

品牌服饰困境反转系列之三：快时尚浪潮退去之下 优衣库如何重新崛起



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
 行业 纺织服装行业
 报告发布日期 2019年08月13日

行业表现



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
 021-63325888*6076
 shihongmei@orientsec.com.cn
 执业证书编号: S0860511010001

证券分析师 赵越峰
 021-63325888*7507
 zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
 执业证书编号: S0860513060001

联系人 张维益
 021-63325888-7535
 zhangweiyi@orientsec.com.cn

联系人 朱炎
 021-63325888-6107
 zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

继续看好黄金珠宝、化妆品和运动服饰的投资机会: 2019-08-12

品牌服饰困境反转系列之二: 露露柠檬如何从小众品牌升级至运动服饰巨头: 2019-07-16

品牌服饰困境反转系列之一: 李维斯如何两度走出困境, 重获新生: 2019-04-24

核心观点

- 快时尚退潮之下, 优衣库逆势复苏, 大中华区和东南亚地区已成为公司业务增长的重要引擎。2018-2019年是海外快时尚品牌在中国发展的分水岭, 在各快时尚品牌显现疲态之时, 唯优衣库母公司迅销集团在中国地区全年销售增速达到了33.5%, 年均保持百家新店的开店速度。截止5月31日的9个月内, 迅销集团营收同比增长7%, 旗下优衣库品牌收入同比增长14.4%, 大中华区净利润取得双位数增长。
- 根据公司的历史业绩情况和二级市场表现, 我们大致可以将公司发展分为三个阶段: (1) 快速扩张期(创立-2012年-2015年): 优衣库自创立以来以其领先的自有品牌专业零售商经营模式(SPA)模式和适合M型消费社会的品牌定位实现了快速扩张, 在2012年之前, 公司扩张范围主要在日本本土, 2012年之后公司开启以大中华区为主要扩张区域的全球化步伐, 期间实现股价和估值稳步上扬; (2) 行业调整期(2016-2017年) 全球服装零售现疲态, 快时尚品牌面临盛极而衰的局面, 迅销集团因日元贬值、天气变化、产品创新不足等因素, 业绩出现下滑, 二级市场上也遭受到了戴维斯双杀。(3) 逆势崛起期(2018-至今): 优衣库贯彻两条经营主线: 向下强化舒适感和性价比, 帮助用户快速决策, 向上通过大牌合作款丰富质感和设计, 吸引年轻消费群体。稳固的男性消费群体、相似的亚洲文化、科技赋能新零售等等, 均是助力其开拓中国市场, 逆势崛起的重要因素。
- 优衣库2017/2018年重新崛起阶段的财务特征(1) 盈利能力是衡量经营景气的试金石(2) 同店增长改善释放业绩复苏信号(3) 应收账款周转能力提升预示经营质量好转。
- 优衣库重新崛起对国内大众休闲服饰行业的启示(1) 坚持性价比是定位大众的休闲服饰行业立身之本, 尤其是在经济减速的大背景下, 高性价比产品市场空间更为广阔(2) 保持品牌基本调性的基础之上, 从多个维度积极吸引年轻消费者, 有利于避免品牌老化。(3) 强大的供应链管理是休闲服饰企业长期发展的基础, 也是保障产品高质量的必要条件之一。(4) 全球化发展是品牌长青的必经之路。

投资建议与投资标的

- 回顾优衣库从17年四季度开始重新崛起的历程, 反观国内品牌休闲服饰行业, 足够大的市场空间和全民消费动能为大市值企业的诞生以及传统品牌的逆袭提供了更多的潜力与机会。落实到投资标的, 中长期看好同样定位高性价比、同时开始多品牌、全球化扩张的森马服饰(002563, 买入)和海澜之家(600398, 买入)。另外我们考虑品类景气度和头部效应, 我们也看好安踏体育(02020, 中性)、李宁(02331, 买入)和波司登(03998, 买入)等服饰品牌企业。

风险提示

- 极端天气对零售影响的不可预测性; 中日政治关系对优衣库品牌的销售影响; 全球零售疲软等。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

快时尚浪潮退去 优衣库一枝独秀	4
公司发展历程	6
快速扩张期（创立-2012年-2015年）：从日本走向世界	7
行业调整期（2016-2017年）：销售疲软未阻全球化扩张步伐	8
逆势崛起期（2018-至今）	8
立足基本款满足性价比需求	10
合作联名爆款 迎合年轻群体个性化需求	12
低 SKU+高品质 帮助用户快速决策	13
洞悉男性消费特点 挖掘蓝海市场	14
借助文化力量 掘金中国市场	16
重视科技赋能 大力发展新零售	17
公司重新崛起阶段的财务分析	18
盈利能力是衡量经营景气的试金石	18
同店增长改善释放业绩复苏信号	19
应收账款周转能力提升预示经营质量好转	19
借鉴：对国内大众休闲服饰行业的启示	20
投资建议	21
风险提示	21

图表目录

图 1：优衣库上海旗舰店	4
图 2：优衣库店内情况	4
图 3：2019 快时尚品牌排行榜	4
图 4：2009–2019 年公司营业收入及增速情况	5
图 5：2009–2019 年公司营业利润及增速情况	5
图 6：2009–2019 年公司毛利率和净利率情况	5
图 7：2007 年以来迅销集团股价表现（日元）	6
图 8：2009 年以来公司 PE 情况	6
图 9：1984 年公司第一家优衣库门店开张	7
图 10：2011 年以来海外及日本优衣库收入情况（亿日元，%）	7
图 11：2014–2019 年优衣库海外门店数量	8
图 12：2015–2018 年快时尚品牌营收增速对比	9
图 13：2015–2018 年快时尚品牌中国门店数量变化	9
图 14：2014–2018 年公司业绩增速和股价情况	9
图 15：优衣库某款男士 POLO 衫	10
图 16：优衣库评论数量 TOP20 的标签	11
图 17：ZARA 评论数量 TOP20 的标签	11
图 18：2007–2018 年国内生产总值及增速	11
图 19：2008–2018 年我国城镇居民人均可支配收入（元）	11
图 20：日本战后经济发展与消费文化变化	12
图 21：优衣库 KAWS 联名款引起社会热议	13
图 22：优衣库 KAWS 联名款	13
图 23：80–95 后已成为我国主力消费人群	13
图 24：优衣库单款羽绒服	14
图 25：优衣库天猫官方旗舰店 T 恤销量排行（2019.7）	15
图 26：优衣库天猫官方旗舰店 T 恤销量排行（2019.7）	15
图 27：18 年优衣库和 Jump 合作款	16
图 28：优衣库全球门店分布	17
图 29：优衣库推出掌上旗舰店	18
图 30：优衣库合作知名物流公司 Daifuku	18
图 31：2015 年以来迅销集团毛利率和净利率情况	19
图 32：2014 年以来公司股价和日本优衣库同店增长	19
图 33：2015–2018 年迅销集团应收账款周转情况	20

快时尚浪潮退去 优衣库一枝独秀

服装是世界上最古老的行业之一，也是产生首富最多的行业之一。西班牙的阿曼西奥·奥特加，凭借 ZARA 品牌，登顶世界首富；瑞典的史蒂芬·佩尔森，依靠 H&M 成为瑞典首富。日本首富近年来一直在两人之间轮流，一位是软银集团创始人孙正义，另一位则是服装届的巨人、优衣库创始人柳井正。

优衣库创立于 1984 年，是日本迅销集团的核心品牌，迅销集团董事长兼总经理柳井正在日本首次引进了大卖场式的服装销售方式，通过独特的商品策划、开发和销售体系来实现店铺运作的低成本化，带领优衣库进入全球最具价值品牌 500 强行列。从一家销售西服的小服装店起步，公司现已成长为国际知名的服装品牌之一。

图 1：优衣库上海旗舰店



数据来源：百度图片、证券研究所

图 2：优衣库店内情况



数据来源：百度图片、东方证券研究所

2018-2019 年是海外快时尚品牌在中国销售发展的分水岭。H&M 和 GAP 在中国的业务出现明显下滑，18 年全年销售分别减少 3.0% 和 18.2%，Zara 母公司 Inditex 的销售增速也开始放缓至 9.2%，英国高街品牌 TOPSHOP 和 New Look 在 2018 年宣布撤出中国，Forever21 在 19 年 4 月宣布退出中国，**唯独迅销集团在中国地区全年销售增速达到了 33.5%，年均保持百家新店的开店速度，表现尤为抢眼。**根据互联网周刊调查显示，2019 年快时尚品牌中优衣库的品牌价值处于首位。

图 3：2019 快时尚品牌排行榜

2019 快时尚品牌排行榜

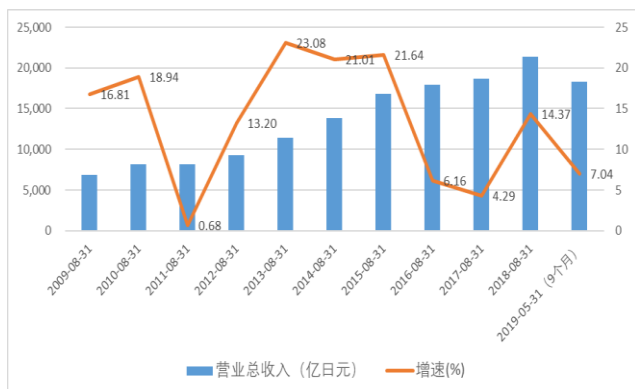
排名	品牌	iPower	iBrand	iSite	总分
1	UNIQLO 优衣库	98.90	94.18	90.45	97.11
2	ZARA	98.75	92.96	90.18	96.73
3	韩都衣舍	97.32	94.73	92.47	96.32
4	H&M	97.21	92.08	89.54	95.42
5	Adidas	97.34	91.14	88.04	95.17
6	Nike	96.20	90.37	86.00	94.02
7	ONLY	94.70	87.52	89.93	92.79
8	VERO MODA	92.39	96.60	86.10	92.61
9	森马	91.81	95.96	87.05	92.17
10	太平鸟	92.59	93.06	85.75	92.00

数据来源：互联网周刊、东方证券研究所

19年7月公司发布的最新财务报告显示，截止5月31日的9个月内，优衣库母公司迅销集团营收同比增长7%至1.82万亿日元，折合人民币1156亿元，旗下优衣库品牌，前三季度收益为966亿元人民币，同比增长14.4%。其中，在中国内地市场净利润增长20%的带动下，大中华区净利润取得双位数增长，营业利润同比增3.7%至2476亿日元，折合人民币157亿元。尽管优衣库在日本市场的营收和营业利润分别下降了0.5%和19.5%，但优衣库的海外业务营收增长了14.6%，其中，中国市场销售额增至4026亿日元，合256亿元，大中华区和东南亚地区已成为优衣库业务增长的重要引擎。

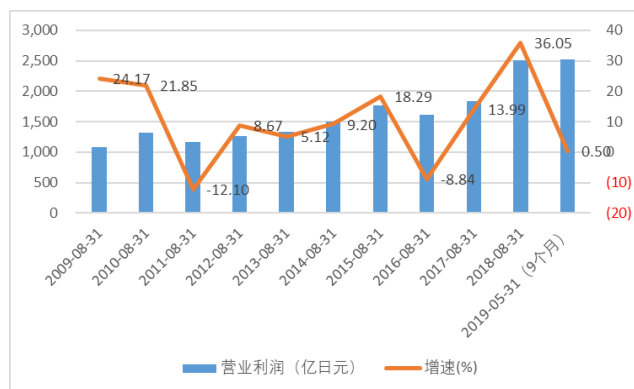
截至2019年8月底，日本UNIQLO（优衣库）门店数将达到820间（包括雇员特许经营店），海外UNIQLO（优衣库）门店数将达到1,392间，GU（极优）门店数将达420间，全球品牌事业分部门店数预计将达到982间，集团旗下各品牌门店总数预计将达到3,614间。

图 4：2009-2019 年公司营业收入及增速情况



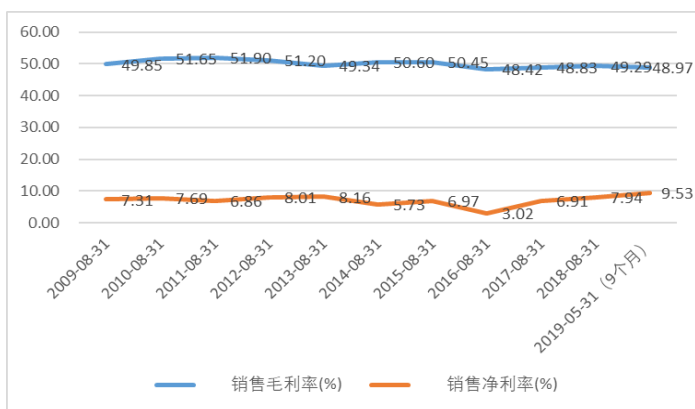
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 5：2009-2019 年公司营业利润及增速情况



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 6：2009-2019 年公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind、东方证券研究所

公司发展历程

根据公司的历史业绩情况和二级市场表现，我们将公司发展大致分为三个阶段：

- (1) **快速扩张期（创立-2012年-2015年）**：优衣库自创立以来以其领先的自有品牌专业零售商经营模式（SPA）模式和契合当时日本经济文化特征的品牌定位实现了快速扩张，在2012年之前，公司扩张范围主要在日本本土，2012年之后，在本土市场接近饱和的情况下，公司开启以大中华区为主要扩张区域的全球化步伐。在此期间，公司业绩与股价实现了稳步上涨。
- (2) **行业调整期（2016-2017年）**：2016年起，全球服装零售现疲态，快时尚品牌面临盛极而衰的局面，迅销集团业绩亦趋缓，期间在二级市场遭受到了戴维斯双杀。
- (3) **逆势崛起期（2018-至今）**：优衣库贯彻两条经营主线：向下强化舒适感和性价比，帮助用户快速决策，向上通过大牌合作款丰富质感和设计，吸引年轻消费群体。稳固的男性消费群体、相似的亚洲文化、科技赋能新零售等等，均是助力其开拓中国市场，逆势崛起的重要因素。

图 7：2007 年以来迅销集团股价表现（日元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 8：2009 年以来公司 PE 情况



数据来源：Wind、东方证券研究所

快速扩张期（创立-2012年-2015年）：从日本走向世界

1984年公司在日本郊区开出了第一家优衣库休闲服专卖店，与当时绝大多数销售休闲服饰的品牌店铺不同，该店独具创新地将大卖场的仓储式自助购物方式引入服装销售，并且以提供优质而廉价的基本款休闲服为主要产品，契合日本当时的经济社会背景，一经推出便大受欢迎，之后公司在日本逐步推广相同经营模式的店铺，扩大经营规模。

图9：1984年公司第一家优衣库门店开张

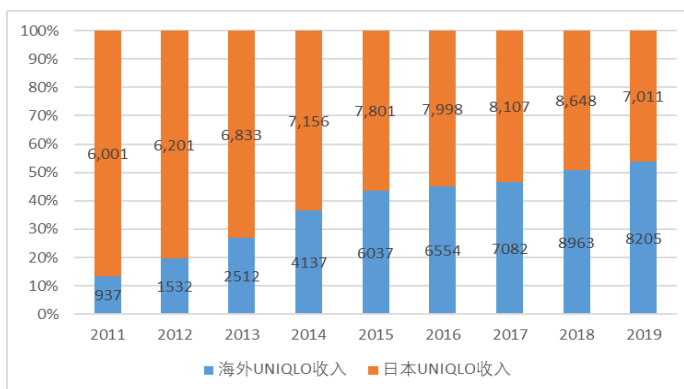


数据来源：公司资料、东方证券研究所

2000年公司迈出了品牌全球化的第一步，在英国设立全资子公司，次年在英国伦敦及附近地区开设了4家优衣库品牌店，正式开始向海外市场拓展，2005年起公司在韩国、美国、中国香港、新加坡、俄罗斯等地相继开设了优衣库品牌店，公司以自有品牌专业零售商经营模式（SPA）活跃于全球。

经过多年的深耕本土市场，优衣库在日本市占率不断提升，但在2012年开始公司日本本土门店扩张基本停滞，更多采取小店升大店的经营策略，同店增长成为该阶段优衣库日本销售增长的主要驱动力。考虑到日本本土市场空间有限，加上日本经济接近停滞状态，相比之下海外新兴市场潜力巨大，优衣库国际化战略开始加速推进。至2015年，迅销集团营业收入已达到1.68万亿日元，同比增速为21.64%，净利润为1100亿日元，同比增速高达47.60%，当年公司新开海外门店165家至798家，其中大中华区门店总数为467家，优衣库品牌海外收入占比上升至43.63%。到2018财年，公司海外收入已经超过本土。

图10：2011年以来海外及日本优衣库收入情况（亿日元，%）



数据来源：公司年报、东方证券研究所

公司于 1994 年在东京上市, 2014 年在香港成功发行存托凭证。从二级市场表现来看, 公司在 2015 年之前的股价基本处于稳步上行状态, 尤其是 2012 年-2015 期间, 公司营业收入和净利润的复合增速分别达到 21.96% 和 15.37%, 业绩表现十分亮丽, 戴维斯双击之下, 公司股价和估值同步上扬, 股价从 2012 年的 1.7 万日元上涨至 2015 年的 6 万日元, 上涨幅度超过 3.5 倍, PE 则从不到 20 倍迅速上涨至 55 倍以上。

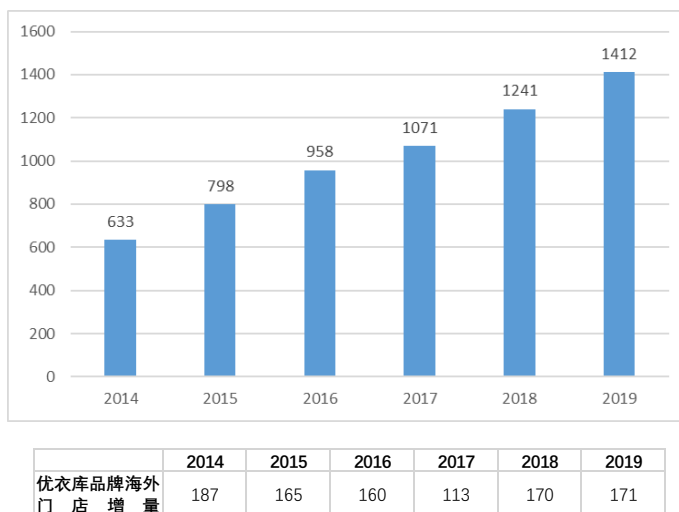
行业调整期（2016-2017 年）：销售疲软未阻全球化扩张步伐

2016 年起, 全球服装零售呈现疲态, 快时尚品牌面临盛极而衰的局面, 快时尚产业开始进入精细化发展阶段。美国盖璞集团旗下品牌 Gap 连连衰退, 子品牌 Old Navy 宣布将全面退出日本市场; 瑞典品牌 H&M 增长速度开始下降至个位数; Forever 21 因为扩张过快业绩跟不上而陷入财政危机, 进而不断关店, 并与 19 年 4 月宣布退出中国。期间只有 ZARA 保持了较快增速, 但到了 2018 年 ZARA 的利润增速也大幅下降至 3% 的近五年最低值。据不完全统计, 2017 年, 十大快时尚品牌新增门店数较前一年下降 17%。

2016 财年, 优衣库营业收入从之前每年 20% 以上的收入增速迅速下滑至 6.16%, 净利润更是同比下滑 56.33%, 营业利润出现 5 年里首次下滑达到 8.84%, 公司毛利率和净利率也分别下滑了 2 个百分点和 4 个百分点。

公司业绩下滑一方面归咎于日元贬值、原材料成本增加、暖冬天气的影响, 另一方面, 行业竞争加剧带来分流、产品创新不足也是其销售增速出现下滑的重要因素。然而在此期间, 公司全球化扩张速度并未放缓, 2014-2019 年年均海外新开门店数量为 160 家。但由于短期经营业绩不佳, 在二级市场上, 迅销集团也遭受了戴维斯双杀, 股价从 6 万日元的高点跌至腰斩, PE 估值也从 55 倍跌至 30 倍左右。

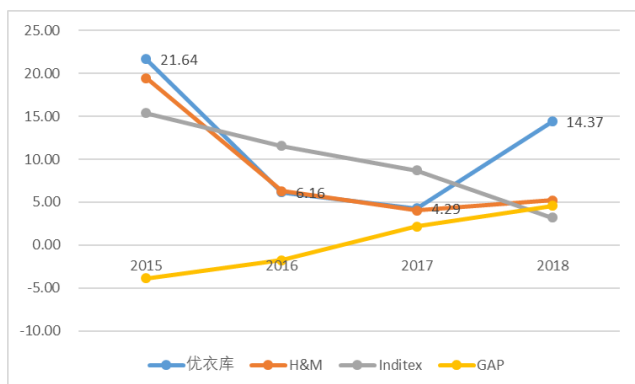
图 11：2014-2019 年优衣库海外门店数量



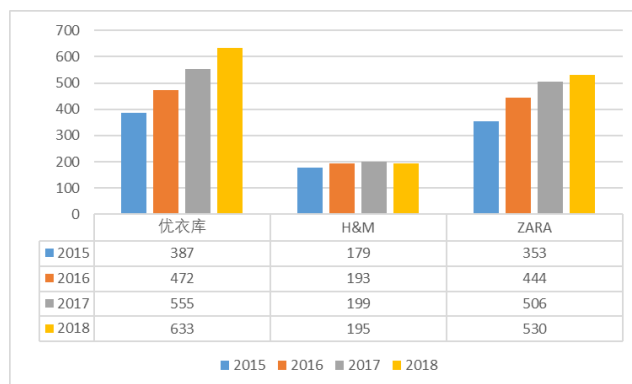
数据来源：公司年报、东方证券研究所

逆势崛起期（2018-至今）

2018财年,得益于中国市场的强劲增长,迅销集团营业收入和净利润分别增长**14.37%**和**29.79%**,相较17年的营收个位数增长,公司18年业绩开始明显复苏。对比之下,其同类竞争品牌ZARA、H&M等营收增速均放缓至个位数,GAP更是连续多年收入增长为负。同时,优衣库的海外扩张脚步也未停歇,其抓住了亚洲地区消费者相似的身形和文化,在以中国为首的亚太地区进行快速扩张,突破本土增长瓶颈,不断分享全球市场的蛋糕。2018财年,公司优衣库品牌净增海外门店170家,中国地区净增门店78家,同期ZARA中国地区门店数净减少4家,H&M集团所有品牌在中国的净增店数为24家。

图 12: 2015-2018 年快时尚品牌营收增速对比


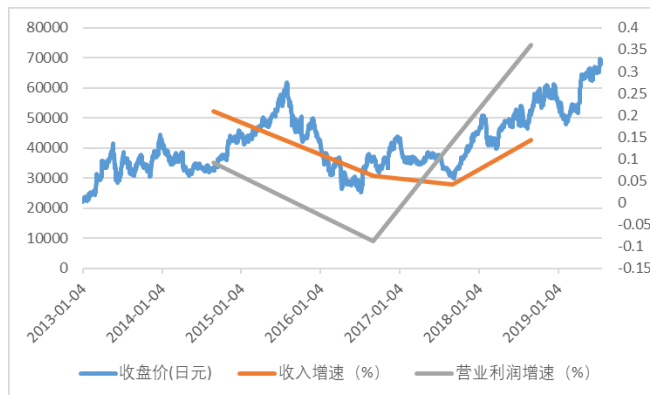
数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图 13: 2015-2018 年快时尚品牌中国门店数量变化


数据来源: 公司公告、东方证券研究所

今年7月,迅销集团发布最新季报显示,截止5月31日的9个月内,公司营收同比增长**7.04%**至1.83万亿日元,折合人民币1151亿,净利润同比增长**6.97%**至1587亿日元,折合人民币100亿。虽然优衣库在日本本土市场的营收和营业利润分别下降了**0.5%**和**19.5%**,但优衣库的海外业务营收增速达到**14.6%**,其中中国市场销售额增至4026亿日元,合256亿元。2019财年前三季度,公司优衣库品牌新增海外门店171家。

从二级市场来看,公司股价从2017年9月的3万日元上涨至目前的接近7万日元,股价上涨幅度达到**130%**,估值方面也由17年的25倍PE低点上升至目前的38倍左右。

图 14: 2014-2018 年公司业绩增速和股价情况


数据来源: 公司年报、东方证券研究所

在快时尚行业各巨头纷纷显现疲态的情况下，优衣库的一路高歌显得尤为抢眼。对比 ZARA、H&M 等快时尚品牌，我们认为优衣库能够实现重新复苏主要有以下几个方面的原因：

立足基本款满足性价比需求

相比模仿时尚潮流大牌、主打快速上新的 ZARA、H&M 等快时尚品牌来说，优衣库其实并不那么“时尚”。优衣库的经营理念中：“服装原本是没有个性的，只有通过某个人巧妙的穿着，才会展示独特的个性魅力”，服装是基础零部件，需要自己组装。

我们统计 H&M、ZARA 和优衣库天猫官方旗舰店，其宝贝数量依次为 15670 件、6137 件和 2270 件，H&M 和 ZARA 的宝贝数量分别是优衣库的 6.9 倍和 2.7 倍。无论是线下门店，还是线上旗舰店，优衣库均以高品质、高舒适度的高性价比基本款为主打，而 ZARA 的产品中，除了丰富的配件产品，例如包包、腰带、饰品等，甚至有香水和口红。而优衣库显然商品款式较少，但超过三成以上的商品提供了 3 种以上的颜色选择，甚至于有一款男士 POLO 衫有多达 10 种颜色的选项，这对于一些并不想多花心思在穿搭上的男士来说，仅靠一款 POLO 衫便能度过整个夏天。

图 15：优衣库某款男士 POLO 衫



数据来源：天猫、东方证券研究所

此外，我们统计优衣库、ZARA 和 H&M 天猫旗舰店发现，在所有上架产品中，各个快时尚品牌销量最高的产品依次为女士紧身裤、女士 T 恤、男士 T 恤，其款式均为基本款产品。同时，DT 财经统计优衣库和 ZARA 商品下的评论要素发现，优衣库收到最多的评论标签是“很舒服”、“很舒服”和“质量很好”，主打时尚潮流的 ZARA 中“很舒服”竟也排到前三位。显然，注重衣服的“质量”和“舒适”群体越来越庞大，预计这也是优衣库销量日渐走高的原因之一。可见，在当前的中国市场基本款能受到更多人的拥趸。

图 16：优衣库评论数量 TOP20 的标签



数据来源：DT 财经、东方证券研究所

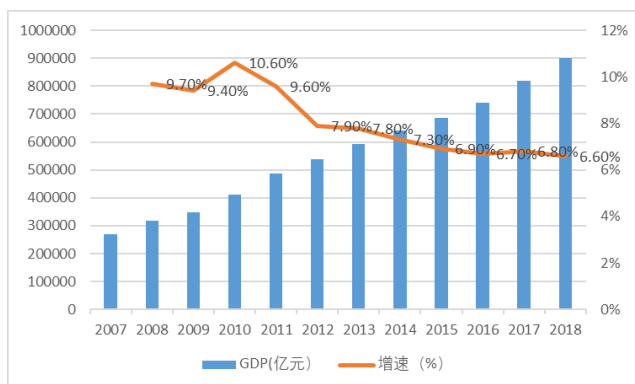
图 17：ZARA 评论数量 TOP20 的标签



数据来源：DT 财经、东方证券研究所

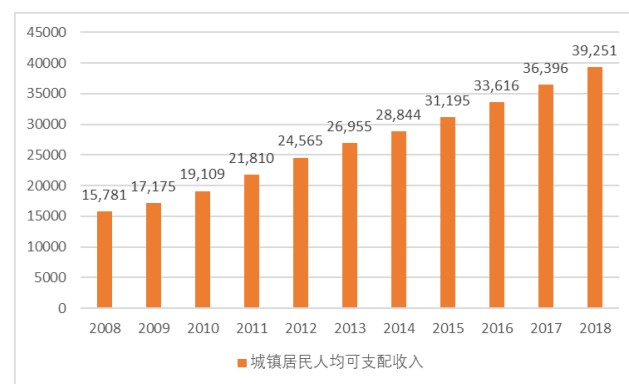
究其背后的原因，我们认为这与当下中国消费市场的发展阶段密切相关，我国目前城镇人均可支配收入约合 5500 美元、宏观经济整体处于减速阶段，接近于 80 年代中后期的日本。而当前我国的消费文化发展阶段也与其近似，这恰好就是当时优衣库在日本创立并获得快速发展的社会基础。随着国内经济与居民收入增速的逐步放缓，消费者开始摆脱对高端品牌、高单价的盲目崇拜，中高收入群体在整体消费能力上升的同时，更讲究高端商品对自身生活品质的提升，炫耀性消费时代结束，消费者回归理性消费，成功顺应消费者对于高性价比产品的追求的消费公司容易脱颖而出。迅销集团当年在日本本土的高速发展便是得益于此，通过其旗下优衣库、GU 品牌为消费者提供平价高质量休闲服装，一方面凭借低 SKU 及大单量与超优质供应商保证产品质量，另一方面凭借高效的生产链管理降低成本，达到超低加价倍率效果。

图 18：2007-2018 年国内生产总值及增速

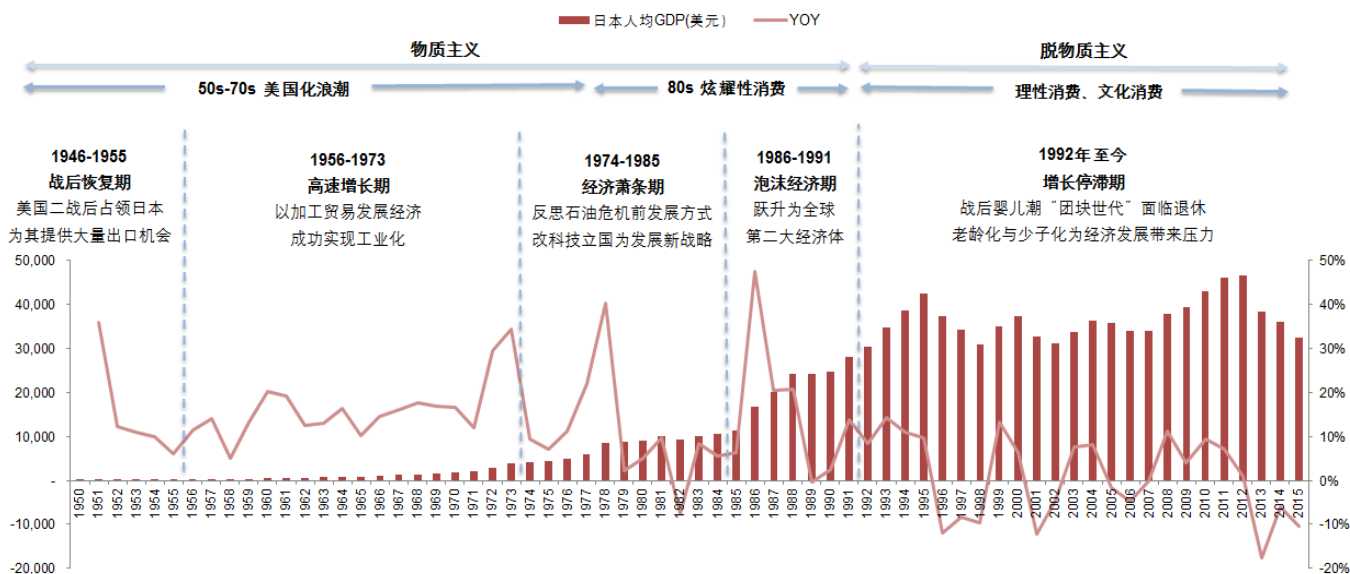


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 19：2008-2018 年我国城镇居民人均可支配收入（元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 20：日本战后经济发展与消费文化变化


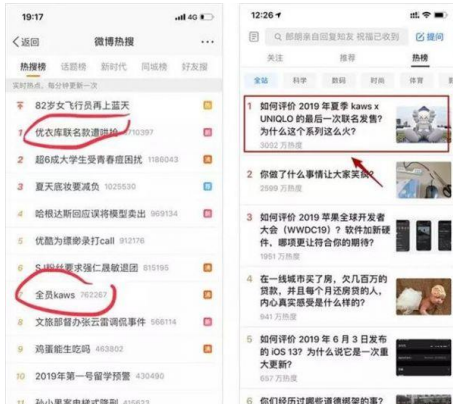
数据来源：日本内閣府、东方证券研究所

合作联名爆款 迎合年轻群体个性化需求

消费分层之下，追求性价比可以说只是当前消费时代发展的方向之一，个性化、高端化等发展方向同样并行存在。优衣库经营策略的高明之处在于，其发展遵循两条清晰的线路：向下强化舒适感和性价比，向上通过大牌合作款丰富质感和设计，牢牢抓住年轻消费群体。

合作知名设计师、动漫 IP、电影电视等推出联名款，实现跨界合作，互相借力是优衣库吸引年轻消费者的一大营销手段，银魂、海贼王、乐高、漫威，迪士尼等等都曾被搬上优衣库货架。例如，6月3日，优衣库与街头艺术大师 KAWS 联名潮流服装发售，线上 3 秒售罄，搜索量暴增 37 倍，线下实体店也出现顾客连夜排队、奔跑进场，甚至为抢衣服大打出手的一幕。UT 的本质就像是优衣库打造的一个潮流制造机，通过联名在基础的 T 恤加上潮流的 IP 图案，将基础款转换为潮流单品，这样的模式下最基本简单的 UT 不会像 ZARA、H&M 一样因为潮流的褪去而被淘汰，UT 可以不断联名最新的潮流 IP，进而不断的制造潮流。

稳固消费人群，避免品牌老化。通常服饰品牌往往会经历品牌的初生、发展、成熟和老化阶段，尤其是对于一些时尚品牌，品牌的生命周期就更短了。而优衣库通过高性价比的基本款牢牢抓住日常消费需求，联名款则不断推陈出新，巧妙地避免品牌老化，同时稳固在消费者心目中高科技、高性价比的品牌印象，历久不衰。

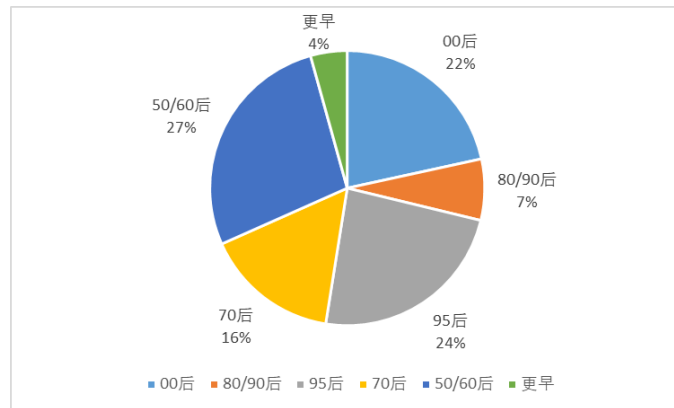
图 21：优衣库 KAWS 联名款引起社会热议


数据来源：新浪微博、知乎、东方证券研究所

图 22：优衣库 KAWS 联名款


数据来源：百度图片、东方证券研究所

疯抢联名款其背后是年轻一代对于追求文化情怀和彰显个性主张的新需求。以 Kaws 为例，部分消费者确实是冲着艺术家的设计去的，但大多数人还是因为优衣库才认识了 Kaws，优衣库让街头艺术文化以一种亲民的姿态在国内传播。随着年轻一代逐渐成为消费市场的主力军，其独特的消费观念也日渐成为主流：既不会背离主流文化代表的品味，又希望能够展现独立的自我个性，需要通过个性化消费彰显身份和文化认同，因此当下的年轻消费者更愿意为较个性且高品质的产品买单。然而 ZARA 的抄袭、环保等问题一直以来饱受诟病，反观优衣库每年和大牌的合作款在巧妙地规避快时尚抄袭的印象，和优衣库的跨界合作名单里，既有爱马仕前创意总监 Christophe Lemaire 等奢侈品牌设计师，也有 Kaws，村上隆等极受年轻人喜爱的街头文化大师，优衣库在舒适和高性价比基础上不断向原创和个性转型。

图 23：80-95 后已成为我国主力消费人群


年龄层	00后	80/90后	95后	70后	50/60后	更早
人口数量 (亿)	3.0	1.0	3.3	2.2	3.8	0.6

数据来源：前瞻产业研究院、东方证券研究所

低 SKU+高品质 帮助用户快速决策

相比于欧美的快时尚服装品牌 ZARA、H&M 等，以追求服装款式快速更新迭代不同，优衣库追求的“快”本质上是在于帮助用户快速决策，节省消费者的时间成本，即把品牌零售门店打造成精品

超市，商品则均是质优价廉的高性价比产品。为了帮助消费者快速做出购物行为，优衣库深度开发**百搭基础款式**，一款单品往往分圆领、V领，至少有4种以上的颜色，男女老少款全覆盖，为消费者节省了大量的试衣挑选成本；**加强品控**，中国服装界的平均次品率一般是2-3%，但优衣库要求工厂把次品率降到0.3%，帮助节省消费者挑选同类高质量产品的成本。简单来说，在消费者的心里，同样价格购买类似的款式，优衣库的衣服质量肯定更是高于ZARA、H&M等同类快时尚品牌的，购物动机可以迅速转化为购物行为。

图 24：优衣库单款羽绒服

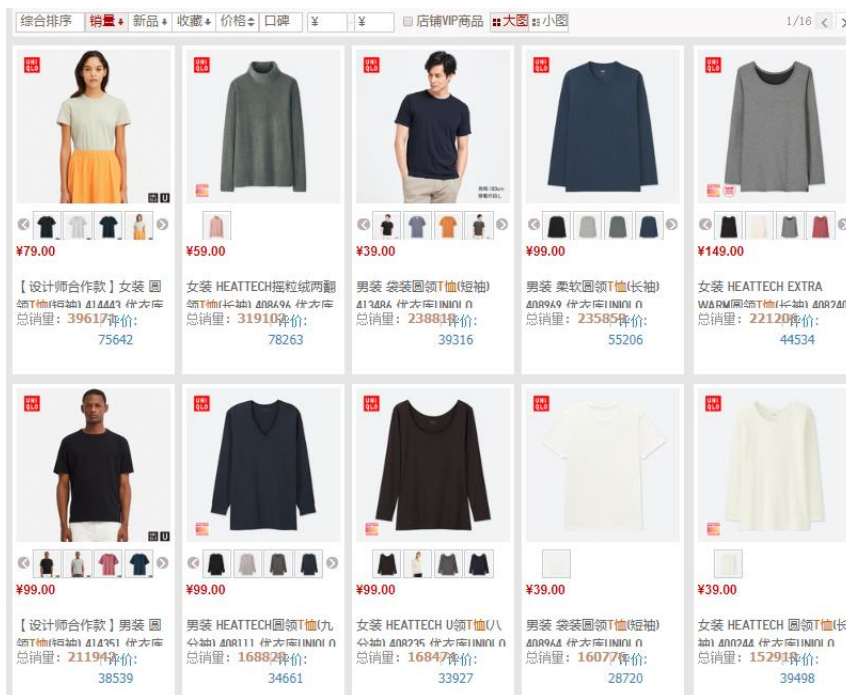


数据来源：营销最前线、东方证券研究所

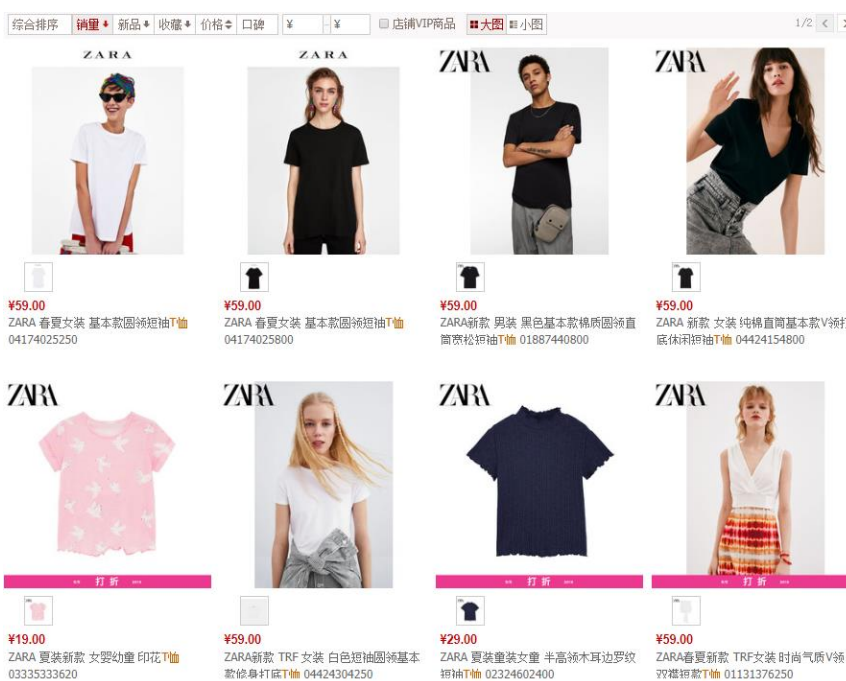
洞悉男性消费特点 挖掘蓝海市场

在女性消费市场竞争日益激烈的情况下，男性消费市场不啻于一片刚刚被开垦、充满希望的新大陆，并且市场增速远高于女性消费市场。就我国而言，男性消费群体已达5.5亿人次，但男装消费较美国及欧盟人均支出低约六倍，**相较于感性冲动的传统女性消费，男性消费更加务实理性，对品牌有较高的忠诚度，更加注重商品的品质和功能，定位于高性价比的舒适品质型产品将更受男性消费者喜好。**

优衣库主打的高品质、舒适简单、高性价比产品更受男性消费群体亲睐。我们以“T恤”作为关键字，同时搜索优衣库和ZARA天猫官方旗舰店，并按照销量排序，可以发现，优衣库销量排名前10的T恤中，有5款为男士T恤，占比高达一半；而ZARA销量排名前10的T恤中仅有1款为男士T恤，足见男性消费者对于优衣库销量的贡献度。优衣库显然也洞察到男性消费的力量和特点，我们搜索其店内男装发现，销量前三的商品分别是男士紧身裤、男士短袖T恤和男士长袖T恤，其提供的颜色数量分别多达5种、10种和6种，这对于不愿花时间穿搭的男性消费者而言，无疑可以仅靠一款商品度过一整季。

图 25：优衣库天猫官方旗舰店 T 恤销量排行（2019.7）


数据来源：天猫、东方证券研究所

图 26：优衣库天猫官方旗舰店 T 恤销量排行（2019.7）


数据来源：天猫、东方证券研究所

值得一提的是，优衣库合作的动漫 IP、街头文化艺术家等元素也吸引了大批的男性消费者。18 年 4 月，优衣库和连载漫画杂志《周刊少年 Jump》合作，Jump 刊载过《海贼王》《圣斗士星矢》《龙珠》《足球小将》《火影忍者》《银魂》等等具有代表性的漫画作品，当时推出的 44 款 T 恤全部销售一空。今年 6 月，优衣库与艺术家 KAWS 联名款 T-shirt 上架发售，线上线下被一抢而空。Kaws 出生于美国，因对街头广告牌进行二次涂鸦创造走红，九十年代美国街头文化盛行，Kaws 的涂鸦创作也广受推崇并逐渐风靡全球。标志性的垂头、XX 符号眼睛、强烈的街头文化感吸引了众多男性用户，此次优衣库 X kaws 刷屏抢空，也正是男性消费力崛起的表现之一。

图 27：18 年优衣库和 Jump 合作款



数据来源：新浪微博、东方证券研究所

借助文化力量 掘金中国市场

无论是起源于欧美的 ZARA、H&M，还是日本的优衣库，这些快时尚品牌的本土市场均已接近成熟饱和状态，品牌的新增长点主要来自于海外市场，中国作为最大的新兴市场已是各大巨头的必争之地，对绝大多数国际品牌而言，可以说得中国市场者得天下。

目前，以中国为首的大中华市场已经成为优衣库海外市场的主要推动力。2018 年，迅销集团海外收入为 8963 亿日元，首次超过日本本土 8648 亿元的收入，海外市场已成为迅销集团的主要增长点，而其中又以大中华区的增长最为抢眼，18 财年大中华区营业收入占比达到 25%。2019 财年前三季度，在大陆市场净利润增长超过 20%的带动下，大中华地区净利润录得双位数增长，收入占比进一步上升至 26.5%。

相较于西班牙的 ZARA、瑞典的 H&M 以及美国的 GAP 等等欧美快时尚品牌，发源于日本的优衣库有更为明显的地域优势，文化和体型的相似有助于优衣库更了解中国人的体型，设计出的衣服也更贴近中国人的日常生活。日本人向来注重细节，为了更好地开拓中国市场，优衣库甚至分析中国南方人和北方人的差别，以此更好地进行铺货和推广。

举个细节的例子，在中国的优衣库门店镜子照出来的人和 GAP、H&M 以及 ZARA 的镜子照出来的效果其实是不一样的。这其中包括镜子的摆放和灯光的原因，黄种人的脸部轮廓并没有欧美人的立体感，因此并不适合灯光直接从上向下打，那样会将脸部轮廓的缺陷通过阴影完全展现出来，优衣库照镜子的时候灯光是从前面或者后面斜照下来，更适合亚洲人相对较平的五官轮廓。优衣库亚洲品牌的基因使得其对亚洲人的特征研究会高于其他欧美品牌，亚洲人在优衣库门店的购物体验也会高于在其他欧美快时尚品牌。

大中华区之外，优衣库也在积极开拓东南亚市场。2018 财年，优衣库东南亚及大洋洲地区同店销售净额持续实现双位数增长。目前，在中韩以外的亚洲地区，优衣库已经进驻了印度、新加坡、泰国、菲律宾、马来西亚和印度尼西亚。

图 28：优衣库全球门店分布



数据来源：讯销集团官网、东方证券研究所

重视科技赋能 大力发展新零售

2017 年，讯销集团正式提出“有明计划”，宣布向“数字消费零售公司”转型，全面改革从企划到设计，以至原材料采购、生产、物流及贩卖等所有供应链程序。之后，公司相继与咨询公司埃森哲、科技巨头谷歌、物流公司 Daifuku Co 合作，不断朝着服装科技公司迈进。

在消费终端方面，2018 年优衣库推出了掌上旗舰店(官网、官方 APP、微信小程序、线下扫码四大入口)，消费者可通过“一键随心购”功能利用微信、微博、店铺等线上线下各渠道直接进入线上商城购买，选择在家收货或门店自取，缩短购物中间环节。同时，公司还推出“随心搭”功能为消费者提供不同场合的服装推荐，解决消费者搭配问题；“随心送”功能则可以把衣服送给周边的朋友，使得掌上旗舰店有了社交电商的属性。在优衣库，线上线下并不是导流关系，优衣库大中华区 CMO 吴品慧曾这样解释线上和线下渠道的关系：“网店只是众多店铺中的一家，线上线下不管什么渠道，最重要的是如何通过这些渠道与手段放大我们的商品、服务和体验。”2018 财年，优衣库中国线上商店销售表现强劲，取得双位数增长，其销售占大中华地区总收益的 15%。

此外，优衣库还在全球范围内推出无人零售店，18 年 8 月，公司在奥克兰、好莱坞、高地、休斯顿和纽约等 10 个城市的机场和商场推出自动贩卖机“Uniqlo to Go”，利用新零售方式节省人力和租金成本。

图 29：优衣库推出掌上旗舰店


数据来源：联商网、东方证券研究所

图 30：优衣库合作知名物流公司 Daifuku


数据来源：公司官网、东方证券研究所

在供应链方面，优衣库与物流公司 Daifuku Co 合作，投资 1000 亿日元建立新的分销系统，逐步实现仓储和分销系统自动化。以位于东京的 Ariake 仓库为例，全面自动化后，仓库人员数量将减少 90%，并可以实现 24 小时不间断运作。新分销系统能够缩短库存管理和生产周期时间，更好地支持线上销售增长，为消费者提供当日或次日达的便利。

翻看迅销集团的财报，我们可以发现天气往往对产品销售造成重大的影响，鉴于天气对时尚零售业造成的不可忽略的影响，迅销集团在 2018 年引进一项机制：通过 AI 分析天气和流行趋势等大量数据，预测所需的商品数量，以此来更好地进行生产规划和库存管理。

整体而言，近年来优衣库对于科技的重视一直在加强，我们认为这为提升品牌综合竞争力提供了良好的保障。

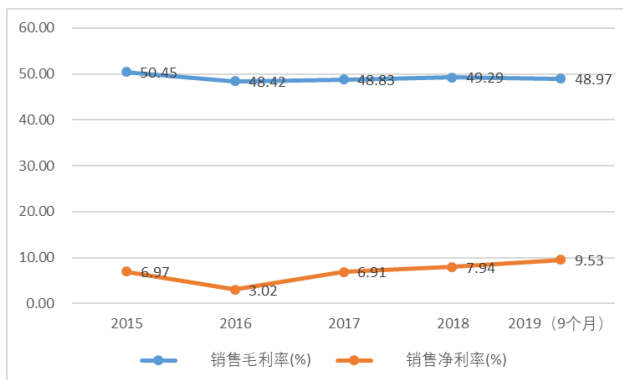
公司重新崛起阶段的财务分析

回顾公司最近一轮（2017/2018 年）的复苏，其经营业绩和股价都有了明显的回升，我们试图为投资者寻找这一阶段可能的前瞻性指标，以期为后续的投资提供一定的参考。

盈利能力是衡量经营景气的试金石

在公司业绩和股价上涨（2017 年四季度）之前，公司毛利率自 2016 财年开始已经稳步复苏，背后主要是由于品牌在全球各地区开始控制产品销售折扣率，减少降价促销使毛利率大幅改善，加上成本削减措施奏效等等。2016 财年，公司的毛利率跌至 48.42% 的低点，后续年份开始恢复，2017 和 2018 财年毛利率分为 48.83% 和 49.29%，同时，公司大幅削减广告宣传费用、物流费用、人事费用等指出，体现到净利率上则是从 2016 财年的 3.02% 大幅提升至最新的 9.53%，公司的盈利能力显著增强。

图 31：2015 年以来迅销集团毛利率和净利率情况

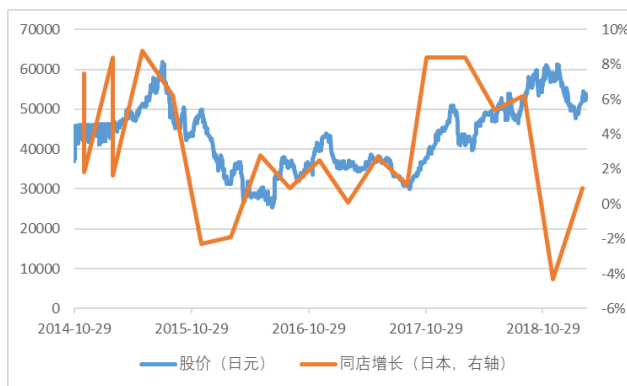


数据来源：公司年报、东方证券研究所

同店增长改善释放业绩复苏信号

通过分析公司 2014 年来的二级市场表现和日本优衣库品牌同店增长情况，我们发现其股价走势基本与其同店增长正相关，公司最近一次的股价反弹始于 17 年四季度，而该季度公司日本优衣库同店增长从之前的 1.1% 快速反弹至 8.4%。撇去天气因素的影响，同店增长的恢复一方面反映了其销售情况好转，更深层次是其品牌力的体现，结合同期公司毛利率的改善，显现出公司产品竞争力正在不断增强。

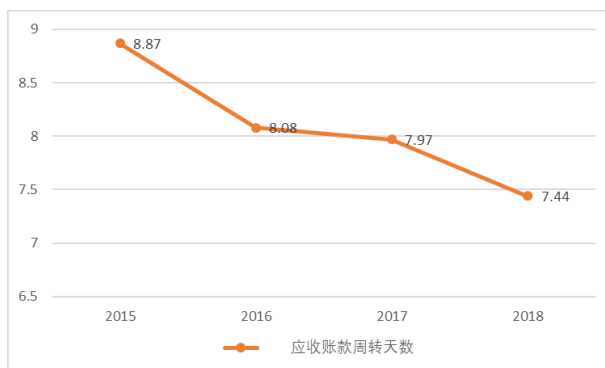
图 32：2014 年以来公司股价和日本优衣库同店增长



数据来源：公司公告、东方证券研究所

应收账款周转能力提升预示经营质量好转

在公司最近一轮的复苏过程中，其应收账款周转能力也是一直重要的显示指标。年报显示，公司应收账款周转天数由 2015 财年的 9 天下降至 2018 财年的 7 天，显示出公司直营模式下良好的经营质量和恢复能力。

图 33：2015–2018 年迅销集团应收账款周转情况


数据来源：公司年报、东方证券研究所

借鉴：对国内大众休闲服饰行业的启示

从优衣库的发展历史和在本市场的表现看，我们认为对国内品牌主要有以下几点启示：

（1）坚持性价比是定位大众的休闲服饰行业立身之本，特别是在当前的社会环境之下，性价比需求正在不断提升。从行业发展历程来看，在 15 年之前的快时尚蓬勃发展期，ZARA 们以频繁上新、快速更迭的模式俘获消费者，而从 16 年开始整个快时尚行业开始走向疲软，尽管迅销集团在这中间经历了短暂的低谷期，甚至一度因款式创新不足被戏谑，但无论行业环境如何变换，公司始终坚持以高性价比作为根本，这是与休闲服饰的大众定位相符合的经营策略。对大多数的消费者而言，虽然时而会追求高端化、个性化彰显独特标签，但大多数依然是以日常穿着的基本款为主，更加看重产品的舒适度和性价比。特别是在当今中国宏观经济整体减速、百姓消费日益理性的大背景下，高性价比将是大众休闲服饰品牌的核心要义所在。

（2）保持品牌基本调性的基础之上，从多个维度积极吸引年轻消费者，有利于避免品牌老化。优衣库巧妙地借用各界品牌的文化，辅以事件营销，极大地吸引了消费者的关注。例如疯抢 KAWS 联名款事件占据了各大社交网站的头条，引起广泛热议，这相比传统的明星代言更具四两拨千斤的效果。此外，大力发展电商、科技赋能新零售等举措，也使得产品的销售模式能更加符合新一代消费者的消费习惯。

（3）强大的供应链管理是休闲服饰企业长期发展的基础，也是保障产品高质量的必要条件之一。库存向来是服装业的一大难题，优衣库自创立以来不断精进自己的供应链，其最新投资 1000 亿日元建立新的分销系统，能在控制存货水平的基础上，更好地支持应对不断增长的销售额。国内服装企业在前几年饱受库存问题的困扰后，现在也已经开始意识到柔性供应链对于服装企业的重要性，相信在不久的将来，国内休闲服饰企业的库存管理水平能站上新的台阶。

（4）全球化发展是品牌长青的必经之路。无论是从优衣库，抑或其他成熟欧美鞋服品牌来看，全球化发展是其实现不断增长的必经之路，品牌诞生发展并成熟于本土市场，也最快饱和于本土市场，走向全球化有助于其分享更大市场。全球化也有助于其进一步强化品牌力，加深消费者的品牌印象，同时，其对企业的零售能力、消费者感知能力等等都有不同程度的提升。

一点思考：快时尚品牌的红利期已经成为了过去式，现阶段也迈入了繁华过后的回落期，消费者在面对快时尚疯狂入侵的这十年后，也显得更加理性和冷静。在快时尚步入精细化发展的时间里，“国潮”正在悄然兴起。越来越多的本土品牌开始把目光投向运动时尚，但本土品牌距离潮流时尚仍然有一定的距离，多数服装去掉标签之后无法分辨其品牌，反而一些小众独到的设计师品牌，被年轻人所喜爱。究其原因，是品牌背后文化的缺失，时下的年轻消费者是“挑剔”且“矛盾”的，既要性价比，又要个性化，时而性冷淡风兴起，时而嘻哈涂鸦袭来。品牌与其追赶潮流，不如“以不变应万变”，坚持自身的品牌文化调性，以特有的文化认同来吸引客群。

投资建议

回顾优衣库从 17 年四季度开始重新崛起的历程，反观国内品牌休闲服饰行业，足够大的市场空间和全民消费动能为大市值企业的诞生以及传统品牌的逆袭提供了更多的潜力与机会。落实到投资标的，中长期看好同样定位高性价比的森马服饰和海澜之家。两家公司目前正在经历经济减速、零售低迷带来的阵痛，但两家公司均有强大的供应链基础做支撑，同时也在不断探索年轻化、平台化和全球化的道路——森马服饰通过国际化并购进一步强化童装第一的地位，休闲品牌也在稳步复苏；而海澜之家在国内业务保持韧性的同时已先后顺利进驻马来西亚、新加坡、泰国、越南等东南亚国家并取得积极成效。另外我们也看好安踏体育、李宁、波司登等品类景气度和头部效应明显的鞋服企业。

风险提示

极端天气对零售影响的不可预测性：公司所售产品为季节性服装，受到天气温度等影响交大，特别是出现暖冬情况，会对冬装销售造成较大影响。

中日政治关系对优衣库品牌的销售影响：公司海外销售收入已超过日本本土，海外市场又以大中华区为主要销售区域，若中日关系恶化，将直接影响中国人购买热情，对公司业绩产生较大影响。

全球零售疲软：优衣库为直营零售品牌，零售端的景气程度将直接影响产品销量。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

