

叩关港股在即 希音直面增长变局



距离正式挂牌，希音(SHEIN)只差临门一脚。近日，希音向港交所披露聆讯后资料集。若进展顺利，希音有望成为2026年港股规模最大的时尚品牌IPO。

成立十余年，希音凭借扎根中国服装产业带的“小单快反”柔性供应链，以极致性价比、海量上新和极低库存存在欧美时尚市场一路狂飙。然而，当Temu等对手快速崛起，叠加关税等国际环境波动，冲刺港股的希音需要向资本市场证明：在低价和供应链能力之外，自身依然具备持续增长、稳定盈利的长期空间。

规模尚在 增长承压

这家从跨境婚纱生意起步的企业，已经成长为触达全球的时尚巨头。资料集显示，2023—2025年，希音净收入分别为321.03亿美元、387.48亿美元和418.47亿美元，复合年增长率为14.2%；同期活跃顾客数从约1.86亿增至约2.73亿，复合增长率达21.2%；总订单量从7.15亿笔攀升至10.78亿笔。

GlobalData数据显示，以2025年服装及鞋履零售销售额计，希音已是全球最大的线上时尚平台。2024年，希音就已超越ZARA、H&M和优衣库，成为仅次于耐克和阿迪达斯的全球第三大时尚零售商。

但与此同时，海外市场吸引更多巨头入局。2021年2月，TikTok Shop首个站点在印度尼西亚正式上线，试水东南亚；Temu紧随

其后，2022年9月进军美国市场，依靠低价策略与重金营销快速切入美国消费市场。

数据显示，希音净收入增速从2023年的41.1%降至2024年的20.7%，2025年进一步回落至8%；2026年一季度，希音净收入90.52亿美元，同比仅微增1.1%。而在希音核心市场美国，净收入从2024年的104.64亿美元降至2025年的101.01亿美元，收入占比由27%降至24.1%；2026年一季度美国市场收入20.4亿美元，较上年同期的23.8亿美元下滑约14.3%，收入占比进一步降至22.5%。

竞争对手持续打响价格战，持续挤压希音的利润空间。2023—2024年，希音净利润从27.89亿美元增至33.65亿美元，净利润率维持8.7%；2025年净利润回落至20.64亿美元，净利润率下滑至4.9%。

2026年一季度，希音净亏损9900万美元。资料集解释称，主要亏损原因为受可转换

可赎回优先股公允价值变动亏损，如截至2026年3月31日末，SHEIN可转换可赎回优先股公允价值亏损为3.28亿美元。

国际关税调整、同行竞争加剧持续为希音业务带来扰动。自2025年5月起，美国取消800美元以下小额包裹豁免政策；2026年7月，欧盟亦批准取消150欧元小额包裹关税豁免。与之同步，跨境电商全球合规要求持续收紧，倒逼希音寻找新的发展路径。

调整供给竞争策略

希音能够成长为全球时尚巨头，大规模自动化小单快返(LATR)模式是核心竞争力。该模式在产品丰富度、上新速度与库存效率之间形成平衡，破解时尚行业普遍面临的高库存痛点。

具体来看，希音引导合约制造商以100—

200件小批量试产上新，依托实时销售数据对爆款极速返单，最快五天完成补货。这套体系扎根广州等地服装产业带，依托约7500家合约制造商构成供应链网络；希音向合作厂商免费开放自主研发数字化管理系统，实现接单、生产、质检、出库全流程数字化管控。

依托柔性供应链，希音未售库存长期维持在低个位数水平，2025年库存周转天数仅36天。资料集显示，截至2026年3月末，平台顾客平均每日可看到约4700款全新服装款式。凭借这套模式，希音十余年间重塑全球快时尚竞争格局。

不过，美国、欧盟关税政策调整，持续冲击传统跨境直邮模式的成本优势。希音的应对方案是系统性重构履约模式。

在履约端，希音正从轻资产跨境直邮转向全球化本地化布局。截至2026年6月末，公司已在亚洲、北美、欧洲、中东、南美洲建成总面积约600万平方米仓库网络。针对欧盟取消150欧元关税豁免新规，希音推出多项应对举措，目前已在波兰、西班牙落地区域履约中心，计划通过调整定价、扩充本地库存、扩大与本地履约服务商合作等方式对冲政策影响。

业务层面，希音推进“品牌+平台”双轮驱动，挖掘第二增长曲线。一方面，平台化提速：希音自2022年下半年上线商城业务，向第三方商家收取交易服务费；2024年推出半托管模式，要求商家海外备货、本土履约，向第三方开放全球流量网络。平台业务带动服务收入快速增长，规模从2023年8.68亿美元升至2025年47.4亿美元，占净收入比重由2.7%提升至11.3%，平台业务成为全新收入支柱。

另一方面，持续加码品牌赋能能力。2025年10月，公司将SHEIN X设计师项目升级为SHEIN Xcelerator品牌孵化计划，输出供应链、设计、营销资源扶持设计师与新兴品牌。

资料集披露，品牌赋能业务营业利润率约为集团整体水平的两倍。

开放平台、孵化品牌的底层逻辑，是把原本服务自有业务的柔性供应链向外输出，推动企业从“销售商品”逐步转向“输出供应链能力”。

证明持续盈利能力

今年6月胡润研究院发布《2026全球独角兽榜》，希音以4560亿元估值位列全球第九。

对外经济贸易大学国际经贸学院教授、国际商务研究中心主任王健认为，当下投资者重点审视希音长期可持续盈利能力。欧美取消小额包裹免税政策，持续削弱希音传统“小单快反、跨境直邮”模式的成本与价格优势。

与此同时，希音持续直面Temu等平台抢占市场份额的压力。希音亦在聆讯资料集中提示，部分竞争对手“可能拥有更长运营历史、规模更大的履约基础设施……以及更庞大的用户基础”。

面对政策与市场环境剧变，希音不再单纯依靠供应链效率与低价抢占市场，加速布局海外仓、完善本地履约、全面推进平台化转型。王健表示，企业同步尝试依靠品牌价值、产品力提升用户认同感，这是一项长期工程。

上市对现阶段的希音具备战略意义，公开市场的资本支持，有望为供应链重构、全球化布局提供弹药。希音已经证明，极致的供应链效率能够支撑中国企业成长为全球快时尚巨头；但在关税壁垒抬升、全球监管趋严、竞争对手贴身角逐的新周期，它更需要向资本市场证实自身能够维持稳定、可持续的盈利能力。

北京商报记者 何倩 毛思怡

图片来源：希音

Market focus

菲仕兰的“多事之秋”

菲仕兰正面临“多事之秋”。近日中国澳门发布食品预警，一批次皇家美素力1号婴儿配方奶粉抽检样本铅含量超标，当地监管部门已要求业界下架、回收并停止出售涉事批次产品。此次食品安全争议发生之际，菲仕兰经营业绩持续承压，公司披露的2026年上半年财报显示，营业利润、净利润同比双双下滑。

内地暂未发现涉事产品进口

针对本次食品预警，7月26日，海关总署进出口食品安全局发布消费提示：内地暂未发现涉事产品通过一般贸易渠道进口。同时海关总署提醒消费者，留意通过跨境电商、个人携带、代购等渠道购入的同款产品信息。

回溯事件源头，7月25日中国澳门特区政府发布食品预警。中国澳门药物监督管理局通报，涉事产品为皇家美素力1号婴儿配方奶粉，批号1W07KPJ，净含量800克，有效期至2027年9月30日；样本检出铅含量0.2mg/kg，超出中国澳门《食品中重金属污染物最高限量》婴幼儿配方食品0.02mg/kg的限值，超标9倍。

事件发酵后，菲仕兰向北京商报记者提供官方声明及第三方权威实验室检测报告称，企业针对同批次产品开展确认复检，检测结果铅含量<0.007mg/kg，符合中国澳门食品安全标准。官方抽检结论与企业复检数据出现显著分歧。

菲仕兰进一步表示：“所有在市场上销售的美素佳儿产品均经公司和欧盟政府的严格检验，各项指标均符合所在市场食品安全标准。我们对所有正规进口到中国大陆市场的美素佳儿产品每一批次都进行全项目出厂检验，所有检验结果在铅项目中均未检出(<0.01mg/kg，食品安全国家标准GB2762—2022规定<0.08mg/kg)。”



全链路风险待排查

同一批次产品两份检测结论截然不同，双方分歧焦点被指向检测方法差异。截至7月27日记者发稿，菲仕兰与中国澳门监管部门尚未形成最终调查结论。

菲仕兰披露的复检方案采用浓酸湿法消解前处理，搭配电感耦合等离子体质谱法(ICP-MS)测定铅浓度，方法检出限0.007mg/kg；中国澳门药物监督管理局暂未对外公开详细检测方法。

高级乳业分析师宋亮分析，即便检测技术存在差异，影响也微乎其微。铅并非新型重金属指标、微生物指标、生化指标，在奶粉检测中属于必检项，相应的检测技术比较成熟。像这次菲仕兰检出铅含量超标9倍，很难用检测方法不同来解释。当下，只有把同批次产品封存后交由不同机构，再用不同检测方法进行交叉检测，对结果进行汇总后才能下定论。

据了解，“皇家美素力”与“美素佳儿”实为同一品牌体系下的不同市场命名，两

者在包装、段数、配方上略有差异，但生产体系一致。

北京商报记者注意到，皇家美素佳儿1段为纯进口奶粉。其产品介绍，“我们不在中国生产奶，只是荷兰自家牧场的搬运工”。如“鲜奶采集自荷兰自家牧场，奶粉封装入罐，从采奶到罐装全程100%荷兰制造”。在仓储方面，皇家美素佳儿一进入中国，产品仓储地受到严格管理，按照菲仕兰的统一标准，对存储区域、避光、通风和人员出入等条件都做了严谨细致的规定。

新智派新质生产力会客厅联合创始人袁帅表示，“作为婴幼儿配方奶粉领域的知名品牌，皇家美素佳儿此前一直以全链路荷兰原产、国内仓储规范作为核心宣传点，此番在澳门被检出铅含量超标，首先要聚焦产品从生产到流通的全链路排查方向。生产环节的风险点本身就贯穿多个流程，如牧场的土壤水源、挤奶、储存、运输的设备，生产车间的环境管控，甚至罐装环节的包装材料，都可能成为铅超标的源头”。

袁帅进一步表示，“除了生产端之外，

流通环节的潜在风险同样不能忽略。如相关批次产品是否接触过含铅的运输载体、是否与其他可能造成污染的货物混放，仓储环境的管控是否在某个时段出现执行不到位的情况，同样可能导致产品在抵达销售终端前出现指标异常。如果后续排查发现问题出在生产端的系统性疏漏，无疑会直接动摇消费者对品牌原产品质量的信任，若问题仅出在单一流通环节，也会引发公众对品牌全链路管控能力的质疑”。

业绩承压迎考

中国是菲仕兰全球核心市场，食品安全更是品牌经营底线。

菲仕兰2026年半年报数据显示，上半年营业收入约68.34亿欧元，同比基本持平，高附加值产品增长、新并入Milcobel与威斯康星乳清蛋白业务，对冲了乳制品价格下行带来的压力；营业利润约2.69亿欧元，同比下降25.9%；净利润1.38亿欧元，同比下滑40%。

区域层面，上半年亚洲市场销量实现

增长、多个市场份额巩固，但受本币兑欧元贬值影响，收入增长承压；尽管行业环境充满不确定性、市场竞争加剧，板块营业利润仍实现改善。

菲仕兰中国业务自2020年起连续四年保持双位数增长，2024年、2025年增长主要由美素佳儿拉动。尼尔森IQ数据显示，在国内母婴店、商超、传统电商主流渠道(不含跨境、羊奶粉)婴幼儿配方牛奶粉赛道，美素佳儿整体市占率位居行业第三、外资品牌首位，其中皇家美素佳儿三段为国内千万罐级爆款。今年1月，品牌推出首款皇家美素佳儿适度水解奶粉，持续深耕高端细分赛道。

与此同时，国内乳企持续强化全产业链布局，加速冲击高端、超高端市场。飞鹤、伊利、蒙牛等本土龙头依托清晰品牌定位、快速研发迭代，持续抢占外资品牌传统优势阵地。

袁帅表示，“此次事件的发生，恰好处于菲仕兰经营业绩承压的阶段，从其最新的业绩表现来看，尽管高附加值产品的增长和新业务的并入稳住了整体营收规模，但利润端已经出现明显下滑，亚洲市场作为其重要的增长支撑，本就面临着汇率波动带来的收入压力，中国市场更是其亚洲业务的核心组成部分，此次负面事件的冲击势必会进一步放大其经营层面的不确定性”。

袁帅认为，“消费者选择国际品牌本就看重其品控能力和安全保障，未来一段时间菲仕兰在中国市场的销售端或许会面临明显的增长阻力，高附加值产品的增长动能也可能因为品牌信任受损而放缓。想要维持中国市场的业绩表现，菲仕兰需要付出更多的品牌修复和市场投入成本，也会对其整体的利润改善计划带来新的挑战”。

北京商报记者 孔文雯