

新股点评

2026-8-24 星期一

希音-W (625.HK)

【招股详情】

保荐人	Goldman Sachs、Morgan Stanley、J.P. Morgan
上市日期	2026 年 9 月 1 日（星期二）
招股价格	47.60 - 49.50 港元/股
集资额	131.23 亿港元（按发售价中位数计算，扣除包销费及佣金）
每手股数	100 股
入场费	4999.92 港元（按最高发售价计算）
招股日期	2026 年 8 月 24 日-2026 年 8 月 27 日
国元证券申购截止日期	2026 年 8 月 26 日
招股总数	2.80 亿股(视乎超额配股权行使与否而定)
国际配售	2.52 亿股(可予重新分配及视乎超额配股权行使与否而定)，约占 90%
公开发售	2799.9 万股(可予重新分配)，约占 10%

【申购建议】

公司是一家全球在线时尚和生活方式公司。公司主要提供服装、鞋履、配饰、美妆、家居和生活方式等产品，通过第一方线上模式向消费者销售产品。2025 年公司实现净收入 418.47 亿美元，其中产品收入 371.07 亿美元，占 88.7%；服务收入 47.40 亿美元，占 11.3%。按品类划分，服装收入 267.07 亿美元，占 63.8%；按地区划分，欧洲、美国及其他市场收入占比分别为 35.4%、24.1% 及 40.5%。公司首创“大规模自动化小单快返”（LATR）运营模式，首批订单通常约 100 至 200 件，热门产品最快可于 5 天内补货。根据灼识咨询及欧睿国际资料，按 2025 年服装及鞋履零售销售额计，公司为全球最大的线上时尚目的地，并位列全球五大服装和鞋类公司；2025 年服务约 160 个市场的 2.73 亿活跃顾客，截至 2025 年末提供超过 200 万种服装款式。

全球时尚市场规模稳步增长，消费渠道持续向线上迁移。根据灼识咨询及欧睿国际资料，全球时尚零售市场规模由 2021 年的 1.562 万亿美元增至 2025 年的 1.737 万亿美元，预计 2030 年进一步增至 2.049 万亿美元，2025 年至 2030 年复合年增长率为 3.4%。全球在线时尚零售市场规模由 2021 年的 5,223 亿美元增至 2025 年的 6,064 亿美元，预计 2030 年达到 7,921 亿美元，按披露数据计算，2025 年至 2030 年复合年增长率约 5.5%。全球时尚零售在线渗透率由 2021 年的 33.4% 提升至 2025 年的 34.9%，预计 2030 年进一步升至 38.7%。

公司收入保持持续增长。公司 2023 年、2024 年及 2025 年净收入分别为 321.03 亿美元、387.48 亿美元及 418.47 亿美元，2024 年及 2025 年分别同比增长 20.7% 及 8.0%，2023 年至 2025 年复合年增长率为 14.2%。同期营业利润分别为 13.76 亿美元、9.66 亿美元及 17.07 亿美元，营业利润率分别为

研究部

姓名：冯浩

SFC: BUQ780

电话：755-21519167

Email:fenghao@gyzq.com.hk

4.3%、2.5%及 4.1%。同期净利润分别为 27.89 亿美元、33.65 亿美元及 20.64 亿美元，净利率分别为 8.7%、8.7%及 4.9%。2026 年第一季度净收入为 90.52 亿美元，同比增长 1.1%；营业利润为 2.58 亿美元，营业利润率为 2.9%，同比下降 1.0 个百分点；净利润为-0.99 亿美元，期内净利润下滑主要由于期内确认 3.28 亿美元可转换可赎回优先股公允价值损失；自 2025 年 5 月起，欧美小额关税豁免政策变化会使公司履约开支上升，对相关地区销售可能造成不利影响。

按发售价中位数计算，公司上市市值约为 2,061.5 亿港元（按上市招股价格中位数计算），则对应公司 2025 财年 PE 约为 12.7 倍，综合公司市场地位、收入规模及发行估值，**建议申购**。

表 1：行业相关上市公司估值

代码	证券简称	总市值 (百万港元)	市盈率PE			
			2025/26	26/27E	27/28E	28/29E
H股						
9988.HK	阿里巴巴-W	2,358,524	20.1	20.5	14.7	11.3
美股						
PDD.O	拼多多	986,673	9.0	8.0	6.5	4.8
VIPS.N	唯品会	54,732	6.8	6.0	6.2	5.9
平均值		1,133,309.6	12.0	11.5	9.1	7.3
625.HK	希音-W	206,150（预计）	12.7（预计）	-	-	-

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。