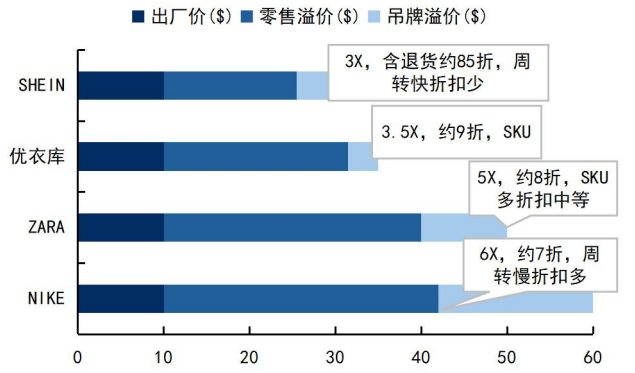
1. NIKE 以批发为主、SKU 数量中等，6 倍加价率赚取约 15%经营利润率，核心优势在品牌溢价；
2. ZARA 以线下 DTC 为主、SKU 丰富，6 倍加价率赚取约 20%经营利润率，兼具品牌溢价与商品效率；
3. 优衣库 SKU 最少，3.5 倍加价率赚取约 15%经营利润率，优势在效率但牺牲了商品丰富度；
4. SHEIN 以线上 DTC 为主、SKU 最多，3 倍加价率赚取约 4%经营利润率——让消费者以最低的加价率买到款式最丰富的产品，并凭借柔性供应链实现较低的滞销损耗，是典型的“赚效率的钱”。

图10：SHEIN 与 NIKE、ZARA、优衣库商品价值链拆解对比



资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：SHEIN 与 NIKE、ZARA、优衣库商品加价率对比



资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

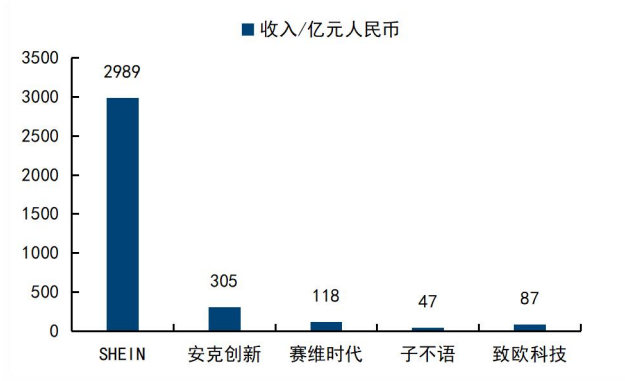
对比国内头部跨境卖家：规模独大，定价倍率仍有空间

收入端，SHEIN 2025 年收入约 2,989 亿元，远高于安克创新（约 305 亿）、赛维时代（约 118 亿）、致欧科技（约 87 亿）和子不语（约 47 亿），规模优势的本质是独立站品牌心智打开了收入上限，而四家卖家以产品收入为主、依赖第三方平台。

利润端，按已售存货口径重新对齐毛利率，排序为子不语约 79%>赛维约 76%>SHEIN 约 64%>安克约 57%>致欧约 52%——服饰类天然更高，SHEIN 居中，与高性价比服饰为主的产品结构相符。费用端，SHEIN 可比口径营销费用率约 9%，显著低于服饰卖家赛维、子不语的约 16%，体现自有品牌的号召力与规模优势（安克约 8%、致欧约 5%，则展现高单价耐用品的单位经济优势）；宽口径履约费用率约 46%，

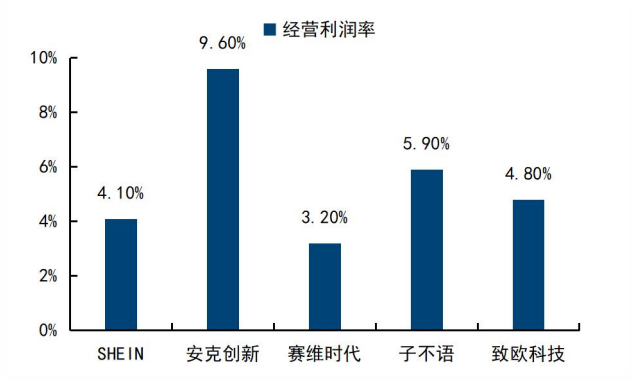
亦低于赛维、子不语的 53%以上（致欧约 37%、安克约 26%）。最终经营利润率排序为安克约 9.6%>子不语约 5.8%>致欧约 4.8%>SHEIN 约 4.1%>赛维约 3.2%。综合而言，SHEIN 的独立站模式代表了较强的品牌认知度，但溢价率与品类单位经济的劣势是其利润率落后于部分头部卖家的核心原因。

图12：SHEIN 与上市跨境卖家收入规模对比



资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：SHEIN 与上市跨境卖家经营利润率对比



资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

表8：SHEIN 与主要上市跨境卖家财务数据对比（2025 年）

指标	SHEIN	安克创新	赛维时代	子不语	致欧科技
一、公司与业务模式					
代码/状态	00625.HK	300866.SZ	301381.SZ	2420.HK	301376.SZ
主营品类	服饰时尚为主，拓展家居/美妆等	消费电子	服饰配饰品牌矩阵	服饰自主品牌	家具家居自主品牌
二、利润表主要项目拆分（金额单位：人民币亿元）					
收入	2989.09	305.14	118.17	46.60	87.01
产品收入	2650.52	305.14	110.13	46.60	87.01
服务收入	338.57	0.00	8.03	0.00	1.00
收入同比	8.0%	23.5%	15.0%	40.2%	7.1%
营业成本	959.51	167.63	67.72	11.73	57.01
已售存货成本	946.29	131.79	26.45	9.60	42.02
存货减值	13.21	0.00	0.00	0.65	0.00
关税及头程运输成本	0.00	35.84	35.43	1.48	14.98
物流服务成本	0.00	0.00	5.84	0.00	0.00
营业开支	1907.65	108.25	46.63	32.15	25.79
营销费用	442.22	24.21	17.60	7.34	4.46
履约费用/剔除营销后其他销售费用	1362.29	44.05	24.28	23.52	17.45
管理和研发费用	103.14	39.86	3.31	1.31	3.95
其他	0.00	0.13	1.44	-0.02	-0.07
经营利润	121.93	29.26	3.82	2.73	4.21
三、利润表主要项目比率					
毛利率	67.9%	45.1%	42.7%	74.8%	34.5%
已售存货口径毛利率	64.3%	56.8%	76.0%	79.4%	51.7%
营销费用率*	9.0%	7.9%	16.0%	15.8%	5.1%
宽口径履约费用率	45.6%	26.2%	54.2%	53.6%	37.3%
其他费用率	3.5%	13.1%	4.0%	2.8%	4.4%
经营利润率	4.1%	9.6%	3.2%	5.8%	4.8%

资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

注：1）已售存货口径毛利率=(产品收入-已售存货成本)/产品收入

2）*营销费用率，SHEIN 是用披露的营销费用除以推算的平台收入，推算的平台收入=1P 产品收入+3P 服务收入/15%

3）宽口径履约费用指的是将货品从工厂交付至用户所产生的所有费用，包含关税、头程物流、平台服务费、仓储、尾程物流、线下渠道费用等

对比海外电商平台：时尚基因突出，单位经济占优

首先对比的四家海外本土电商，亚马逊一家独大，FY2025 总 GMV 超 8,000 亿美元、约为 SHEIN 的 12 倍，活跃用户超 7 亿、接近 SHEIN 的 3 倍；但亚马逊零售体系 OPM 仅 5.8%，与 SHEIN 的 4.1%接近，集团高利润主要来自 AWS 等板块。SHEIN 自营口径毛利率 64%远高于亚马逊的 13%、Shopee 的 7%，呈时尚品类天然高毛利特征，代价是营销与履约费用率同样偏高。从单位经济看，更高的 AOV、下单频次与客单价能更好地均摊成本费用——亚马逊与 SHEIN 的 AOV 接近但下单频次远高于 SHEIN，美客多以高 AOV 实现较高的单均利润，Zalando 以下单频次与履约费用率优势获得更好的客均利润；SHEIN 在下单频次、客单价与本地化服务上仍有提升空间。

表9：电商各平台总览（最新财年）

类型	平台	GMV（亿美元）	电商收入（亿美元）	电商经营利润（亿美元）	电商经营利润率	年买家数量（亿人）	主要品类及占比
本地电商平台	Amazon	8470	5882	344	5.8%	7.5	电子产品（约 40%）
	Shopee	1274	166	5.81	3.5%	1.9	时尚（约 1/4）
	Mercado Libre	650	289	32.01	11.1%（含金融业务）	1.5	电子产品（约 40%）
跨境四小龙	Zalando	162	130	6.19	4.8%	0.5	时尚（约 90%）
	SHEIN	712	418	17	4.1%	2.7	时尚（约 80%）
	Temu	925	—	—	—	3.8	时尚（约 40%）
	速卖通 AliExpress	765	209	-2.97	-1.40%	3.9	电子产品（约 1/4）
	TikTok Shop	643	—	—	—	4	时尚（约 1/3）

资料来源：公司公告、公司招股书、ECDB、Momentum Works、彭博，国信证券经济研究所整理

注：美客多财务数据集团口径，含 Marketplace 与 Mercado Pago 金融科技；速卖通收入、利润为 AIDC 国际数字商业集团，含 AliExpress、Lazada、Trendyol、Alibaba.com 等

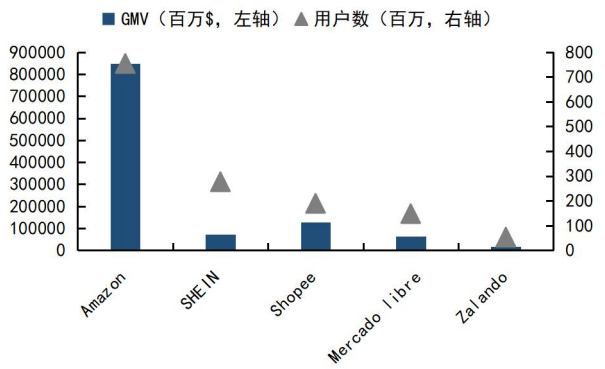
表10：SHEIN 与海外电商平台财务数据拆分对比（最新财年）

指标	SHEIN	Amazon	Shopee	Mercado Libre	Zalando
一、公司与业务模式					
代码/状态	00625.HK	AMZN	SE	MELI	ZAL
主营业务	电商零售和服务	电商零售和服务、AWS 云	电商零售和服务、数字金融、数字娱乐	电商零售和服务、金融科技	电商零售和服务、媒体、B2B 履约/软件服务
二、利润表主要项目拆分（金额单位：亿美元，除 Zalando 为亿欧元）					
收入	418.47	7,169.24	229.38	288.93	123.46
产品收入	371.07	2,918.48	20.19	35.44	99.13
商城服务收入	47.40	1,721.62	145.46	127.50	13.42
广告收入	-	686.35	-	-	-
订阅收入	-	496.19	-	-	-
AWS	-	1,287.25	-	-	-
其他	-	59.35	63.74	125.99	10.91
收入同比	8%	12%	36%	39%	17%
营业成本	134.33	3,564.14	126.95	160.35	74.22
产品成本	132.48	2,534.14	18.83	/	63.23
存货减值	1.85	3.00	-	/	0.14
商场服务成本	-	1,027.00	95.46	/	8.60
其他成本	-	-	12.66	/	2.25
毛利	284.14	3,605.10	102.44	128.58	49.24
营业开支	267.07	3,261.41	82.58	96.57	43.33
销售费用	252.63	1,562.03	44.92	32.19	39.68
营销费用	61.91	471.29	/	16.90	11.25
履约费用/剔除营销后其他销售费用	190.72	1,090.74	/	15.29	28.42
管理和研发费用	14.44	1,196.93	25.15	33.47	5.41
其他	-	502.45	13.73	30.91	-1.75
经营利润	17.07	799.75	19.85	32.01	5.91
零售业务经营利润	17.07	343.69	5.81	/	5.36
三、利润表主要项目比率					
毛利率	67.9%	50.3%	44.7%	44.5%	39.9%
已售存货口径自营毛利率	**64.3%**	**13.2%**	**6.7%**	**/**	**36.2%**
履约成本口径商城毛利率	**/**	**40.3%**	**34.4%**	**/**	**35.9%**
销售费用率	60.4%	21.8%	19.6%	11.1%	32.1%
营销费用率	14.8%	6.6%	/	5.8%	9.1%
宽口径履约费用率	**45.6%**	**39.3%**	**/**	**/**	**30.0%**
其他费用率	3.5%	23.7%	16.9%	22.3%	3.0%
经营利润率	4.1%	11.2%	8.7%	11.1%	4.8%
零售业务经营利润率	**4.1%**	**5.8%**	**3.5%**	**/**	**4.8%**

资料来源：公司招股书、公司公告、彭博，国信证券经济研究所整理

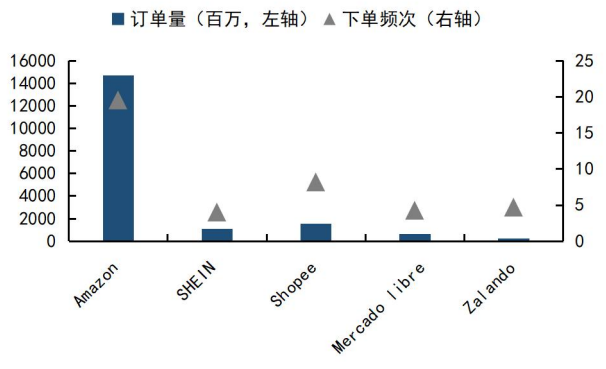
注：1）已售存货口径毛利率=（产品收入-已售存货成本）/产品收入
2）履约成本口径毛利率=（服务收入-服务成本）/服务收入
3）宽口径履约费用指的是将货品从工厂交付至用户所产生的所有费用，包含关税、头程物流、平台服务费、仓储、尾程物流、线下渠道费用等

图14：海外本地电商平台 GMV 和用户数对比



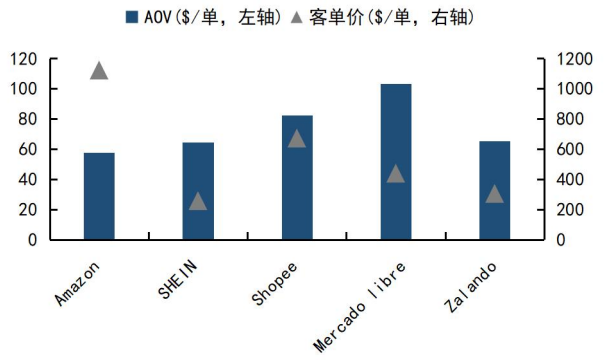
资料来源：公司招股书，ECDB、彭博，国信证券经济研究所整理

图15：海外本地电商平台订单量和下单频次



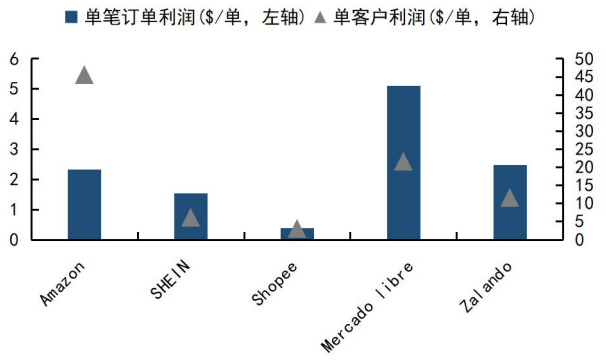
资料来源：公司招股书，ECDB、彭博，国信证券经济研究所整理

图16：海外本地电商平台 AOV 和客单价



资料来源：公司招股书，ECDB、彭博，国信证券经济研究所整理

图17：海外本地电商平台单笔订单/单客户利润



资料来源：公司招股书，ECDB、彭博，国信证券经济研究所整理

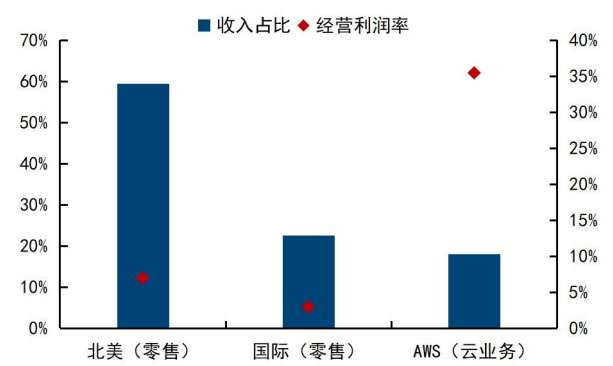
进一步拆解亚马逊零售体系：2025 年 AWS 以 18.0%的收入贡献了 57.0%的经营利润，零售体系（北美+国际）OPM 仅 5.8%，且零售内部美国市场 OPM 6.9%、国际市场仅 2.9%——高消费力市场结构叠加本地化规模优势，是电商业务高盈利率的主要来源。本地履约能力上，海外本地平台多数可实现核心市场 7 成以上次日达，每亿美元 GMV 对应仓储面积约 6,000-9,000 平米；SHEIN 美国本地仓覆盖率约为亚马逊的 3 成、非美地区约为 5 成，自身在欧洲覆盖率相对较高（每亿美元 GMV 对应 4,000 平米以上仓储面积）。关税新政以来，四小龙集体加强本地履约：Temu 全球自建 13 个海外仓并组建“新拼姆”整合供应链资源，速卖通依托菜鸟在 18 个国家运营超 40 个海外仓，TikTok Shop 以 FBT 仓配一体覆盖美英欧主力市场。

表11：Amazon FY2025 零售板块和云业务板块收入与费用拆分（百万美元）

业务模式	费用科目	2025 年	占板块收入比率
零售板块（北美+国际）	**收入**	**588,199**	**100.0%**
	1P 商品采购成本	279,395	47.5%
	3P 平台服务成本	17,646	3.0%
	履约费用	108,817	18.5%
	广告业务成本	8,823	1.5%
	技术/研发(分摊)	49,997	8.5%
	销售与营销(分摊)	38,233	6.5%
	G&A 及其他(分摊)	51,173	8.7%
	营业费用合计	**553,830**	**94.2%**
	营业利润	**34,369**	**5.8%**
AWS 云板块	**收入**	**128,725**	**100.0%**
	营业费用合计	**83,119**	**64.6%**
	营业利润	**45,606**	**35.4%**

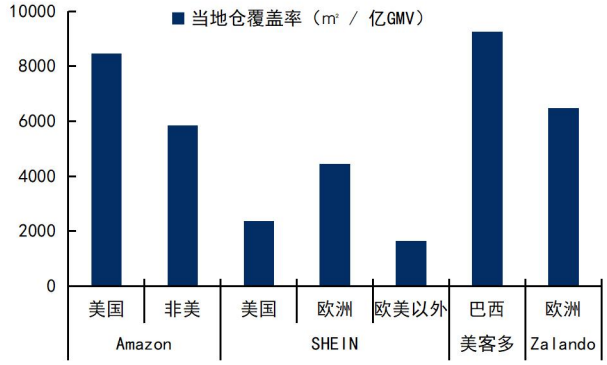
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18：亚马逊 FY2025 分部收入占比与经营利润率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19：SHEIN 和本地电商的当地仓覆盖率对比



资料来源：公司公告、彭博、公司招股书，国信证券经济研究所整理

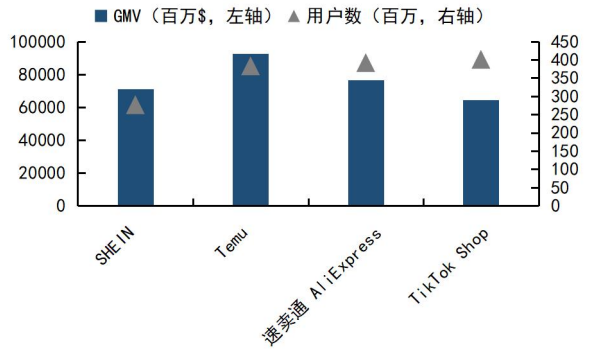
表12：SHEIN 与海外本地平台的本地履约能力对比（最新财年对比）

平台（本地）	主要本地履约服务体系	关键指标与最新表现
亚马逊（美国/全球）	• FBA（Fulfillment by Amazon）：卖家存货入 Amazon 履约中心，平台拣打包+配送+售后；接 Prime 时效	• 履约空间：北美约 4,404 万㎡、国际约 1,918 万㎡（含数据中心面积） • 美国履约网络区域化已规模化运营，改善本地库存布点，2025 年当日/次日达件量超 80 亿件、同比+30%（美国总件数约 107 亿件，覆盖率 75%），且连续三年"配送最快、单均履约成本下降"。 • 2025 年订阅服务收入 496.2 亿美元、占集团零售板块收入 8.5%
MercadoLibre（拉美）	• Envíos Full：货入美客多履约中心，平台仓内作业+派送	• 仓储物流租赁面积：巴西 339 万㎡；2025 年末巴西仓网节点 28 个，2026 计划增加至 42 个 • 48 小时内快速送达占比 77%、履约中心发货占比过半
Shopee（东南亚）	• SPX（Shopee Express）：末端+承运物流（非库存仓配） • FBS（Fulfilled by Shopee）：卖家入 FBS 仓，平台仓储拣打包，再常交给 SPX 末派	仓储面积：巴西 123 万㎡；巴西站 22 个配送中心 亚洲超过 1/3 次日达；SPX 日均超 3000 万包裹
Zalando（欧洲）	• ZEOS（Zalando E-commerce Operating System）：B2B 电商操作系统总品牌（物流+软件+服务） • ZFS（Zalando Fulfilment Solutions）：面向平台合作伙伴的仓储发货一体化服务	14 个履约中心、覆盖 7 个国家 ZEOS Fulfilment 入网商家"48 小时内交付的订单量可达自发货(drop-shipping)的 10 倍以上"，退货商品 1-3 天重新上架 Zalando+ABOUT YOU 共享物流骨干，实现更灵活的库存持有与通用订单履约，统一由 ZEOS Fulfilment 驱动，服务 B2C 与 B2B
SHEIN	• 全托管：平台定品定价+跨境集货履约为主 • 半托管：商家在目的国海外仓现货本地发；平台流量/运营协同	仓库建筑面积：约 604.2 万㎡（72 座），其中中国 408.7 万㎡（67.6%，37 座），美国 40.9 万㎡（6.8%，6 座），欧洲 101.8 万㎡（16.9%，18 座），其他 52.8 万㎡（8.7%，11 座）

资料来源：公司招股书、彭博、公司公告，国信证券经济研究所整理

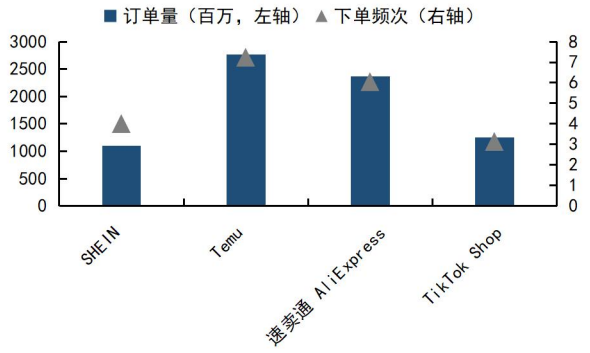
其次再放入“跨境四小龙”中横向比较：GMV 同在 600-1,000 亿美元级别（2025 年 GMV 排序为 Temu＞速卖通＞SHEIN＞TikTok Shop）、用户数量在 2.5-4 亿之间，规模相近但结构不同：SHEIN 时尚品类占比约 80%，AOV 与客单价均为四家最高，是最具盈利潜质的平台。在欧美关税新政影响下，四小龙集体从国内直邮向半托管本地履约演进，SHEIN 海外仓面积与中国仓之比已达 48%，超 90%订单在发货后 10 个工作日内完成配送。

图20：跨境四小龙 GMV 和用户数对比



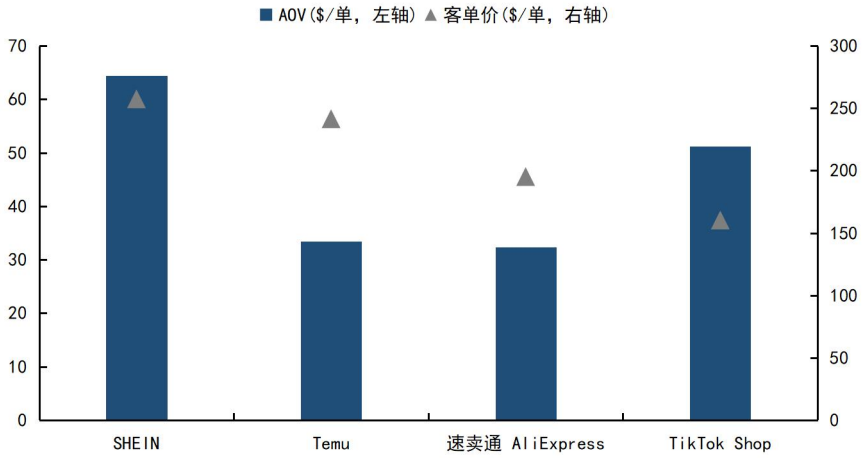
资料来源：公司招股书，ECDB、彭博，国信证券经济研究所整理

图21：跨境四小龙订单量和下单频次对比



资料来源：公司招股书，ECDB、彭博，国信证券经济研究所整理

图22：跨境四小龙 AOV 和客单价对比



资料来源：公司招股书，ECDB、彭博，国信证券经济研究所整理

风险与机遇：平台竞争与关税稀释低价优势，区域、品类与品牌化发展是破局之道

挑战一：平台竞争推高获客成本，销售转化承压

跨境四小龙贴身竞争下，公司营销投入加速但销售增速放缓：1P 收入增速由 2024 年的双位数降至 2025 年个位数、2026H1 转为小幅下滑；2025 年单笔订单营销费用同比+26.7%、单位活跃顾客营销费用+25.3%，营销费用率由 10.7%升至 14.8%，

2026H1 两项单位费用涨幅明显收窄。毛利端看，2023 至 2026H1 产品收入毛利率呈波动上行趋势，仅 2024 年明显回落（或与当年降价竞争有关），2025-2026H1 显著上行；2025 年毛利率上行叠加单均履约费用回落共同实现净利率改善，而 2026 年履约费用回升重新挤压了净利率水平。

表13：SHEIN 营销与盈利指标（招股书、2026 中报口径，单笔与单位费用为按招股书和 2026 中报数据计算）

指标	2023	2024	2025	2026H1
1P 收入增速	—	13.2%	5.0%	-1.9%
3P 收入增速	—	291.4%	39.5%	24.9%
产品收入毛利率*	59.1%	56.9%	63.8%	65.4%
履约费用率（占净收入）	42.1%	43.5%	45.6%	49.2%
单笔订单履约费用	18.9	18.3（-3.2%）	17.7（-3.3%）	18.0（+8.8%）
营销费用率（占净收入）	10.8%	10.7%	14.8%	14.6%
单笔订单营销费用（美元）	4.83	4.53（-6.3%）	5.74（+26.7%）	5.36（+3.8%）
单位活跃顾客营销费用（美元）	18.6	18.1（-2.6%）	22.7（+25.3%）	10.1（-3.6%）
营业利润率	4.3%	2.5%	4.1%	2.4%
经调净利率	5.1%	2.9%	4.3%	2.5%
净利润／（损失）／经调整净利润（亿美元）	27.89 / 16.43	33.65 / 11.19	20.64 / 18.16	22.99/4.99

资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

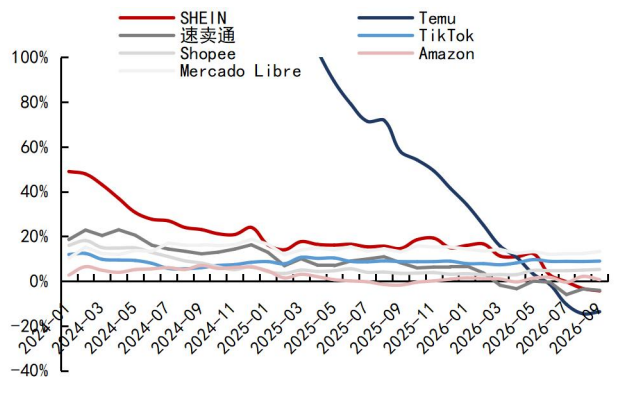
注：*产品收入毛利以总销售成本假设均为产品销售产生的成本推算

从第三方 MAU 数据回顾 2022 年以来的竞争格局演变：

1. 2022 年 9 月 Temu 上线后从零起步快速爬坡，到 2023 年底全球月活攀升至亿级规模，但与 SHEIN 仍有明显差距；
2. 2024 年 Temu 月均 MAU 同比增速大幅领先，年底全球 MAU 首次超越 SHEIN，全托管与高额投放在流量端全面压制；
3. 2025 年 5 月美国取消小额免税成为分水岭，Temu 美国市场明显回调，SHEIN 同期在美国逆势增长，此后 Temu 将投放和增长重心转向欧洲；
4. 2026 年上半年，SHEIN 全球平均 MAU 同比+10%以上，与 Temu 基本持平并于 4 月起反超；Temu 年中首次出现同比下滑，两者用户规模差距大幅收窄，但随着欧盟 7 月 1 日起取消 150 欧元以下包裹免税，7 月起 SHEIN 全球 MAU 同比也转为下滑。

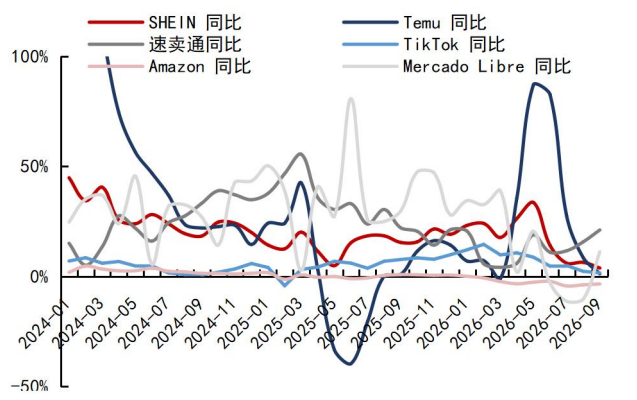
但需注意第三方数据的 MAU 增速不等于收入增速，2026H1 公司收入增速明显落后于 MAU 增速，客户转化率与单客价值面临考验；对照之下，亚马逊 MAU 增长平淡，但上半年零售板块收入实现双位数增长。

图23：海外电商平台全球市场 App MAU 月度同比增速



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图24：海外电商平台美国市场 App MAU 月度同比增速



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

挑战二：欧美开征小包关税，成本转嫁抑制需求

美国 2025 年 5 月取消对华 800 美元以下包裹小额免税待遇（后续扩大至全球），公司改用 B2B2C 模式正式报关。我们按 12.5%的 301 关税叠加服装 MFN 平均关税约 16.5%及 MPF 商品处理费，测算公司综合税率约占 FOB 价 36.8%；按 49 美元 AOV 和 64%直营毛利率倒算 FOB 约 17.6 美元，**测算现行税率下每单关税成本约 6.5 美元、占零售价约 13.3%。**

欧盟 2026 年 7 月起对 150 欧元以下包裹按每个 HS6 税号征收 3 欧元定额关税（2028 年 7 月起转为 0/5/8/12/17%五档真实税率）。目前公司对欧洲市场有两种清关模式：由国内仓直邮欧洲消费者（B2C），或先按一般贸易批量进口到欧洲、再从本地仓境内发货（B2B）。**我们测算 B2C 直邮模式单均关税约 11.8 美元，B2B 本地仓模式按 CIF 完税价缴纳约 11%常规关税、单均仅约 1.8 美元；若 B2B 占比由 20%升至 80%，加权单均关税由 9.8 美元降至 3.8 美元，占零售价比例由 19.9%降至 7.7%。**鉴于欧洲收入约占公司净收入三分之一，其影响甚至可能超过美国市场。

公司招股书预计，加价抵消部分成本或短期拖累欧洲销量，长期影响尚待观察；公司已通过上调售价转嫁部分成本、调整本地库存与履约策略应对，招股书显示美国消费者购买行为已出现正常化迹象。

表14：SHEIN 美国市场单均关税成本变化测算

阶段	清关模式	计算过程	单均关税($/单)	占零售价比例
征税前（≤2025/5/1）	T86 小包直邮 (de minimis ≤$800 免税)	免征关税	$0.00	0.0%
征税后（现行）	**正式报关 (Type 01)**	**= FOB × 综合税率 = $17.6 × 36.9%**	**$6.50**	**13.3%**

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

表15：SHEIN 欧洲市场单均关税成本变化测算

模式 / 阶段	征税前($/单)	征税后($/单)	计算过程（征税后）
B2C 直邮	$0.00	$11.76	= €3 × 3.5 个税号 × 汇率 1.12
B2B 本地仓	$1.76	$1.76	= FOB × 11%
加权平均（按 B2B 占 20%）	**$0.35**	**$9.76**	= Σ（模式关税 × 占比）
占零售价比例	**0.7%**	**19.9%**	= 加权关税 ÷ AOV

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

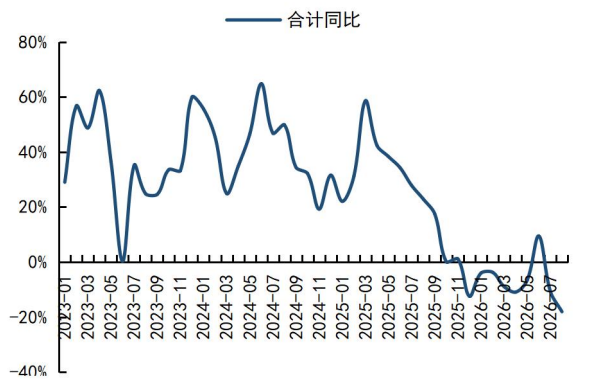
表16：SHEIN 欧洲市场不同物流模式下的关税敏感性测算

B2B 本地仓占比	B2C 直邮占比	加权单均关税($/单)	占零售价比例
20.0%	80.0%	$9.76	19.9%
50.0%	50.0%	$6.76	13.8%
80.0%	20.0%	$3.76	7.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

从行业数据看，美国取消小额免税后中国低值跨境电商出口明显降速，对美出口 2026 年 3 月起环比回升，5-6 月在低基数下同比大幅回升（分别+26.2%、+74.6%），7-8 月增速收窄但仍保持双位数；欧洲市场呈“前高后低”，2025 年 5 月后加速增长、年底开始降速，2026 年进入下滑趋势；新兴市场中拉美保持增长，中东整体弱于往年。

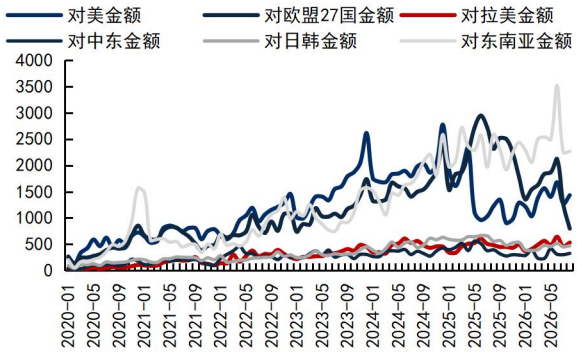
图25：中国低值跨境电商出口月度同比



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

注：低值跨境电商出口金额=9804 低值简易通关商品（2015 年起）＋9805 个人跨境电商商品（2019 年起）＋9900 跨境电商 B2B 简化申报商品（2020 年 7 月起）

图26：低值跨境电商出口分市场月度金额（百万美元）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

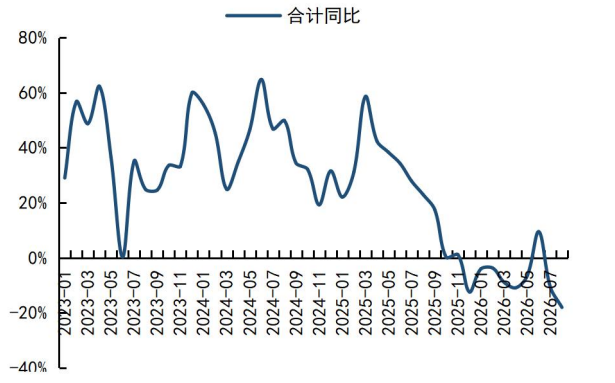
小包关税也在重构竞争格局：直邮跨境承压，以本地仓配履约的亚马逊成为结构性受益者，北美/国际分部收入增速提速至 2026 上半年的+14%/+13%，第三方监测口径下亚马逊鞋服珠宝美国站 2026H1 销售额+10.3%（其中销量+11.0%、均价-0.6%），承接份额以量增为主；欧洲本地电商 Zalando 的 B2C 业务内生增长平缓，B2B 履约服务则逐季加速并拓展多家大型客户；新兴市场本地电商 Shopee、美客多维持 40%上下的 GMV 高增；而线下为主的服饰品牌自身同样承担进口关税与供应链成本变动，小额免税取消并未为其创造超额需求。

表17：亚马逊鞋服珠宝分站点销售额

站点	2024 年	2025 年	2026H1
美国站	593.6	741.7 （+25.0%）	329.5 （+10.3%）
欧洲 5 站	144.9	143.6 （-0.9%）	68.5 （+9.6%）
7 站合计	762.5	916.3 （+20.2%）	413.5 （+10.2%）

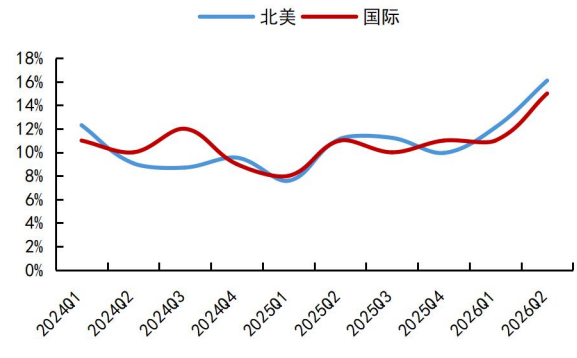
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图27：亚马逊鞋服珠宝分站点销售额单月同比



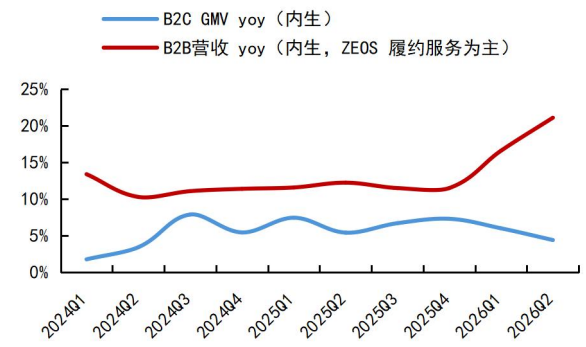
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图28：亚马逊零售业务分地区季度增速（汇率中性）



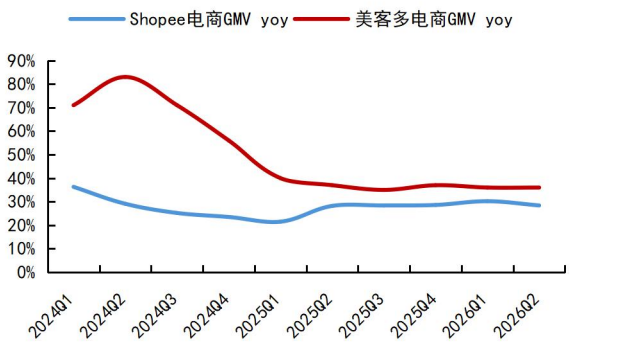
资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图29：Zalando 电商季度收入增速



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图30：虾皮/美客多 GMV 季度增速（汇率中性）



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

表18：上市公司分地区收入增速

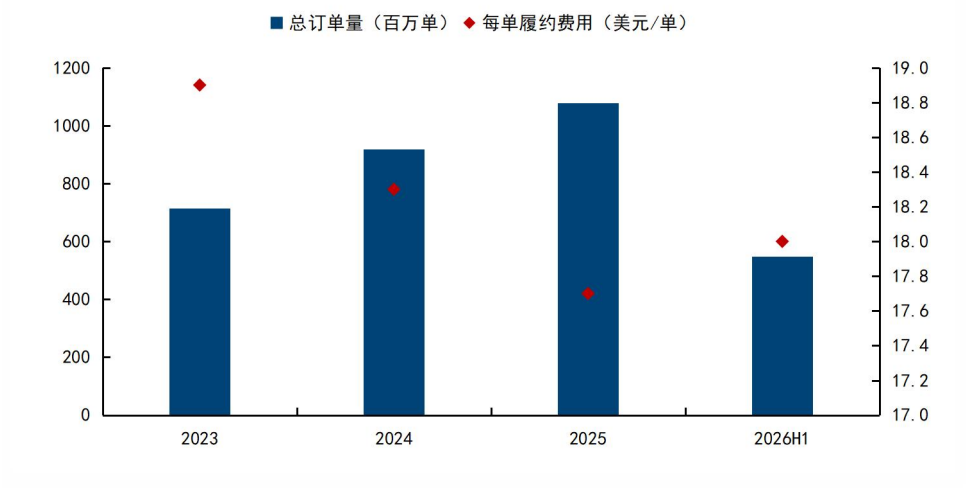
类别	公司收入（口径）	FY2023	FY2024	FY2025	2026H1
电商	SHEIN 美国/欧洲	—	+10.7% / +33.2%	-3.5% / +8.8%	-9.9% / -7.5%（降速）
	亚马逊 北美 / 国际分部	+12% / +11%	+10% / +9%	+10% / +13%	+14% / +13%（北美提速）
	Shopee 电商	+23.5%	+37.9%	+33.4%	+46.7%（提速）
	Mercado Libre 电商	+69.6%	+117.8%	+44.3%	+39.5%（降速）
	Zalando B2C/B2B	-1.1%/—	+3.8%/+11.5%	+6.2%/+11.7%	+0.7%/+18.9%（B2C 降速，B2B 提速）
线下品牌	迅销 北美 / 大中华区/欧洲	+39% / +9%/+29%	+25% / +4%/+32%	+24.5%-4.0%/+33.6%	+29.3%/+7.2%/37.2%（提速）
	H&M 南北美洲/北欧/西欧/东欧/南欧（本币）	-2%/+4%/+2%/-19%/+5%	-2%/-2%/0%/+7%/+7%	+1%/-1%/+2%/+1%/+5%	-2%/0%/-2%/-1%/+4%（降速）
	GAP 美国	-1.8%	+2.5%	+2.0%	-0.7%（降速）
	Inditex 美洲/欧洲（除西班牙）	+8.4%/+12.7%	+1.1%/+6.3%	-1.2%/+4.6%	+8.2%/+9.3%（提速）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

机遇一：平台化打开规模空间，单位经济改善可期

3P 商家招募驱动服务收入由 2023 年 8.68 亿美元增至 2025 年 47.40 亿美元，两年约 5.5 倍，占净收入比重由 2.7%升至 11.3%、2026H1 达 13.4%。3P 服务收入几乎不产生销售成本，占比提升将结构性带动毛利率上行，主要支出为履约费用和部分营销费用；商家本地仓发货可提高海外仓利用率与仓网密度，有望摊薄平台整体单均履约成本。截至 2026 年 6 月末，公司全球仓库合计约 604 万平米，其中海外仓约 195 万平米、占比 32.3%（欧洲约 102 万平米、美国约 41 万平米）；波兰非流动资产由 2023 年 0.70 亿美元增至 2025 年 2.91 亿美元，佐证欧洲仓储的快速扩张。规模经济的兑现路径已初步展现：每单履约费用由 2023 年 18.9 美元连降三年至 2025 年 17.7 美元，2026H1 虽在关税扰动下回升至 18.0 美元，但随着本地备货与半托管占比提升，单位经济改善趋势明确。

图31：SHEIN 每单履约费用与总订单量



资料来源：公司招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

表19：SHEIN 单位经济变化趋势

单位经济		2023	2024	2025	2026H1
活跃顾客	数量（百万）	186	230	273	291
	YoY		23.7%	18.7%	14.6%
顾客下单频率	次数	3.8	4.0	4.0	1.9
	YoY		5.3%	-	-7.1%
总订单	数量（百万）	715	919	1,078	549
	YoY		28.5%	17.3%	6.4%
每单履约费用	金额（美元）	18.9	18.3	17.7	18.0
	YoY		-3.2%	-3.3%	8.8%
每单营销费用	金额（美元）	4.8	4.5	5.7	5.4
	YoY		-6.3%	26.9%	3.8%
每单经营利润	金额（美元）	1.9	1.1	1.6	0.9
	YoY		-45.4%	50.6%	-55.7%
每客营销费用	金额（美元）	18.6	18.1	22.7	10.1
	YoY		-2.6%	25.4%	-3.6%
每客经营利润	金额（美元）	7.4	4.2	6.3	1.7
	YoY		-43.2%	48.9%	-58.9%
客单价（推算）	金额（美元）	199.0	252.2	251.7	121.8
	YoY		26.7%	-0.2%	-3.9%
AOV（推算）	金额（美元）	51.8	63.1	63.7	64.6
	YoY		21.9%	1.0%	3.5%

资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

机遇二：区域增长引擎切换，拉美中东接棒

根据第三方数据，2026H1 公司全球 MAU 同比+10%以上的总量表现之下，用户增量的区域来源正在切换：

1. 美国 MAU 同比为正，但观测消费额（彭博信用卡调研数据）自 2025 年 5 月起多数月份同比为负，预计用户留存但转化下降；欧洲 MAU 自 2026 年年中起转为收缩；拉美与中东接棒成为用户增量的主要来源。

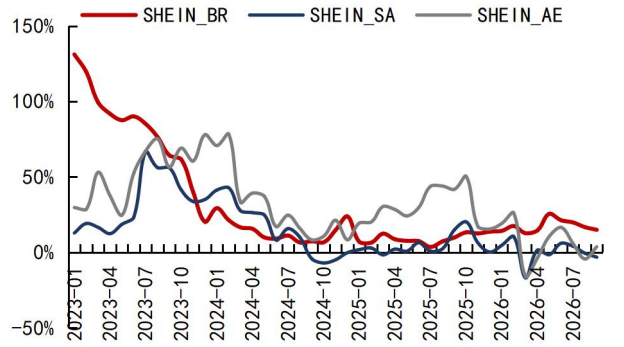
2. 拉美是公司用户核心池，占全球 MAU 约四成，巴西为第一大单一市场、2026H1 增长超 20%（eMarketer 统计拉美零售电商 2025 年规模 1,912.5 亿美元、同比+12.2%）；

3. 中东保持增长（Mordor Intelligence 预计中东和非洲电商市场 2025 年规模 1,551.6 亿美元，未来以 13.85%的复合增速增长），对照本地龙头 Noon 与 TikTok 的流量池，渗透率约还有一倍空间；

4. 东南亚渗透率仅约为 Shopee 的 1/10，低基数下亦具潜力（e-Conomy SEA 预计东盟电商 GMV 增速+15~16%，贝恩预计印度电商零售增速+15~20%）。

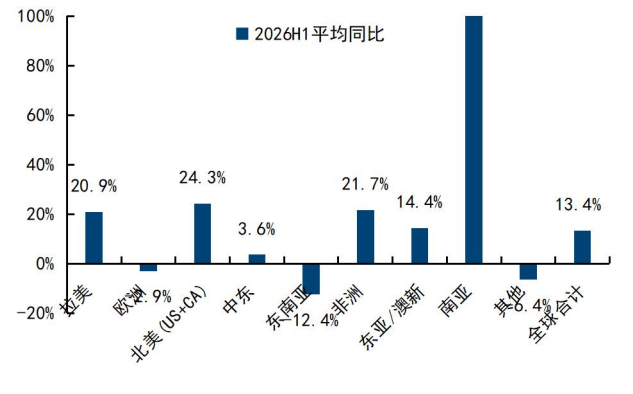
从公司披露可见收入结构印证引擎切换：2026H1 其他地区收入同比+16.0%、占比升至 44.4%，占比与增速均大幅领先美国（同比-9.9%）与欧洲（同比-7.5%）。

图32：SHEIN 拉美中东市场（巴西、沙特、阿联酋）MAU 同比



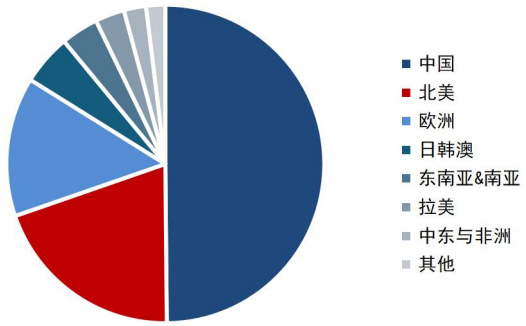
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图33：SHEIN 分地区 MAU 2026H1 同比增速



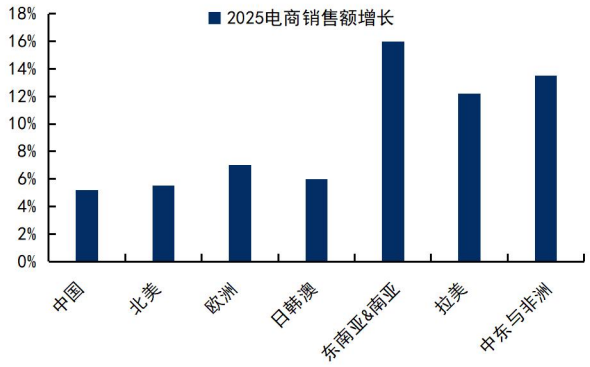
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图34：全球电商零售额分市场占比



资料来源： eMarketer，Mordor Intelligence， EuroCommerce，e-Conomy SEA，Bain，日本经济产业省， KOSIS，NAB，国信证券经济研究所整理

图35：全球电商零售额分市场增速



资料来源： eMarketer，Mordor Intelligence， EuroCommerce，e-Conomy SEA，Bain，日本经济产业省， KOSIS，NAB，国信证券经济研究所整理

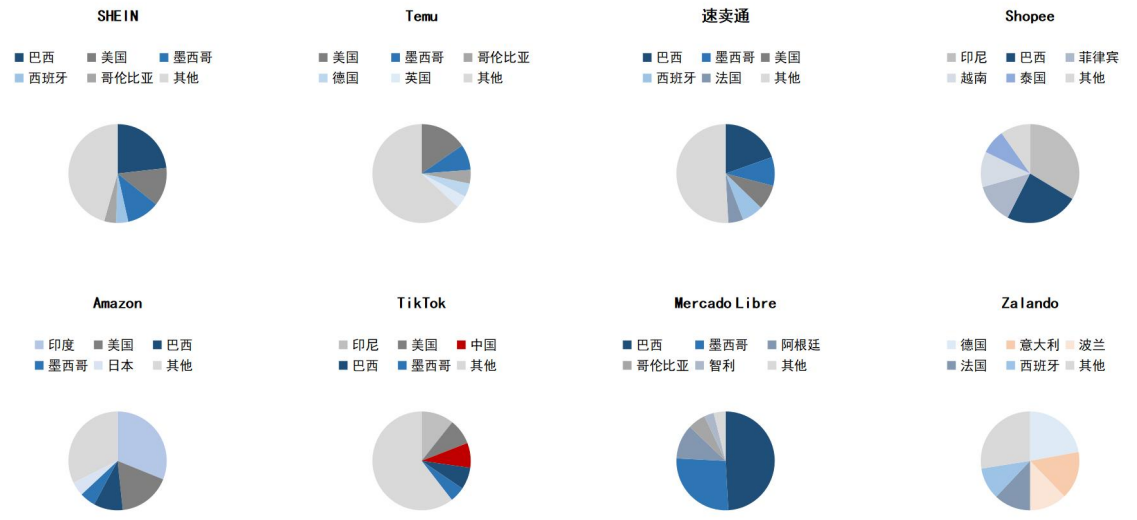
表20：SHEIN 分地区收入金额与增速

单位：百万美元		FY2023	FY2024	FY2025	FY2026H1
净收入	金额	32,103	38,748	41,847	20,134
	YoY	41.1%	20.7%	8.0%	1.0%
分地区收入					
美国	金额	9,454	10,464	10,101	4,514
	YoY		10.7%	-3.5%	-9.9%
	占比	29.4%	27.0%	24.1%	22.4%
欧洲	金额	10,214	13,603	14,802	6,678
	YoY		33.2%	8.8%	-7.5%
	占比	31.8%	35.1%	35.4%	33.2%
其他地区	金额	12,435	14,681	16,944	8,942
	YoY		18.1%	15.4%	16.0%
	占比	38.7%	37.9%	40.5%	44.4%

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

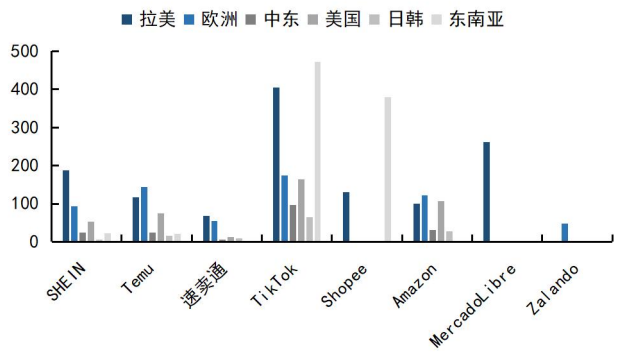
分区域对比各电商平台 2026 年上半年 MAU：美国市场竞争激烈，亚马逊存量用户约为 SHEIN 的两倍，但 SHEIN 与 Temu 均保持两位数增长；欧洲是 SHEIN 主要区域中唯一收缩的发达市场，而 Temu 保持两位数增长、亚马逊表现强劲；拉美渗透率高于其他区域，仍保持快速两位数增长，26Q1 拉美为主的其他市场收入增速大幅领先欧美；中东处于从 1 到 N 的发展阶段，增速放缓或与地缘冲突有关；日韩属低基数扩张的早期市场，双位数增速说明渗透正在加速；东南亚由 Shopee 与 TikTok 主导，SHEIN 占比偏低、2026 上半年尚未实现增长。

图36：各平台前 5 大市场 MAU 占比（2026H1 平均）



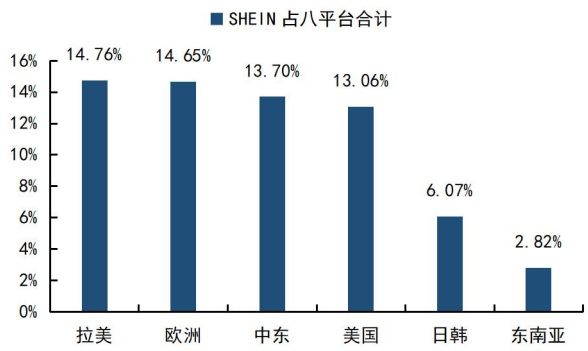
资料来源：彭博、公司公告，国信证券经济研究所整理

图37：六区域八平台 2026 年 1-6 月平均 MAU（百万）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图38：SHEIN 各地区份额占比（八平台）



资料来源： 彭博，国信证券经济研究所整理

机遇三：品牌化升级，撬动盈利杠杆

对比服饰类卖家，SHEIN 已售存货口径毛利率低于赛维时代和子不语，但独立站运营在流量和心智上的优势使其可比口径履约和营销费用率显著更低——若未来能提高品牌溢价，凭借较好的费用杠杆基础，利润率有较大改善空间。

公司正沿三条路径推进品牌化：

一是自营招商要求持续升维。从 2014-2017 年低门槛、提供补贴和优越账期的“小作坊”时代，到 2018-2024 年按供应商能力划分 ODM/OEM/FOB 三类模式并引入五级评级、末位淘汰与合规门槛，再到 2025 年后新增自主产品拍摄、视觉输出标准、差异化竞争力、地区宗教文化适配等内容与品牌向要求；2026 年招商文案中超过半数为要求开发设计能力强的 ODM 模式。

表21：SHEIN 自营供货合作模式

对比维度	ODM（设计开发）	OEM（打版生产）	FOB（生产加工）
核心能力要求	开发设计能力强	看图打版能力强	生产管理能力强
合作对象	工厂、贸易商、工贸一体	工厂、工贸一体	工厂
合作方式	SHEIN 买手选款，供应商配合进行产品开发并打版生产	SHEIN 跟单发版，供应商看图打版做货	SHEIN 自主设计，并提供生产资料和样衣，供应商包工包料生产
工厂面积要求	500 平及以上；部分品类支持现货推款	广东省内商家需自有工厂 800 方及以上（其余地区 1000 方及以上）	1000 平及以上
人员要求	需配备开发设计人员、跟单人员	需配备版师、跟单人员	需配备厂长、版师、纸样师、尾部主管、查货、跟单
合作特点	小单快反、自主备货、接受订单制/现货制	包工包料、小单快反、单量稳定	包工包料、小单快反、单量稳定
适合商家	有设计开发能力，有拍摄资源	看图还原度高，生产能力强	工厂面积大，生产管理规范

资料来源：SHEIN 招商官网，国信证券经济研究所整理

注：因季节和品类业务调整，具体面积和要求以业务员实际对接为准

二是 3P 招商青睐品牌型商家与设计师品牌，形成“自有品牌矩阵+品牌商家+设计师合作”的多元供给层次。自营品牌包括 SHEIN（核心）、ROMWE、SHEGLAM、MOTF、Dazy、MUSERA、GLOWMODE 等，另有约 20 个 Xcelerator 合作品牌（含 Everlane、Missguided、Sumwon），目标是覆盖更宽的价格带、风格和品类。

图39：SHEIN 品牌架构图



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

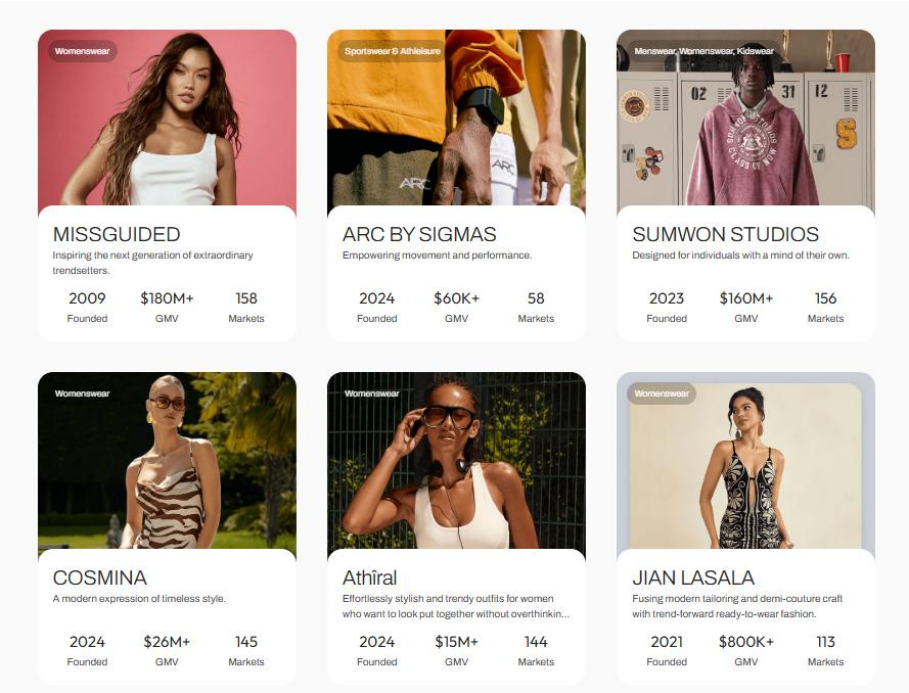
表22：SHEIN 品牌矩阵

类型	品牌	定位与风格	价格定位
自营品牌（1P）	ROMWE、SHEIN、SHEGLAM	潮流基础款与全品类供给/高性价比大众彩妆，承担规模与价格竞争力	平价大众
	DAZY、MUSERA	DAZY 偏日常潮流与年轻通勤；MUSERA 偏先锋性感、英伦感及音乐节/约会等强风格场景	大众偏中段
	Glowmode	运动与生活方式服饰，以面料、功能和版型支撑相对更高客单	中端功能型
	MOTF	都市通勤、质感面料、精致衣橱，承担品牌调性和客单上探	中高端
	Anewsta	面向 25－40 岁女性的优雅、品质感女装，是进一步上探价格带的品牌布局	高端女装
商城品牌（3P）	Missguided	年轻女性快速潮流，派对、约会、度假等场景化女装	平价大众
	SUMWON	男女装及童装的街头休闲品牌，补充年轻化、潮流化供给	大众偏中段
	Everlane	简约通勤、品质基础款及可持续叙事，覆盖成熟、品质导向用户	中高端

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

三是将按需供应链、数字化运营与全球履约能力以服务形式开放给外部品牌，从 SHEIN X 升级为 Xcelerator。招股书披露，参与 Xcelerator 计划的品牌第二年销售额增长约 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；品牌赋能服务的营业利润率约为集团整体的两倍。当前该业务对集团净收入贡献不超过 1%，处于早期但增长潜力大——对设计师品牌和中小品牌而言，可更快验证新品需求、减少库存压力，并以更低的运营投入进入多个海外市场；平台角色正从商品销售渠道延展为覆盖“设计—生产—销售—履约”的品牌增长基础设施。

图40：SHEIN Xcelerator 计划合作伙伴



资料来源：SHEIN Xcelerator 官方说明网站，国信证券经济研究所整理

机遇四：并购逻辑转向品牌资产

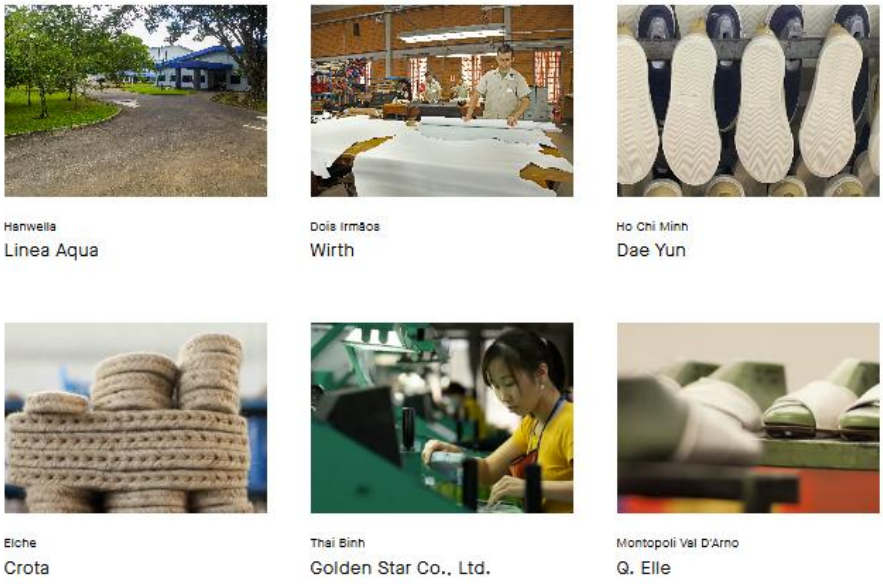
2026 年第二季度，公司完成收购 Everlane, Inc. 100%股权，现金对价合计 7,800 万美元（其中 7,400 万美元用于收购日代偿贷款），对价分配中无形资产（品牌）3,600 万美元、暂定商誉 5,700 万美元。Everlane 2011 年创立于旧金山，以“极致透明”（Radical Transparency）为核心叙事，公开每件商品的成本明细、工厂信息与加价率，主打高质基础款与 DTC 直销；2020 年 L Catterton 领投时估值约 5.5 亿美元，近年受 DTC 泡沫退潮与债务压力影响营收收缩至约 1.7 亿美元，集团几乎以“债务重组价”获取该品牌。回顾并购史，2014 年收购 ROMWE、2015 年收购 Make Me Chic 本质都是供应链补能；而 2021 年合资运营 Forever 21、2023 年收购 Missguided 品牌知识产权，再到此次全资控股 Everlane，并购逻辑已转向品牌资产，即 Everlane 的道德时尚叙事的差异化定位、以及中高端基础款定位与主站客群错位，有望帮助集团切入高毛利价格带。

表23：购买对价分配

对价与分配	百万美元	占比
无形资产（品牌）	36	46%
其他资产及负债	-15	
按公允价值计的可识别净资产总额	21	27%
暂定商誉	57	73%
现金对价合计	78	100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图41：Everlane 的“极致透明”——工厂溯源



资料来源：Everlane 公司官网，国信证券经济研究所整理

以安踏体育为参照，多品牌并购是服饰集团突破单品牌人群与价格带边界、加速份额集中的有效路径。安踏 2009 年收购 FILA 中国业务开启多品牌战略，此后陆续纳入迪桑特、可隆等品牌，并于 2019 年联合收购 Amer Sports（始祖鸟母公司）。单品牌时期的 2009 年，安踏收入 58.7 亿元、毛利率 42.1%、净利率 21.3%，仅覆盖大众运动市场；到 2025 年，集团收入达 802.2 亿元（十六年增长约 13 倍），毛利率提升至 62.0%，归母净利率 16.9%（剔除 Amer 上市一次性收益影响后同比基本持平），其中 FILA 收入 284.7 亿元、迪桑特与可隆等其他品牌收入 170.0 亿元且毛利率高达 71.8%——并购品牌贡献了集团过半收入，并将客群延伸至高端时尚运动与高端户外人群。市场份额方面，据前瞻产业研究院的数据，安踏集团在中国运动鞋服市场的份额由单品牌时期的约 8.7%升至 21.8%，位居行业第一，在全球运动鞋服市场的份额由单品牌时期的约 0.7%升至 3.2%，位居行业第三。对 SHEIN 而言，若有效的品牌并购整合能复制安踏式的“品牌资产+供应链赋能”路径，同样有望帮助集团切入中高端价格带、加速份额集中并撬动盈利杠杆。

表24：安踏体育单品牌时期（2009 年）与 2025 年关键指标对比

指标	2009 年（单品牌时期）	2025 年（多品牌集团）
营业收入	58.75 亿元	802.19 亿元
毛利率	42.1%	62.0%
净利率	21.3%	16.90%
中国运动鞋服市占率	约 8.7%	约 21.8%（行业第一）
全球运动鞋服市占率	约 0.7%	约 3.2%（行业第三）

资料来源：公司公告，前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

表25：安踏体育并购历程

时间	品牌	国家/地区	定位	详情
2009	FILA 斐乐	意大利	高端运动时尚	3.32 亿元自百丽国际收购大中华区商标及经营权，当时仅约 50 家门店、连年亏损；后培育为集团第二增长曲线
2015	Sprandi 斯潘迪	英国	大众运动休闲	收购英国运动休闲品牌，切入大众休闲细分市场
2016	DESCENTE 迪桑特	日本	高端专业运动	出资 1.5 亿元设立合资公司（控股约 60%），获中国区独家经营权；2025 年流水突破百亿
2017	KOLON SPORT 可隆	韩国	高端户外	与韩国 Kolon 成立合资公司（持股约 50%）运营中国区业务；2025 年流水超 60 亿元
2017	KINGKOW 小笑牛	中国香港	中高端童装	收购 100%股权，布局童装市场
2019	Amer Sports 亚玛芬体育	芬兰	全球高端运动集团	牵头财团以约 46 亿欧元完成收购（持股 52.7%），收获始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜等 11 个品牌；2024 年 2 月于纽交所上市（NYSE：AS）
2023	MAIA ACTIVE 玛伊娅	中国	女性运动	收购约 75%股权，补位女性瑜伽与轻运动赛道
2025	Jack Wolfskin 狼爪	德国	大众户外	2.9 亿美元自 Topgolf Callaway 全资收购，户外布局延伸至大众市场
2026	PUMA 彪马	德国	全球综合运动	10 月完成交割，15.05 亿欧元（35 欧元/股）自 Artémis 收购 29.06%股权，成为单一第一大股东；PUMA 保持独立运营，不并入安踏报表

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图42：安踏品牌矩阵图



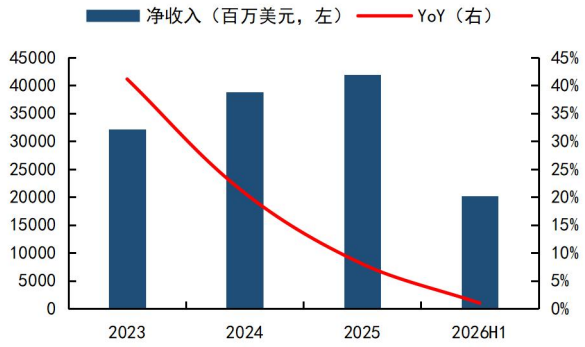
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：收入增速与利润率波动，现金造血能力强

收入端增速趋缓，利润端受优先股会计处理干扰，近期经调净利润承压。2024/2025/2026H1 公司分别录得营业收入 387.5/418.5/201.3 亿美元，对应同比增速+20.7%/+8.0%/+1.0%，增长动能逐级回落；2026H1 增速降至低个位数，一方面源于佣金确认口径的商城业务（3P）收入占比持续抬升、天然拉低表观收入增速，另一方面国际贸易环境与关税政策的反复亦对跨境业务形成阶段性压制。利润端看，上市前公司报表利润持续受可转换可赎回优先股公允价值变动的非现金

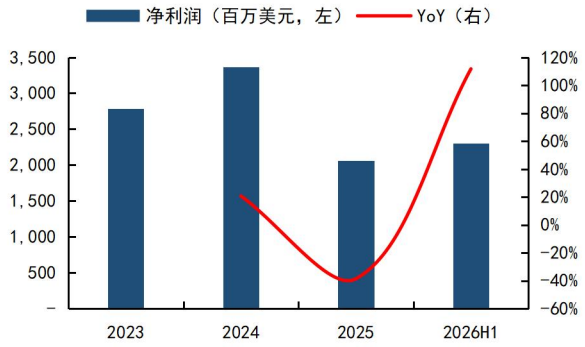
损益扰动，2024/2025/2026H1 该项分别贡献收益 24.3/3.3/18.6 亿美元，导致账面净利润与主业真实盈利能力有所背离；公司完成上市后，优先股转换为普通股，该类会计扰动不再出现。还原至可比口径，公司经调整净利润分别为 11.2/18.2/5.0 亿美元，其中 2026H1 同比下滑明显，主要因中东地缘冲突推高国际油价及海运运费，叠加履约费用阶段性上行，对利润率形成挤压。

图43：公司营业收入与变化情况



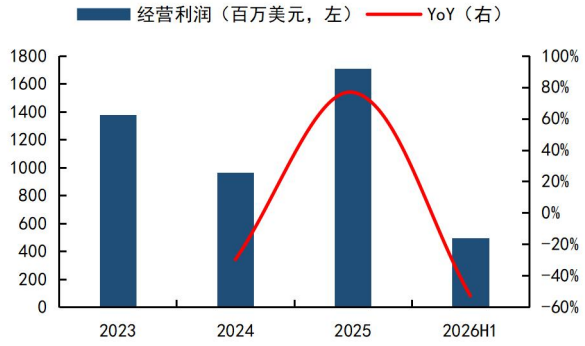
资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

图44：公司净利润与变化情况



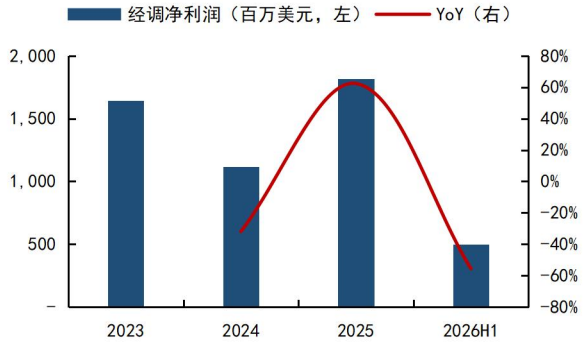
资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

图45：公司经营利润与变化情况



资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

图46：公司经调净利润与变化情况

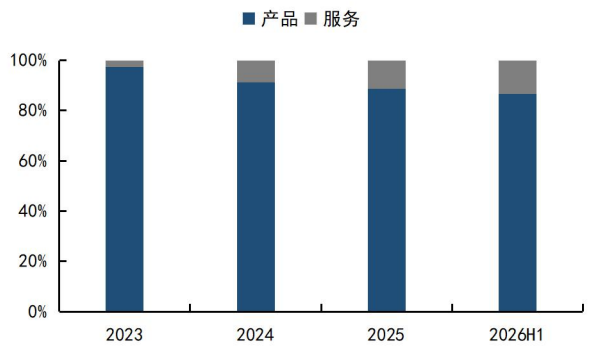


资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

分收入类型看，1P 回落，3P 成为主要增长引擎。2024/2025/2026H1 产品收入分别为 353.5/371.1/174.3 亿美元，2026H1 同比下滑约 2%，自营盘增长回落；服务收入分别为 34.0/47.4/27.0 亿美元，同比+24.9%，占比由 2023 年的 2.7%升至 13.4%。考虑到 3P 按净额法确认收入，其 GMV 口径占比显著高于收入口径，平台化的实际进度快于表观数据。

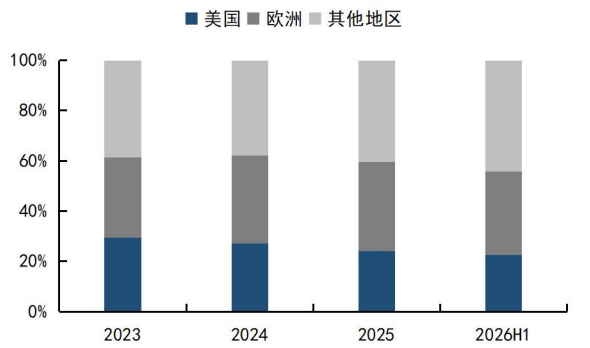
分区域看，美国与欧洲相继承压，新兴市场成为增长主引擎。2024/2025/2026H1 美国收入分别为 104.6/101.0/45.1 亿美元，占比由 2023 年的 29.4%降至 22.4%，且 2025 年起绝对额转入负增长（-3.5%），主因美国取消小额包裹免税政策；欧洲占比由 31.8%升至 2025 年的 35.4%后，2026H1 回落至 33.2%，26Q2 欧洲收入同比-13.9%，主因欧盟 2026 年 7 月取消 150 欧元以下包裹免税，公司提前提价并收缩广告投放；其他地区占比由 38.8%升至 44.4%，跃居第一大区域，拉美、中东等新兴市场构成主要增量。

图47：按类型划分净收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图48：按地区划分净收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

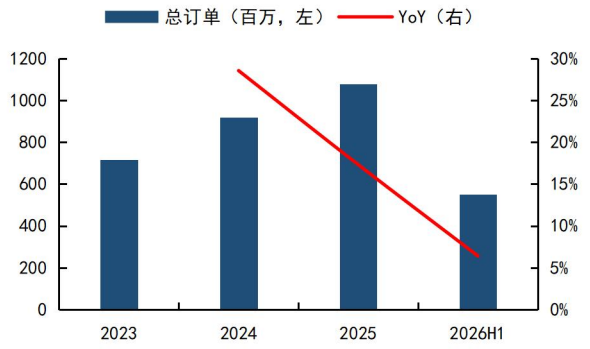
用户增长换挡减速，订单动能向新客与低渗透市场切换。2023-2025 年公司活跃顾客由 1.86 亿增至 2.73 亿(CAGR 21.2%),总订单量由 7.15 亿增至 10.78 亿(CAGR 约 23%）；但行业竞争和关税扰动下，增速中枢持续下移，活跃顾客同比增速回落至 26H1 的+14.6%（2.91 亿），订单量增速由 2024 年的+28.5%降至 2025 年的+17.3%、2026H1 进一步降至+6.4%（5.49 亿单）。结构上呈现两个特征：其一，增长动力由提频转向拉新，下单频次由 4.0 次回落至 3.9 次，公司明确订单增长主要由活跃顾客增长驱动，增量集中于品牌渗透率较低的新兴市场；其二，订单与收入增速持续背离（2026H1 订单+6.4% 但收入+1.0%），除 3P 净额确认的口径影响外，或也反映新兴市场占比提升对客单价的摊薄。但从边际上看订单增速有复苏趋势，26Q2 订单量同比+7.6%、较 Q1 的约+5%明显提速，管理层也在中期报告中指出预期 26Q4 促销旺季将带动订单增长。

图49：活跃顾客及变动



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

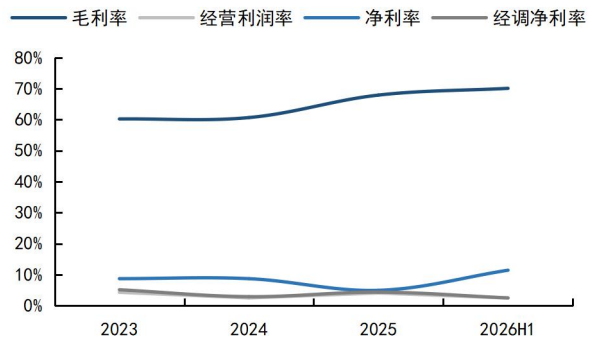
图50：总订单量及变动



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

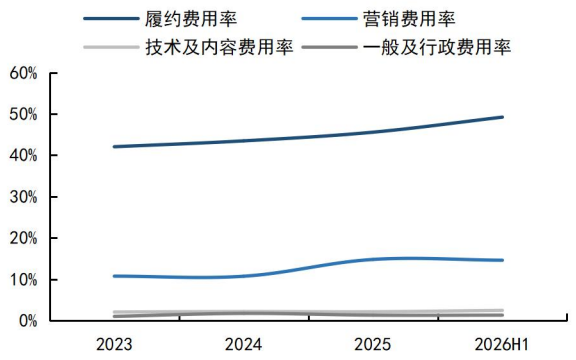
毛利率结构性抬升，履约成本为费率主要压力项。2024/2025/2026H1 公司毛利率分别为 60.6%/67.9%/70.1%，拐点出现在 2025 年（2023-2024 年基本持平），驱动之一为 3P 业务按净额法确认收入、不产生销售成本，收入平台化带动毛利率中枢上移，其次定价及成本优化也为重要因素。费用端，2024/2025/2026H1 营销费用率为 10.7%/14.8%/14.6%，2025 年大幅上行后已基本企稳；技术及管理费率维持低位；占比最大的为履约费用率，由 43.5%升至 49.2%，主因 3P 口径效应（确认部分收入、承担全额履约成本）、美国关税计入履约成本及油价上涨推升运价。但在公司持续优化运营效率的情况下，测算公司单均履约成本由 2023 年 18.9 美元降至 2026 年上半年的 18.0 美元，体现出对刚性增加的成本的对冲效果，且若未来油价回落至常规水平，短期履约费率上行具阶段性。

图51：公司利润率水平



资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

图52：公司费用率水平

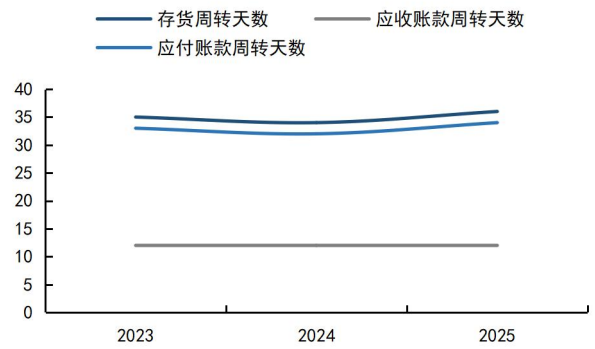


资料来源：公司招股书、公司公告，国信证券经济研究所整理

小单快返模式铸就极致周转，现金循环周期天然占优。2023-2025 年公司存货周转天数分别为 35/34/36 天，截至 26Q1 的十二个月小幅升至 38 天，持续稳定在 40 天以内；横向对比看，同期迅销存货周转天数约 128/118/114 天，公司周转效率约为传统服装巨头的 3 倍以上，2025 年末存货仅相当于全年收入的约 3%（迅销约 15%）。极致周转的根基是 LATR 模式，100-200 件首单试销、实时反馈、畅销品快速返单，未售库存占比维持低个位数，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）。此外，D2C 模式下消费者先款后货、应收端占用极低，叠加对上游近 7500 家合约制造商的强议价能力，公司现金循环周期显著短于同业，营运资金占款较轻。

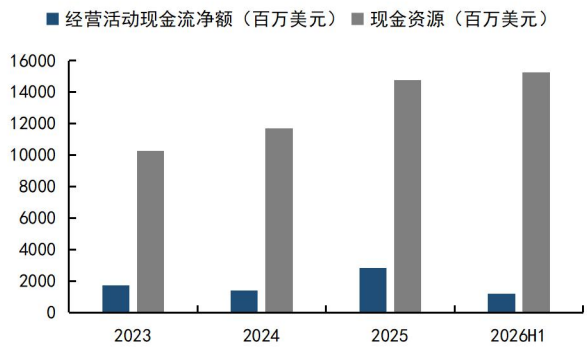
经营造血能力稳健，现金储备充足。2025 年公司经营活动现金流净额 28.4 亿美元；2026H1 为 12.05 亿美元，同比下降主因油价运费冲击及关税成本压制利润，其中 26Q2 单季 8.13 亿美元、环比 26Q1 的 3.92 亿美元显著回升。从现金资源口径（现金及现金等价物+受限制现金+短期投资+长期定期存款）看，2023/2024/2025 年末分别为 102.7/117.2/147.9 亿美元，逐年提升；2026H1 在承受关税与运费冲击、并向优先股股东支付现金补偿（融资净流出 8.6 亿美元）的情况下，现金资源仍较 2025 年末净增约 4.6 亿至 152.5 亿美元。负债端公司无任何银行借款及债务证券，资本负债率为零，仅有租赁负债 11.5 亿美元。且 9 月 1 日上市后 151 亿美元优先股已全部转为普通股、另有约 17 亿美元募资净额到账，预计净现金规模将进一步增厚。

图53：公司营运资金周转天数情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图54：公司经营性现金流和现金资源



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：美欧市场有望先后复苏，如油价回落将带动利润反弹

收入假设：调价对消费者购买的冲击逐步淡化，预计 2026-2028 年净收入分别为 417.6/450.2/489.7 亿美元，同增-0.2%/+7.8%/+8.8%。美国、欧盟先后取消小包免税政策对公司直接产生增量关税成本，公司调价转嫁短期抑制下单行为；从 2025 年和 2026H1 分地区收入增速、以及推算的下单频率下滑可大致感知这一影响，而随时间消化，预计消费者逐步适应新价格水平，美国与欧洲市场先后恢复增长。分类型看，预计 2026 年产品收入下滑个位数、服务收入保持增长，2027-2028 年自营与商城齐头并进、增速接近；分地区看，预计 2026 年美国收入下滑个位数、欧洲高基数下下滑双位数、其他地区增长双位数，随后两年欧美恢复增长、其他地区保持双位数增长。用户与订单方面，预计活跃顾客 2026-2028 年分别达 3.06/3.24/3.47 亿（同比+12%/+6%/+7%），下单频率维持 3.6 次，总订单 11.0/11.7/12.6 亿单，AOV 为 48.3/48.6/49.2 美元，下单频率与 AOV 随调价影响消化于 2027-2028 年恢复低速增长。

表26：公司盈利预测中收入假设详情（单位：百万美元）

利润表拆分	具体科目	2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31	2026E	2027E	2028E
金额	净收入	32,103	38,748	41,847	41,757	45,018	48,974
	产品	31,235	35,351	37,107	36,365	39,274	42,416
	服务	868	3,397	4,740	5,392	5,744	6,558
YoY	净收入		20.7%	8.0%	-0.2%	7.8%	8.8%
	产品		13.2%	5.0%	-2.0%	8.0%	8.0%
	服务		291.4%	39.5%	13.8%	6.5%	14.2%
占比	净收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	产品	97.3%	91.2%	88.7%	87.1%	87.2%	86.6%
	服务	2.7%	8.8%	11.3%	12.9%	12.8%	13.4%
金额	分地区	32,103	38,748	41,847	41,757	45,018	48,974
	美国	9,454	10,464	10,101	9,394	9,864	10,258
	欧洲	10,214	13,603	14,802	12,878	13,135	14,055
	其他地区	12,435	14,681	16,944	19,486	22,019	24,661
YoY			20.7%	8.0%	-0.2%	7.8%	8.8%
	美国		10.7%	-3.5%	-7.0%	5.0%	4.0%
	欧洲		33.2%	8.8%	-13.0%	2.0%	7.0%
	其他地区		18.1%	15.4%	15.0%	13.0%	12.0%
占比							
	美国	29.4%	27.0%	24.1%	22.5%	21.9%	20.9%
	欧洲	31.8%	35.1%	35.4%	30.8%	29.2%	28.7%
	其他地区	38.7%	37.9%	40.5%	46.7%	48.9%	50.4%

单位经济		2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31	2026E	2027E	2028E
活跃顾客	数量（百万）	186	230	273	306	324	347
	YoY		23.7%	18.7%	12.0%	6.0%	7.0%
顾客下单频率	次数	3.8	4.0	4.0	3.6	3.6	3.6
	YoY		5.3%	0.0%	-10.0%	0.0%	1.0%
总订单	数量（百万）	715	919	1,078	1,101	1,167	1,261
	YoY		28.5%	17.3%	2.1%	6.0%	8.1%
客单价（推算）	金额（美元）	183.5	202.9	193.8	174.0	174.9	178.8
	YoY		10.6%	-4.5%	-10.2%	0.5%	2.2%
AOV（推算）	金额（美元）	47.7	50.8	49.1	48.3	48.6	49.2
	YoY		6.4%	-3.4%	-1.5%	0.5%	1.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

毛利率与费用假设：

1. **预计 2026-2028 年毛利率分别为 73.4%/73.0%/72.1%**——服务收入占比扩大

（其毛利率约为 100%）、关税调价传导与价格带向上拓展共同带动毛利率提升，后续油价回落将在定价上有所体现。

2. **履约费用率分别为 52.2%/50.6%/49.2%，呈先升后降**：总体预期油价对运费的影响先升后降，2026-2027 年单均关税成本持续上升，2028 年在关税政策不变、本地备货比例增加的假设下单均关税开支回落。单均口径看，预计 2026-2028 年每单履约费用分别为 19.8/19.5/19.1 美元，其中运费 14.1/13.4/13.1 美元（2026 年油价显著上升，假设 2027-2028 油价逐步回落，带动运费逐步下行至接近 2025 年水平）、关税 1.9/2.5/2.3 美元（美国和欧洲关税成本在 2025-2026 年先后增加，2027 年达峰，2028 年本地备货比例和其他地区收入占比上升，摊薄单均关税）、非关税仓储处理末端费用稳定在 3.7 美元左右。

3. **营销费用率分别为 14.3%/14.7%/14.8%**：2026 年在过渡至更优物流模式前适度降低营销力度，2027-2028 年随消费者适应调价而适度加大投放以恢复收入增长。

表27：公司盈利预测中毛利、履约费用、营销费用假设详情（单位：百万美元）

利润表拆分	具体科目	2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31	2026E	2027E	2028E
金额	毛利	19,326	23,499	28,414	30,666	32,843	35,316
	产品	18,458	20,102	23,674	25,274	27,099	28,758
	服务	868	3,397	4,740	5,392	5,744	6,558
毛利率	毛利	60.2%	60.6%	67.9%	73.4%	73.0%	72.1%
	产品	59.1%	56.9%	63.8%	69.5%	69.0%	67.8%
	服务	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
YoY	毛利		21.6%	20.9%	7.9%	7.1%	7.5%
	产品		8.9%	17.8%	6.8%	7.2%	6.1%
	服务		291.4%	39.5%	13.8%	6.5%	14.2%
金额	履约费用	-13,501	-16,847	-19,072	-21,777	-22,794	-24,096
费用率	履约费用	-42.1%	-43.5%	-45.6%	-52.2%	-50.6%	-49.2%
YoY	履约费用		24.8%	13.2%	14.2%	4.7%	5.7%
单均（美元）	履约费用	18.88	18.33	17.69	19.78	19.54	19.11
	运费	14.60	14.70	13.00	14.06	13.38	13.11
	关税	-	-	0.93	1.92	2.45	2.29
	非关税（仓储、处理、末端）	4.28	3.63	3.77	3.80	3.70	3.70
YoY	履约费用		-2.9%	-3.5%	11.8%	-1.3%	-2.2%
	运费		0.7%	-11.6%	8.2%	-4.8%	-2.0%
	关税				107.9%	27.5%	-6.5%
	非关税（仓储、处理、末端）		-15.2%	3.7%	0.9%	-2.6%	0.0%
金额	营销费用	-3,453	-4,159	-6,191	-5,982	-6,632	-7,269
费用率	营销费用	-10.8%	-10.7%	-14.8%	-14.3%	-14.7%	-14.8%
YoY	营销费用		20.4%	48.9%	-3.4%	10.9%	9.6%
金额	其他营业支出	-996	-1,527	-1,444	-1,629	-1,756	-1,910
	技术及内容	-668	-849	-896	-1,044	-1,125	-1,224
	管理费用	-328	-678	-548	-585	-630	-686
费用率	其他营业支出	-3.1%	-3.9%	-3.5%	-3.9%	-3.9%	-3.9%
	技术及内容	-2.1%	-2.2%	-2.1%	-2.5%	-2.5%	-2.5%
	管理费用	-1.0%	-1.7%	-1.3%	-1.4%	-1.4%	-1.4%
YoY	其他营业支出		53.3%	-5.4%	12.8%	7.8%	8.8%
	技术及内容		27.1%	5.5%	16.5%	7.8%	8.8%
	管理费用		106.7%	-19.2%	6.7%	7.8%	8.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

利润假设：预计 2026-2028 年经营利润率分别为 3.1%/3.7%/4.2%——2026 年履

约费用率大幅上行挤压利润率，2027-2028 年随履约费用率回落而回升。经调净利润率分别为 3.3%/3.9%/4.4%（剔除非税项目的所得税率假设为 20%）；净利润分别为 33.0/17.8/21.3 亿美元；**经调净利润分别为 13.9/17.8/21.7 亿美元，同增-23.6%/+28.1%/+22.0%；净利润分别为 32.0/18.6/22.1 亿美元**。净利润与经调净利润的差异主要受可转换可赎回优先股公允价值变动影响。

表28：公司盈利预测中经营利润、净利润和经调整净利润假设详情

利润表拆分	具体科目	2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31	2026E	2027E	2028E
金额	经营利润	1,376	966	1,707	1,279	1,660	2,041
利润率	**经营利润**	**4.3%**	**2.5%**	**4.1%**	**3.1%**	**3.7%**	**4.2%**
YoY	经营利润		-29.8%	76.7%	-25.1%	29.8%	22.9%
金额	其他非经营收支	1,619	2,803	807	2,261	668	727
费用率	其他非经营收支	5.0%	7.2%	1.9%	5.4%	1.5%	1.5%
金额	利润						
	除税前溢利	2,995	3,769	2,514	3,540	2,329	2,768
	所得税	-206	-404	-450	-336	-466	-554
	净利润	2,789	3,365	2,064	3,204	1,863	2,214
	归属于股东的净利润/(损失)	2,789	3,365	2,064	3,204	1,863	2,214
	经调净利润	**1,643**	**1,119**	**1,816**	**1,388**	**1,778**	**2,169**
比率							
	除税前溢利率	9.3%	9.7%	6.0%	8.5%	5.2%	5.7%
	所得税率	-6.9%	-10.7%	-17.9%	-9.5%	-20.0%	-20.0%
	净利率	8.7%	8.7%	4.9%	7.7%	4.1%	4.5%
	归母净利率/(损失率)	8.7%	8.7%	4.9%	7.7%	4.1%	4.5%
	经调净利率	**5.1%**	**2.9%**	**4.3%**	**3.3%**	**3.9%**	**4.4%**
YoY							
	除税前溢利		25.8%	-33.3%	40.8%	-34.2%	18.9%
	净利润		20.7%	-38.7%	55.2%	-41.9%	18.9%
	归属股东的净利润/(损失)		20.7%	-38.7%	55.2%	-41.9%	18.9%
	经调净利润		**-31.9%**	**62.3%**	**-23.6%**	**28.1%**	**22.0%**

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：50.31-52.76 港元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表29：公司盈利预测假设条件

时间	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入增长率	8.00%	-0.21%	7.81%	8.79%	5.33%	4.30%	3.46%	3.12%	2.82%	2.55%	2.30%
营业成本/营业收入	32.10%	26.56%	27.04%	27.89%	28.58%	29.47%	29.56%	29.65%	29.65%	29.65%	29.65%
管理费用/营业收入	3.45%	-3.90%	-3.90%	-3.90%	-3.90%	-3.90%	-3.90%	-3.90%	-3.90%	-3.90%	-3.90%
销售费用/销售收入	60.37%	-66.48%	-65.37%	-64.04%	-63.43%	-62.51%	-62.27%	-62.02%	-61.85%	-61.76%	-61.74%
所得税税率	17.90%	9.48%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
股利分配比率	0.00%	21.69%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

表30：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.20	T	20.00%
无风险利率	3.00%	Ka	12.60%
股票风险溢价	8.00%	有杠杆 Beta	1.20
公司股价（元）	36.56	Ke	12.60%
发行在外股数（百万）	4246	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E，百万元)	155241	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D，百万元)	0	WACC	12.60%
Kd	3.00%	永续增长率（10 年后）	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 50.3-52.8 港元（6.42-6.73 美元）。

表31：FCFF 估值表（美元）

		2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	TV
EBIT		1,279	1,660	2,041	2,111	2,219	2,376	2,543	2,713	2,837	2,919	
所得税税率		9.48%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	
EBIT*(1-所得税税率)		1,157.7	1,328.4	1,632.8	1,688.4	1,775.4	1,901.0	2,034.2	2,170.1	2,269.8	2,335.2	
折旧与摊销		74	91	113	135	156	177	197	217	236	255	
营运资金的净变动		50	(360)	156	115	290	167	156	134	127	120	
资本性投资		(480)	(300)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)	(250)	
FCFF		802	760	1,653	1,689	1,972	1,995	2,137	2,271	2,383	2,460	21,419
PV(FCFF)		712	599	1,158	1,050	1,089	979	931	879	819	751	6,537
核心企业价值	15,505											
减：净债务	(12,369)											
股票价值	27,874											
每股价值	6.56											

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表32：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		12.0%	12.3%	**12.6%**	12.9%	13.2%
永续增长率变化	1.9%	6.97	6.84	6.71	6.59	6.48
	1.6%	6.91	6.78	6.66	6.54	6.43
	1.3%	6.85	6.73	6.61	6.50	6.39
	1.0%	6.80	6.68	**6.56**	6.46	6.35
	0.7%	6.75	6.63	6.52	6.42	6.31
	0.4%	6.70	6.59	6.48	6.38	6.28
	0.1%	6.66	6.55	6.44	6.34	6.25

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：49.25-52.53 港元

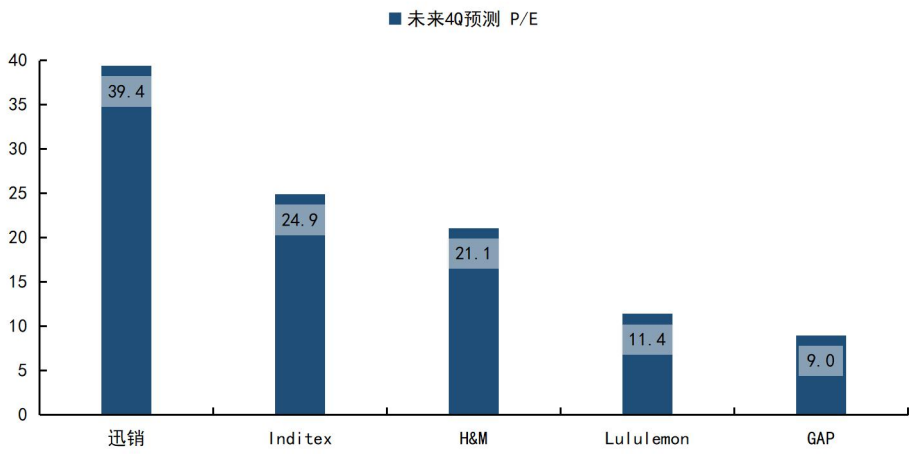
SHEIN 既是全球头部时尚服饰品牌，也是头部电商平台，在相对估值的对比部分，我们将可比公司分为品牌组和平台组分别分析。

品牌组：成长性与盈利前景均出众者给于 PE 20X 以上的估值，反之下探至 10X 左右。未来 4Q 预期 PE 排序为迅销 39.4x、Inditex 24.9x、H&M 21.1x、lululemon 11.4x、GAP 9.0x；各公司属于不同市场的上市公司，估值不一定可直接对比，但相对趋势具有参考意义，具体来看：

1. 迅销 FY+1E 收入增长+12%为组别最高、经营利润率已达 18.7%且预期进一步升至 18.8%，估值组别最高；
2. Inditex 经营利润率 20%以上为组别最高、利润高个位数增长，25x；
3. H&M 盈利率较低但处于上升趋势，21x；
4. lululemon 盈利率仍高达 19.9%但预期利润大幅下滑，11x；
5. GAP 增长与盈利率均弱，9x。

可见市场对兼具成长性和盈利率的品牌给予最高估值（20X-40X）；两者不可兼得时估值下探至 9-11X，其中具备品牌溢价和盈利优势、短期利润承压的品牌仍获相对较好的估值(P/E TTM 对照：迅销 42.5x、Inditex 27.8x、H&M 21.0x、lululemon 8.5x、GAP 11.5x；以上盈利预测均来自彭博一致预期）。

图55：品牌组未来 4 个季度盈利预测对应 PE



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

表33：品牌组增长、盈利与预期估值

公司	FY+1E 收入增速	FY+1E 净利增速	经营利润率（最新实际→FY+1E）	未来 4Q 预期 P/E	预期 P/E（FY+1E / FY+2E）	P/E(TTM) 对照
Fast Retailing (9983.T)	+12.0%	+6.8%	18.7%→18.8% (+0.1pct)	39.4x	39.8x / 35.4x	42.5x
Inditex (ITX.MC)	+7.8%	+8.8%	20.1%→20.2% (+0.4pct)	24.9x	26.1x / 24.0x	27.8x
H&M (HM-B.ST)	-2.4%	+6.8%	8.1%→8.7% (+0.6pct)	21.1x	21.3x / 20.1x	21.0x
lululemon (LULU)	-5.7%	-32.2%	19.9%→14.3% (-5.6pct)	11.4x	10.2x / 11.2x	8.5x
GAP (GPS)	+1.4%	+7.5%	7.3%→7.4% (+0.1pct)	9.0x	9.4x / 8.6x	11.5x

资料来源：彭博、公司公告，国信证券经济研究所整理

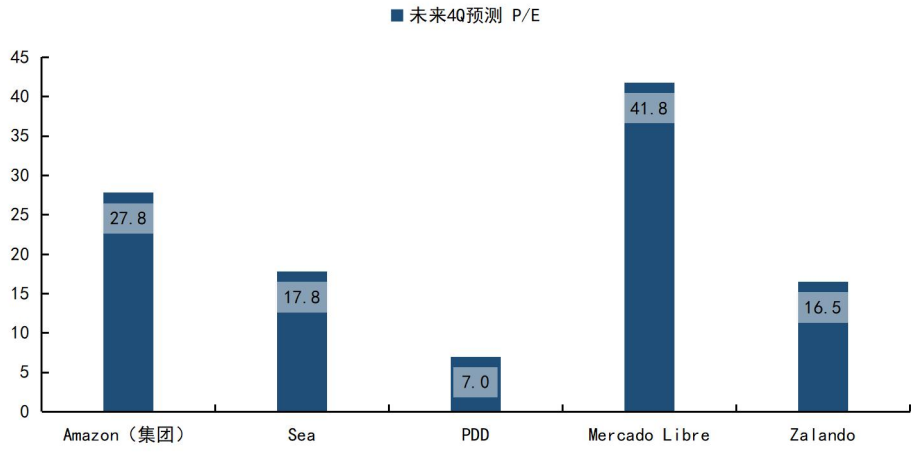
注：盈利预测均来自彭博一致预期

平台组：估值分化同样明显，强势平台估值可达 25-40X，而投入期盈利能见度存忧将下探至 10X 以内。亚马逊集团未来 4Q 预期 PE 27.8x（零售体系隐含约 32.9x）、美客多 41.8x、Sea 17.8x、Zalando 16.5x、PDD 7.0x，具体看：

1. 美客多收入预期增长近 45%、组别最快，“电商+物流+支付/信贷+广告”闭环模式获市场认可；
2. Sea 收入预期+37.4%、利润率修复，但估值较前期明显回落，市场对其成长性的定价趋于谨慎；
3. Zalando 双位数增长隐含并购贡献，内生增速预计仅为低个位数；
4. PDD 收入预期增速高单位数、净利预期-3.4%，低估值反映市场对海外电商投入期盈利能见度的担忧。

总体而言，盈利能力强且快速增长的平台市场给出 25X-40X 以上的 PE；增长较快但盈利尚在爬坡、或增长依赖并购者约 15X-20X；预期增长乏力且存在盈利下行压力者估值降至 10X 以下。上市公司体系内常有盈利能力更强的其他业务板块共同提升业绩，是平台组估值的重要特征。

图56：平台组未来 4 个季度盈利预测对应 PE



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

表34：平台组增长、盈利与预期估值

平台	FY+1E 收入增速	FY+1E 净利增速	经营利润率（最新实际→FY+1E）	未来 4Q 预期 P/E	预期 P/E（FY+1E / FY+2E）	P/E(TTM)
Amazon 集团（AMZN）	+15.6%	+77.7%	11.2%→13.4%（+2.2pct）	27.8x	24.3x / 20.5x	35.8x
其中：零售体系	+11.2%	+29.6%（经营利润）	5.8%→6.8%（+1.0pct）	—	隐含 32.9x/25.7x	—
Sea（SE，Shopee）	+37.4%	+15.9%	8.7%→9.1%（+0.4pct）	17.8x	21.3x / 16.0x	27.6x
PDD（PDD，Temu）	+8.3%	-3.4%	21.9%→22.6%（+0.7pct）	7.0x	7.6x / 6.4x	7.8x
Mercado Libre（MELI）	+44.9%	-2.5%	11.1%→7.0%（-4.1pct）	41.8x	48.1x / 33.3x	50.4x
Zalando	+12.2%	+6.4%	4.8%→4.9%（+0.1pct）	16.5x	21.8x/14.3x	68.1x

资料来源：彭博、公司公告，国信证券经济研究所整理

注：盈利预测均来自彭博一致预期

综合来看，无论将 SHEIN 定义为品牌型或是平台型公司，对其定价均应锚定未来收入增速的恢复节奏与经调净利润率的修复斜率，业绩增速与确定性对估值影响较大。而消费者对新关税水平的适应过程、平台化降本增效与品牌化增量发展的兑现程度，是影响业绩预期的核心变量。结合我们预测，公司经过 2026 年低谷后有望迎来业绩快速复苏，2027-2028 年利润复合增速约 25%，以内生恢复为主，在可比公司中增速较为领先，**因此给予公司 2027 年经调后 EPS 15-16X，即 49.25-52.53 港元的合理估值区间。**

另外，考虑到公司账面净现金充沛（2025 年末约 133 亿美元，我们预测于 2026 年末达 151 亿美元），且当前未有大额资本开支和投资计划（招股书显示公司在全球的仓库全部以租赁方式取得，过去 3 年年均资本开支 2.3 亿美元，预计的募资额约 17 亿美元分 3-4 年用完），剔除净现金后公司 PE 在可比公司中显著偏低，当前估值具有较高性价比。

表35：可比公司估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			g	PEG	总市值	剔除净现金 PE		
代码	名称	评级	人民币	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026-2028	2026	人民币十亿元	2025A	2026E	2027E
0625.HK	希音-W	优于大市	32	2.85	2.18	2.79	11.3	14.8	11.5	24.6%	0.60	137.3	4.0	3.9	2.8
ITX.MA	Inditex	无评级	425	14.97	16.32	17.76	28.4	26.0	23.9	8.6%	3.04	1328.6	27.6	24.4	22.3
9983.T	迅销	无评级	3,228	59.61	74.67	79.72	54.2	43.2	40.5	17.9%	2.41	1033.3	51.0	40.8	37.5
HMB.ST	H&M	无评级	118	5.12	5.48	5.80	23.0	21.4	20.3	6.3%	3.38	189.9	22.9	21.4	20.2
LULU.O	露露乐蒙	无评级	661	62.94	57.64	61.17	10.5	11.5	10.8	3.0%	3.87	70.2	10.5	9.7	9.4
GAP.N	GAP	无评级	149	14.23	16.19	17.55	10.5	9.2	8.5	8.3%	1.11	52.7	13.9	8.2	7.1
AMZN.O	亚马逊	无评级	1,655	59.90	97.44	83.62	27.6	17.0	19.8	4.1%	4.14	17970.7	28.1	17.0	19.8
MELI.O	MercadoLibre	无评级	12,079	263.16	257.59	372.51	45.9	46.9	32.4	42.3%	1.11	616.5	50.0	51.6	36.7
PDD.O	拼多多	无评级	527	72.38	68.84	82.76	7.3	7.7	6.4	16.5%	0.46	755.8	3.3	2.1	0.7
SE.N	SEA	无评级	498	23.04	24.44	32.47	21.6	20.4	15.3	29.7%	0.69	306.4	18.0	16.6	12.0
ZAL.DF	Zalando	无评级	201	6.15	8.85	13.50	32.6	22.7	14.9	35.0%	0.65	50.4	30.2	19.0	11.5

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理预测　　注：希音公司 EPS 为经调后 EPS。无评级公司盈利预测来自彭博一致预期。

表36：公司全球发售所得款项用途

募资用途	用途详情	时间期限	预计金额	占比
提升技术能力	• 采购云服务和服务器服务，改善技术基础设施，提升处理能力和安全性，重点提升数据仓储能力并加强网络安全防御； • 开发和完善专有技术，包括改善用户界面、供应商云端软件、需求预测技术、仓库自动化与数字化，以及部署 AI 驱动的模型优化端到端供应链； • 在全球招聘约 1,500-2,000 名 新的全职技术人员	未来 36 个月	约 52.49 亿港元	约 40%
提高品牌知名度及增强全球布局	• 投资多渠道营销活动，通过全球主要线上平台进行效果广告，获取新客户； • 增加品牌营销投入，举办高知名度活动以提升品牌形象和全球客户认知度； • 在全球增加招聘约 5% 的全职销售与营销人员，重点扩大美国、欧洲等主要市场的本地团队。	未来 48 个月	约 52.49 亿港元	约 40%
加强企业责任	• 投资多渠道营销活动，通过全球主要线上平台进行效果广告，获取新客户； • 增加品牌营销投入，举办高知名度活动以提升品牌形象和全球客户认知度； • 在全球增加招聘约 5% 的全职销售与营销人员，重点扩大美国、欧洲等主要市场的本地团队。	未来 36 个月	约 13.12 亿港元	约 10%
一般企业用途	-	-	约 13.12 亿港元	约 10%
合计			**约 131.23 亿港元**	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值，**我们认为公司股票合理估值区间在 50.31-52.53 港元之间**，对应公司今年经调净利润 19.6-20.5 倍 PE（剔除净现金后 8.8-9.7 倍 PE），对应明年 15.3-16.0 倍 PE（剔除净现金后 6.7-7.3 倍 PE），相对于公司目前股价有 30.5%-39.2%的溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在50.31-52.53港元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为3.0%、风险溢价8.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为1%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的全球头部时尚服饰品牌和海外头部电商平台公司如迅销、Inditex、亚马逊、美客多等的公司相对估值指标进行比较，按可比公司未来业绩的市场一致预期与估值区间进行分组讨论，同时考虑公司的龙头地位和未来业绩成长性，在可比公司估值区间中选取中间位置，最终给予公司对应2027年经调后利润15.3-16.0倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- 我们假设2026-2028年净收入分别为417.6/450.2/489.7亿美元，同增-0.2%/+7.8%/+8.8%，基于调价对消费者购买的冲击逐步淡化的假设，可能存在实际销售不及预期的风险；
- 我们预计2026-2028年毛利率分别为73.4%/73.0%/72.1%,可能存在实际毛利率调整不及预期的风险；
- 我们预计履约费用率分别为52.2%/50.6%/49.2%，营销费用率分别为14.3%/14.7%/14.8%，可能存在油价未如预期回落、实际费用控制不及预期的风险。

经营风险

国际贸易政策的不利调整：美国取消小额豁免、欧盟取消150欧元关税豁免，关税成本大幅上升，已对公司在美国销售及整体增长造成不利影响，若政策进一步收紧将加剧冲击；多辖区未能遵守税务和海关法规的风险等。

全球宏观经济与消费表现不及预期：宏观影响下行业和公司的增长与盈利存在相关风险，且若品牌升级和平台化发展不及预期，未来盈利存在不确定性。

行业恶性竞争加剧：时尚行业高度分散且竞争激烈，部分竞争对手资源更雄厚。

公司运营的风险：因行业环境、公司自身经营战略、平台商家不当活动等问题，无法保证达到预期的盈利预测。

供应链与合规风险：公司依赖超过 7,500 家合约制造商，劳工、环保等合规管理难度大，负面事件可能损害品牌声誉。环境和可持续发展责任受监管及公众审视加强，带来额外成本和违规风险。如招股书提示，2026 年 6 月，法国 DGCCRF 针对订单确认常规、消费者撤回权行使、产品可追溯性披露及合成纺织产品环境资料披露方面的缺失，对公司两家附属公司处以合共约 2,250 万欧元行政罚款，公司正在抗辩。

数据安全与知识产权风险：数字化平台如发生数据泄露，叠加当地政府监管严格，将面临高额罚款及调查。如招股书提示，2025 年 9 月，法国国家信息与自由委员会（CNIL）宣布决定对希音国际控股有限公司的一家附属公司进行 1.5 亿欧元的行政罚款；公司已就此向法国最高行政法院提出上诉，上诉仍在审理中。以及知识产权侵权索赔风险，如招股书提示公司涉及超过 40 项涉嫌侵犯知识产权的未决诉讼，截至 2026 年 3 月 31 日已计提约 600 万美元拨备。

原料价格和油价波动风险：原材料价格上涨可能挤压公司毛利率，而上调产品售价转嫁成本也可能抑制消费者购买行为；近期油价大涨已经造成公司物流及货运开支上升，若涨幅超出公司协调优化能力或后续油价维持高位将持续挤压公司未来盈利空间。

其它风险

解禁风险：公司控股股东、IPO 前投资者和基石投资者所持有的股份将在发行后 6 个月陆续解禁，如股份被实际或被认为大量出售或可供出售，尤其是由公司的董事、高级管理人员和大股东进行的销售，可能会对公司股价产生不利影响。

地缘政治风险：国际关系紧张局势升级以及由此导致的国际贸易政策变化可能影响公司向全球市场的产品销售。

附表：财务预测与估值（货币单位：美元）

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2905	4481	6365	6758	7919
应收款项	1783	1252	1514	1632	1776
存货净额	1500	1261	1167	1379	1657
其他流动资产	612	876	739	797	867
流动资产合计	**14886**	**17593**	**19508**	**20290**	**21941**
固定资产	551	619	2806	3015	3151
无形资产及其他	901	1002	1082	1082	1082
投资性房地产	732	553	553	553	553
长期股权投资	251	266	281	296	311
资产总计	**17321**	**20033**	**24229**	**25235**	**27039**
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0
应付款项	4231	4505	4528	4304	4639
其他流动负债	3059	3504	3562	3815	4128
流动负债合计	**7290**	**8009**	**8090**	**8119**	**8767**
长期借款及应付债券	18376	18048	0	0	0
其他长期负债	752	873	917	962	1011
长期负债合计	**19128**	**18921**	**917**	**962**	**1011**
负债合计	**26418**	**26930**	**9007**	**9081**	**9777**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	(9097)	(6897)	15223	16154	17261
负债和股东权益总计	**17321**	**20033**	**24229**	**25235**	**27039**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.79	0.49	0.75	0.44	0.52
每股红利	0.00	0.00	0.16	0.22	0.26
每股净资产	(2.14)	(1.62)	3.59	3.80	4.07
ROIC	10%	14%	17%	41%	45%
ROE	-37%	-30%	21%	12%	13%
毛利率	61%	68%	73%	73%	72%
EBIT Margin	2%	4%	3%	4%	4%
EBITDA Margin	3%	5%	3%	4%	4%
收入增长	21%	8%	-0%	8%	9%
净利润增长率	21%	-39%	55%	-42%	19%
资产负债率	153%	134%	37%	36%	36%
息率	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	0.7%
P/E	5.9	9.6	6.2	10.6	8.9
P/B	(2.2)	(2.9)	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	140.8	86.5	121.4	93.8	76.6

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**38748**	**41847**	**41757**	**45018**	**48974**
营业成本	15249	13433	11091	12175	13658
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	21006	25263	27758	29427	31365
管理费用	1527	1444	1629	1756	1910
财务费用	(597)	(621)	(620)	(668)	(727)
投资收益	(171)	3	0	0	0
资产减值及公允价值变动	2431	328	1861	0	0
其他收入	(54)	(145)	(220)	0	0
营业利润	3769	2514	3540	2329	2768
营业外净收支	0	0	0	0	0
利润总额	**3769**	**2514**	**3540**	**2329**	**2768**
所得税费用	404	450	336	466	554
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**3365**	**2064**	**3204**	**1863**	**2214**

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	**3365**	**2064**	**3204**	**1863**	**2214**
资产减值准备	0	0	0	0	0
折旧摊销	324	398	74	91	113
公允价值变动损失	(2431)	(328)	(1861)	0	0
财务费用	(597)	(621)	(620)	(668)	(727)
营运资本变动	545	1225	50	(360)	156
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	**1803**	**3359**	**1467**	**1594**	**2484**
资本开支	(2910)	(794)	(480)	(300)	(250)
其它投资现金流	(1817)	(1337)	44	46	48
投资活动现金流	**(4508)**	**(2146)**	**(451)**	**(269)**	**(217)**
权益性融资	0	0	1563	0	0
负债净变化	(2431)	(18376)	0	0	0
支付股利、利息	0	0	(695)	(931)	(1107)
其它融资现金流	6978	37115	0	0	0
融资活动现金流	**2116**	**363**	**868**	**(931)**	**(1107)**
现金净变动	**(589)**	**1576**	**1884**	**394**	**1160**
货币资金的期初余额	3494	2905	4481	6365	6758
货币资金的期末余额	2905	4481	6365	6758	7919
企业自由现金流	(1179)	2230	802	760	1653
权益自由现金流	3901	21479	1363	1294	2234

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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中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