

迅销 (9983.T)

全球服装零售行业龙头，日本外市场增长潜力持续释放

2024年4月9日

中性 (首次)

分析师
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

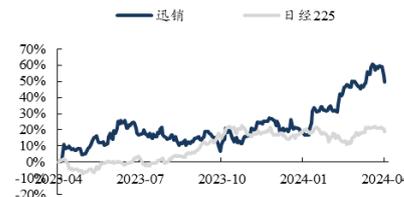
ouyangshirui@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业总收入 (十亿日元)	2,766.6	3,090.0	3,445.6	3,818.7
同比	20.2%	11.7%	11.5%	10.8%
归母净利润 (十亿日元)	296.2	341.9	375.0	409.1
同比	8.4%	15.4%	9.7%	9.1%
每股收益-最新股本摊薄 (日元/股)	964.5	1113.3	1220.9	1332.0
P/E (现价&最新股本摊薄)	48.2	41.7	38.1	34.9

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券 (香港)

投资要点

股价走势



数据来源: Wind

■ **全球服装零售行业龙头，优衣库贡献 80% 以上营收。** 迅销专注于为所有年龄段、全部性别的消费者提供高性价比的基础款休闲服饰，目前已成长为全球服装零售龙头企业，旗下主要拥有 UNIQLO (优衣库)、GU (极优)、Theory 等品牌，其中优衣库对公司营收的贡献常年维持在 80% 以上。据欧睿国际数据，2021 年迅销集团在全球服装零售行业市占率为 1.6%，位列全球第二；优衣库单品牌市占率为 1.7%，位列全球第一。

■ **FY2023 营收&归母净利润均创历史新高，海外优衣库已成为公司的全新发展引擎。** 营收端，公司 FY2014-23 营收十年复合增速为 8.0%，其中日本/海外优衣库业务分别为 2.5%/14.5%。利润端，受益于全球疫情管控措施逐步放松，FY2023 公司实现归母净利润 2,962.3 亿日元，十年复合增速达到 16.6%。利润率方面，日本优衣库业务受日元贬值，追加订单成本大幅上升的影响，销售毛利率下降 5.1pct 至 47.9%；海外优衣库业务销售毛利率由 FY2019 的 51.7% 提升 3.0pct 至 FY2023 的 54.7%，我们判断主要系优衣库在全球范围内的品牌认知度逐步提升。

市场数据

收盘价(日元)	44,860
一年最低/最高价 (日元)	28,905/48,040
市净率(倍)	7.8
流通日股市值(亿日元)	142,754

数据来源: Wind

■ **四大竞争优势造就优衣库传奇。** 1) **高性价比休闲服饰目标群体广阔：** 优衣库的目标客户群为 5-64 岁的全性别人群，该人群占日本总人口的比例达到 70% 左右；2) **高效自有品牌专业零售商模式 (SPA 模式) 实现极致供应链管理：** 公司通过“少品种、多库存”的销售战略，将商品设计、纤维研发、代工厂加工及店铺运营掌握在自己手中，次品率约 0.3%，为同行的 1/10，成本领先优势明显；3) **科技赋能爆品迭出，定价策略简单高效：** 公司联合东丽等原材料供应商开发 HEATTECH、轻羽绒等爆品，同时定价一致性程度高 (如优衣库中国的衬衫新上市价格均为 199 元)，消费者预期管理到位，保障了稳定的顾客数量及销量；4) **“大店替换小店”驱动增长：** 公司通过选择有潜在市场需求、商品容易售出的地方新开大店，关闭盈利能力差的小店维持增长。大店能让公司更好地进行视觉营销，在单店面积持续上升的情况下维持单位坪效。

基础数据

每股净资产(日元)	314.4
资本负债率(%)	43.3
总股本(百万股)	318.2
流通日股(百万股)	318.2

数据来源: Wind

■ **日本优衣库巩固基本盘，海外优衣库打开成长空间。** 1) **日本优衣库：** 已进入成熟期，预计营收年均复合增长率约为 2%。2) **海外优衣库：** ① **大中华区：** 业绩增长驱动因素由门店数量逐渐转为单店营收，预计单店营收未来十年复合增速有望达到 6%；② **东南亚&大洋洲地区：** 营收目标为 1 万亿日元，约为 FY2023 营收的 2.2 倍，主要由门店数量增长驱动；③ **欧美地区：** 逐步为欧美年轻一代所接受，单店营收迅速增长。

相关研究

张景之对本文有较大贡献，特此致谢。

■ **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司 FY2024-26 公司归母净利润分别为 3,419/3,750/4,091 亿日元，当前股价对应 PE 分别为 42/38/35 倍。我们的目标价为 47,300 日元，首次覆盖给予“中性”评级。

■ **风险提示：** 新品销售不及预期，新市场拓展不及预期，库存管理风险。

内容目录

1. 全球服装零售行业龙头，优衣库贡献 80%以上营收	4
1.1. 专注高性价比的基础款休闲服饰，集团市占率位列全球第二.....	4
1.2. FY2023 营收&归母净利润均创历史新高，海外销售毛利率提升明显.....	5
2. 四大竞争优势造就优衣库传奇	7
2.1. 高性价比休闲服饰目标群体广阔.....	7
2.2. 高效 SPA 模式实现极致供应链管理.....	8
2.3. 科技赋能爆品迭出，定价策略简单高效.....	10
2.4. “大店替换小店”战略驱动增长.....	13
3. 日本优衣库巩固基本盘，海外优衣库打开成长空间	14
3.1. 日本优衣库：预计营收年均复合增长率约为 2%.....	14
3.2. 海外优衣库：品牌认知度不断提升.....	14
3.2.1. 大中华区：单店营收未来十年复合增速有望达到 6%.....	15
3.2.2. 亚洲（除日本、大中华区）&大洋洲地区：品牌认知度提升，增长潜力逐步释放.....	17
3.2.3. 欧美地区：逐渐为欧美年轻一代所接受.....	18
4. 优衣库 vs. ZARA：高性价比基础款 vs. 平价快时尚	19
5. 盈利预测及投资建议	21
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: 海外优衣库逐步接替日本优衣库, 成为公司新一轮增长引擎	5
图 2: FY2014-FY2023 公司营业收入 CAGR 为 8.0%	6
图 3: FY2014-FY2023 公司归母净利润 CAGR 为 16.6%	6
图 4: 海外优衣库销售毛利率持续向好	6
图 5: 日本优衣库期末每平方米库存量有所增长	7
图 6: 1975 年开始, 年可支配收入增速趋缓	7
图 7: 2000 年以来, 日本服装和鞋类消费支出占年均总消费支出的比重持续下降	7
图 8: 公司目标客户群为 5-64 岁的全性别人群, 2020 年该部分人群占日本总人口的 67%	8
图 9: 采用 SPA 模式前, 公司仅重点管理店铺运营	9
图 10: 采用 SPA 模式后, 公司重点管理产品设计&店铺运营, 同时自主管理供应商及代工厂	9
图 11: 优衣库联名系列爆款迭出	12
图 12: 优衣库中国的衬衣上市时初始定价均为 199 元	13
图 13: 优衣库中国的牛仔裤上市时初始定价均为 199 或 299 元	13
图 14: 门店数略有下降背景下, 日本优衣库业务营收仍实现正增长	13
图 15: 日本优衣库单店面积持续上升, 同时坪效维持高位	13
图 16: FY2013-23 日本优衣库营收复合增速为 2.7%, 增长较为平缓	14
图 17: 优衣库中国 FY2013-23 营收复合增长率为 17.4%	15
图 18: 2022 年中国服装市场规模为 1.5 万亿元, 其中大众市场约占 70%	15
图 19: 截至 FY1Q24, 优衣库大中华区 (含港澳台地区) 共有 1,039 间门店	15
图 20: 截至 2023 年 12 月, 优衣库在中国大陆的门店约 75% 位于二线及以上城市	15
图 21: 中国优衣库提供“线上下单门店自提”服务	16
图 22: 中国优衣库提供“门店急送”服务	16
图 23: 2020-2022 年, 我国居民人均可支配收入及人均消费性支出同比增速均有所放缓	17
图 24: 2020 年以来, 人均服装消费支出占人均总消费的比重明显下降	17
图 25: FY2023 亚洲 (除日本、大中华区) & 大洋洲优衣库实现营收 4,498.5 亿日元	17
图 26: FY2023 亚洲 (除日本、大中华区) & 大洋洲优衣库共有门店 468 家	17
图 27: 优衣库东南亚、印度及澳洲市场的门店分布 (截至 2023 年 2 月)	18
图 28: 疫情期间, 迅销集团向东南亚各国捐赠防疫物资及生活物资, 品牌知名度有所提升	18
图 29: FY2023 欧洲&北美优衣库实现营收 3,553.0 亿日元, 同比增长 30.5%	19
图 30: FY2023 欧洲&北美优衣库共有门店 135 家, 同比净增 10 家	19
图 31: 公司销售毛利率低于以 ZARA 为代表的竞争对手, 但差距持续收窄	20
图 32: 公司存货周转天数略高于 ZARA, 但明显低于国内同行	20
图 33: 迅销历史 P/E	23
表 1: 公司主要品牌及其特点	4
表 2: 1998 年优衣库 ABC 改革具体措施	9
表 3: 不同种供应链的垂直整合、自有化程度比较	10
表 4: 2003 年以来 HEATTECH 产品升级历程	11
表 5: 2009 年以来轻羽绒产品升级历程	12
表 6: 优衣库和 ZARA 在品牌定位、供应链管理等方面有所差别	19
表 7: 公司收入拆分及预测	22

1. 全球服装零售行业龙头，优衣库贡献 80%以上营收

1.1. 专注高性价比的基础款休闲服饰，集团市占率位列全球第二

全球服装零售行业龙头，集团市占率位列第二。迅销于 1992 年由男性西装专营店全面转型为休闲服饰零售商，专注于为所有年龄段、所有性别的消费者提供高性价比的基础款休闲服饰。目前，公司已发展为全球服装零售行业的龙头企业，总部位于日本，旗下主要拥有 UNIQLO（优衣库）、GU（极优）、Theory 等品牌。据前瞻产业研究院数据，2021 年迅销集团在全球服装零售行业的市占率为 1.6%，仅次于 ZARA 母公司西班牙 Inditex 集团；而从品牌角度看，优衣库单品牌市占率为 1.7%，位列全球第一。

表 1: 公司主要品牌及其特点

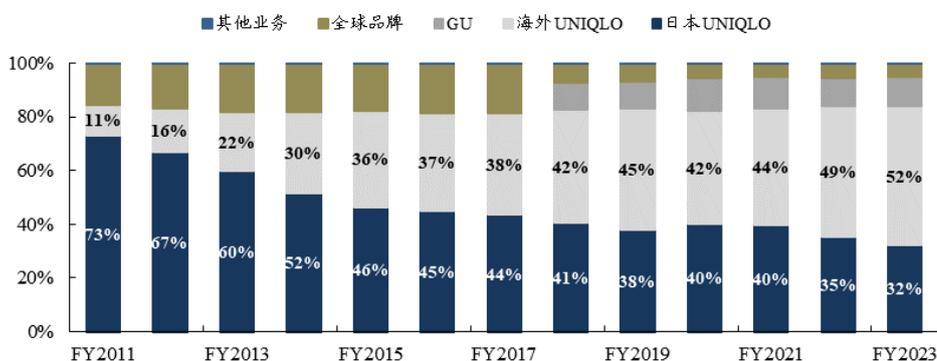
	日本优衣库	海外优衣库	极优	全球品牌
品牌 LOGO	 			   <small>PRINCESSE tam·tam PARIS</small>
目标客户群体	全年龄段、全性别		全年龄段、全性别，较优衣库更偏年轻化	商务女性
主要产品类别	基础款休闲服饰		基础款休闲服饰	高端时装
爆款产品示例	  		 	 
价格带	JPY 990-14,900 (约合 CNY 50-750)	JPY 1,980-19,980 (CNY 99-999)	JPY 490-4,990 (约合 CNY 25-250)	JPY 9,990-107,800 (约合 CNY 500-5,400)
营收及占比 (亿日元, %)	8,904 (32.2%)	14,372 (51.9%)	2,952 (10.7%)	1,417 (5.1%)
门店数 (家)	800	1,634	463	681
单店营收 (亿日元)	11.1	8.8	6.4	2.1
营业利润及占比 (亿日元, %)	1,179 (30.9%)	2,270 (59.6%)	261 (6.9%)	-30 (n/a)

注: 1) 海外优衣库价格带以优衣库中国商品标价为参考并换算为日元, 全球品牌价格带以 Theory 品牌为参考; 2) 汇率按 1 人民币=20 日元计算; 3) 营收及占比均为 FY2023 数据, 门店数为截至 FY2023 年末数据, 单店营收=营收/门店数。

数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券(香港)

海外优衣库业务逐步成为公司新一轮增长引擎。优衣库业务对公司整体的营收贡献常年维持在 80%以上，但增长引擎已由日本优衣库业务逐步转移至海外优衣库业务。FY2011 至 FY2023，日本优衣库的营收贡献由 73%下降至 32%，而海外优衣库的营收贡献由 11%提升 41pct 至 52%，增长较快主要系受到中国优衣库业务发展迅速所驱动。我们预计公司将持续以海外优衣库作为未来的发展重心，且中短期内公司仍将聚焦于以中国、韩国及东南亚等文化相似程度高，且业务已初具规模的地区。

图 1：海外优衣库逐步接替日本优衣库，成为公司新一轮增长引擎



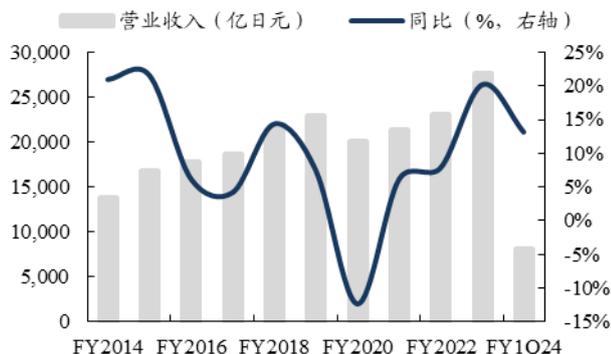
数据来源：Wind，东吴证券（香港）

注：公司自 FY2018 开始单列 GU 业务营收数据，此前均计入全球品牌业务

1.2. FY2023 营收&归母净利润均创历史新高，海外销售毛利率提升明显

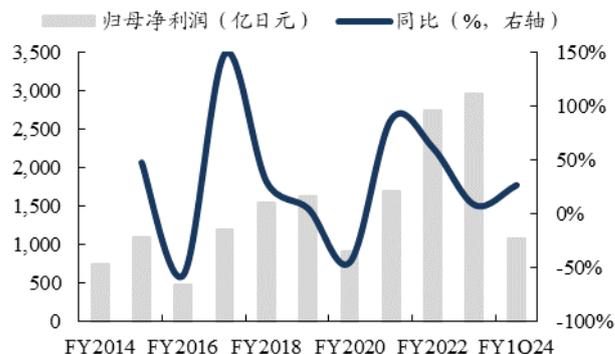
FY2023 公司营收、归母净利润均创历史新高。营收端，公司营业收入由 FY2014 的 1.38 万亿日元增长至 FY2023 的 2.77 万亿日元，创历史新高，十年复合增速达到 8.0%。其中，日本/海外优衣库业务十年复合增速分别为 2.5%/14.5%，进一步印证了海外优衣库已成为公司的全新发展引擎。FY1Q24 公司实现营业收入 8,108.3 亿日元，同比增长 13.2%，营收仍保持稳定增长。**利润端**，受益于公司持续优化供应链，积极改进成本管控措施，FY2023 公司实现归母净利润 2,962.3 亿日元，同样创历史新高，十年复合增速达到 16.6%。FY1Q24 公司实现归母净利润 1,078.0 亿日元，同比增长 26.7%，归母净利润增速明显高于营收增速。

图 2: FY2014-FY2023 公司营业收入 CAGR 为 8.0%



数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

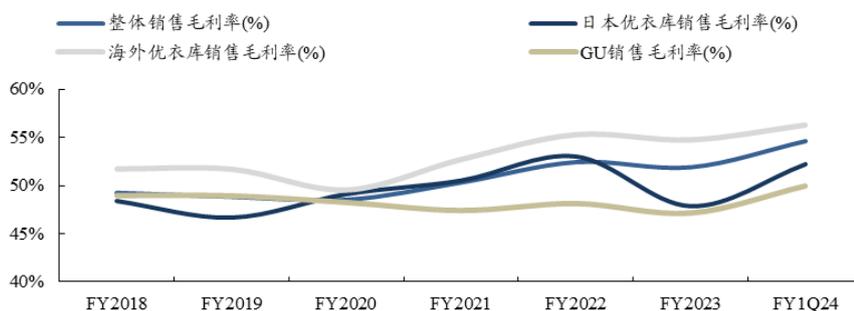
图 3: FY2014-FY2023 公司归母净利润 CAGR 为 16.6%



数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

海外优衣库销售毛利率提升明显。FY2023 公司实现销售毛利率 51.9%，同比-0.4pct；其中日本优衣库实现销售毛利率 47.9%，同比-5.1pct，波动较大的主要原因系：公司追加生产订单以即期汇率下单；而 2Q23 公司销售情况较好，追加订单数量较多，同时日元大幅贬值，导致公司追加订单的成本大幅上升。而 FY2023 海外优衣库实现销售毛利率 54.7%，较 FY2019 的 51.7% 提升 3.0pct，我们判断提升明显主要系公司市场营销策略较为成功，品牌认知度有所提升，带来以下两大优势：1) 顾客消费意愿有所提升，服装销售上行带动积压库存下行，从而带动折扣率有所下行；2) 公司拓展新店时，能以更好的租金条件锁定更优质的铺位，租金成本有所下降。

图 4: 海外优衣库销售毛利率持续向好

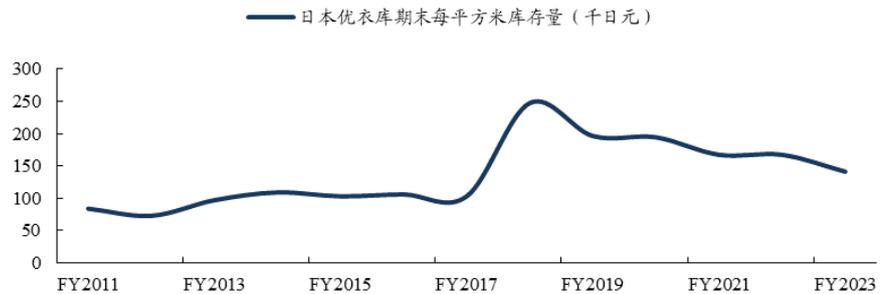


数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

门店持续大型化，主动增加库存以防错失销售机会。公司存货周转天数由 FY2014 的 102.7 天波动上升至 FY2022 的 144.5 天，我们判断主要系：1) 公司更改存货确认时

点; 2) 公司门店持续大型化, 门店陈列商品数量有所增长; 同时为防止畅销商品缺货, 公司主动增加各个仓库及门店的库存, 以防错失销售机会。FY2023 以来, 受益于积压性消费需求的释放, 公司存货快速消化, 存货周转天数下降至 126.6 天。

图 5: 日本优衣库期末每平方米库存量有所增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

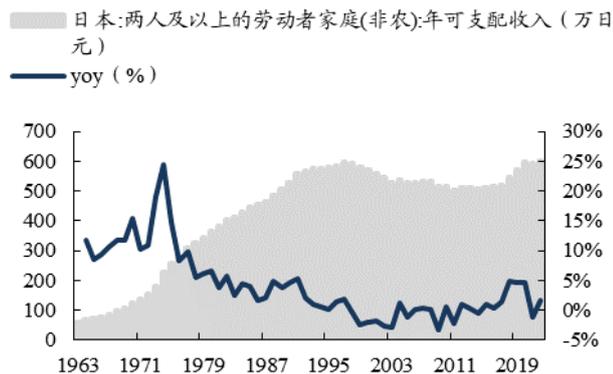
2. 四大竞争优势造就优衣库传奇

2.1. 高性价比休闲服饰目标群体广阔

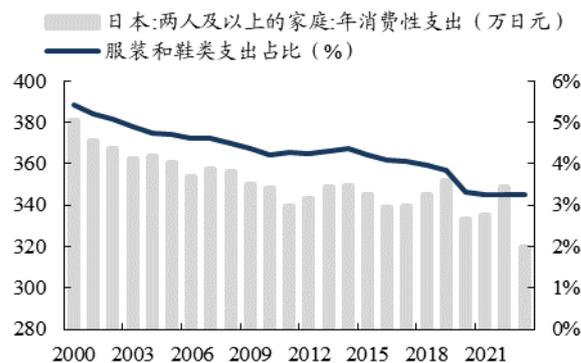
日本人均可支配收入增速趋缓背景下迅速转型, 开启休闲服饰新篇章。1974 年, 日本两人及以上非农劳动者家庭的年均可支配收入达到 225.4 万日元, 同比增长 24.4%。而 1975 年开始, 家庭年可支配收入增速迅速回落, 至 1981 年已回落至 5% 以下区间。在此背景下, 公司董事长兼行政总裁柳井正先生敏锐地发现低价的休闲服饰开始流行的趋势, 带领公司迅速转型。1984 年公司前身小郡商事株式会社在广岛开设首间优衣库门店, 开始涉足休闲服饰领域; 1992 年迅销将旗下所有门店均翻新为优衣库门店, 标志公司全面转型休闲服饰零售商; 1994 年门店数量已超过 100 间。

图 6: 1975 年开始, 年可支配收入增速趋缓

图 7: 2000 年以来, 日本服装和鞋类消费支出占年均总消费支出的比重持续下降



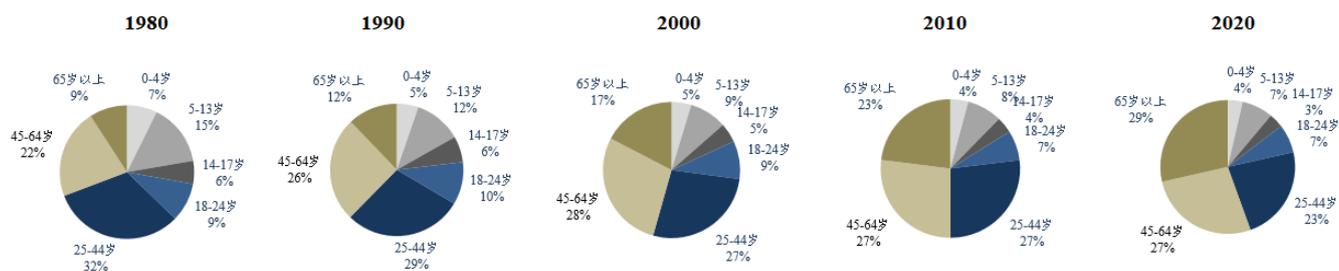
数据来源: Wind, 东吴证券(香港)



数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

低价休闲服饰的目标消费者群体广阔。公司转型后将目标定为“做所有年龄段、所有性别都能穿”的低价基础款休闲服饰。根据《优衣库:经济衰退期的二十年增长奇迹》，优衣库的目标客户群为 5-64 岁的全性别人群。若参考 1980 年的日本人口结构，该部分人群占到了日本总人口的 84%；参考 2020 年的日本人口结构，该部分人群仍然占到日本总人口的 67%，公司的目标客户群十分广阔。同时，我们认为中老年人对时尚元素的追求热情低于年轻人。日本老龄化背景下，优衣库主打基础款能很好地迎合中老年人对“日常刚需”服装的需求，竞争优势进一步放大。

图 8: 公司目标客户群为 5-64 岁的全性别人群，2020 年该部分人群占日本总人口的 67%



数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

2.2. 高效 SPA 模式实现极致供应链管理

对供应链管控能力的高要求促使公司从一般的零售模式转为自有品牌专业零售商模式 (Specialty store retailer of Private label Apparel, 简称 SPA 模式)。1998 年

6 月，为改变商品品质较低、内部管理松散的现状，公司全面推行 ALL BETTER CHANGE (ABC)改革，改革内容涵盖产品品质、供应链创新、市场营销等方面。从供应链角度看，公司强调应从“想办法将生产好的商品售出”转变为“迅速锁定畅销产品，并以最快的速度组织开发和生产”，而这对公司的供应链管控能力提出了很高的要求，公司也开始从一般的零售模式转为 SPA 模式。

表 2: 1998 年优衣库 ABC 改革具体措施

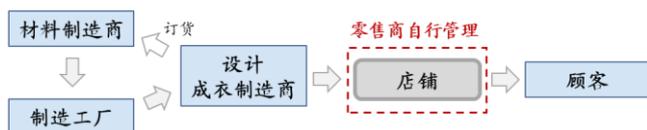
方向	具体措施
供应链管理	对中国的合作代工厂进行缩减，由 140 家缩减到 40 家，增加每个厂家的产量，提高生产集中度，从而提高面料和缝制的质量
店铺运营	门店连锁经营开展初期，允许总部主导；门店发展到一定规模后，需自行决策店铺布局、商品陈列、人员招聘等，以避免因为要等总部的决策而错过最佳销售机会；建立“超级明星店长”的店长示范制度
经营团队	将经营管理权移交给专业经营团队，由柳井正一人拍板改为团队集体决策；确立以“周”为单位的会议体制；建立起一整套与绩效挂钩的薪酬体系
产品营销	与杂志社密切合作加大在车站和地铁轻轨列车的广告投放力度，开展多种广告宣传活动

数据来源：《一胜九败：优衣库全球热卖的秘密》，《优衣库：经济衰退期的二十年增长奇迹》，东吴证券（香港）

SPA 模式可加强零售商对于供应链的控制力。自有品牌专业零售商模式 (SPA 模式) 是指零售业根据门店的信息一边预测消费者的需求及其变化，一边策划商品，并把之前有众多企业参与的供应链 (从原料采购到把商品送到客户手上的全过程) 全部整合，从而控制商品的供给和销售。也即采用 SPA 模式前，公司仅重点负责店铺运营；采用 SPA 后，公司将商品设计、纤维研发、代工厂生产管理及店铺运营都牢牢地掌握在自己手中。

图 9: 采用 SPA 模式前，公司仅重点管理店铺运营

图 10: 采用 SPA 模式后，公司重点管理产品设计&店铺运营，同时自主管理供应商及代工厂



数据来源：《优衣库和 ZARA 的经营哲学》，东吴证券（香港）



数据来源：《优衣库和 ZARA 的经营哲学》，东吴证券（香港）

表 3：不同种供应链的垂直统合、自有化程度比较

	商品策划	原料	纤维	本布	染色	裁切	缝制	完成	仓库	运送	店铺
一般零售业	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	○
日本 SPA	△	-	-	-	-	-	-	-	○	△	○
优衣库 SPA	○	-	△	△	△	△	△	△	△	△	○

数据来源：《优衣库和 ZARA 的经营哲学》，东吴证券（香港）

注：“-”：委托给合作公司；“△”：由自己管理的外包；“○”：自有化

“少品种、多库存”销售战略背景下，优衣库对代工厂的管理能力大幅增强。根据《优衣库和 ZARA 的经营哲学》，1998 年 ABC 改革启动后，公司将店面销售的商品从 400 多种减少到 200 种，同时把每种商品的订货数增加一倍（每种商品的订货量可能高达几十万件），进一步实行“少品种、多库存”的销售战略。此外，公司还将中国代工厂由 140 家减少到 40 家，增加每个代工厂的订货总量，以增强对代工厂的管理能力。

优衣库次品率明显低于行业平均。自主管理代工厂后，公司设立“能工巧匠”专家顾问小组，频繁前往中国工厂指导，向企业传授纤维、编制、纺织、染色、缝制等技能，降低原料浪费和次品率。根据《优衣库：经济衰退期的二十年增长奇迹》数据，服装行业平均次品率为 2-3%，而优衣库代工厂的平均次品率仅为 0.3%，成本领先优势明显。

2.3. 科技赋能爆品迭出，定价策略简单高效

联手东丽开发 HEATTECH 产品，二十年来持续迭代升级。2002 年，受到客户反馈中反复提及“想要更轻薄的保暖产品”的驱动，优衣库联合原羽绒服纤维原料供应商东丽公司，开始研究合成纤维材质的轻薄保暖内衣产品。2003 年，第一款 HEATTECH

问世。但该款产品并不成熟，柔软度及吸水性相当一般，优衣库认为它达不到女用保暖衣的标准，于是继续对产品进行迭代升级，于 2004 年推出了女性 HEATTECH 产品。2006 年，公司推出更薄、更舒适的女装 HEATTECH 产品，彻底引爆市场，该年 HEATTECH 产品年销量达到 1,200 万件。自此，HEATTECH 产品开启了二十年持续迭代升级的道路。

表 4: 2003 年以来 HEATTECH 产品升级历程

时间	升级内容
2003 首代产品	包含 3 种纤维： 1) 中空棉：将天然纤维做成通心粉状的中空棉以隔绝空气和 保温发热 ； 2) 氨纶：具有 高伸缩性 ，加强舒适度； 3) 聚酯纤维：实现 快干功能
2004	推出女装 HEATTECH 产品
2006	推出更薄、更柔顺的女装 HEATTECH 产品，全系列年销量达 1200 万件
2012	升级成为四种纤维： 1) 粘纤：吸收人体产生的水蒸气并发热（ 吸湿发热 ）； 2) 腈纶：取代中空棉，可以隔离出很多空气层，留存身体散发的热量； 3) 氨纶 及 4) 聚酯纤维 则沿用原有方案
2013	多舒暖系列（适用于-5℃-10℃）系列发布，适用于更广泛的气候条件
2016	高舒暖系列（适用于-15℃-5℃）系列发布，基本适用于所有气候条件
2021	棉混纺（多舒暖）系列发售
2023	洞察许多年轻人将保暖衣当作外搭、叠穿的需求，优衣库推出薰衣草紫、苹果绿、活力橙等丰富色彩的 HEATTECH，同时推出全新女装轻型两翻领 T 恤，采用新型超轻材料， 较传统 HEATTECH 保暖内衣轻 20%

数据来源：《一胜九败：优衣库全球热卖的秘密》、36 氪、第一财经、东吴证券（香港）

轻羽绒系列直击消费者痛点，保暖&轻薄并非不可兼顾。优衣库擅长通过与材料供应商的共同研发，将价格高昂、功能性强、但甚少用于日常生活服饰上的材料的成本大幅降低，从而创造一个新的市场。经过市场调研，优衣库认为轻薄羽绒服市场大有可为。因此，公司于 2009 年再次携手东丽，研究出仅有头发丝 1/10 细的 10-20D 超细纤维原纱作为羽绒服外层面料；同时，该面料经过特殊加热施压处理变得不易钻绒，使去除羽绒内胆成为可能，羽绒服真正做到了轻量化。在轻薄的同时，轻羽绒系列没有丢失最本质的保暖功能。2022 年最新轻羽绒系列采用 90%羽绒搭配 10%羽毛的黄金比例，被我国认证为“羽绒羽毛定性标准样品”。

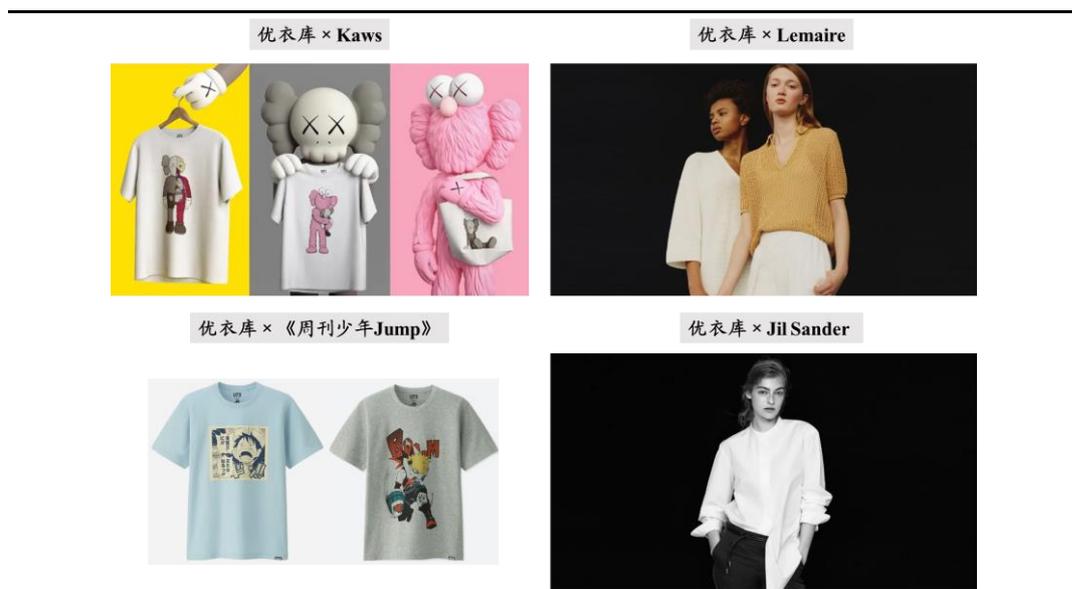
表 5: 2009 年以来轻羽绒产品升级历程

时间	升级内容
2009 首代产品	首创“去除羽绒内胆工艺”：与东丽携手研发仅有头发丝 1/10 细的 10-20D 超细纤维原纱作为羽绒服的外层面料，极大地减轻了羽绒服的重量；同时，面料经过特殊加热施压处理变得密实、不易钻绒，去除羽绒内胆成为可能； 首代产品即满足“轻、暖、便携、防水、防静电”五大标准
2010	推出新款细纤维高级轻型羽绒服：缝间距变窄，配合无内胆工艺，蓬松羽绒直接充入内外层面料间
2021	大幅改进羽绒服外观，采用 3D 立体剪裁、波纹绗缝和宽幅绗缝等工艺，提高服饰的穿着灵活度和保暖性
2022	加入易去污功能，进一步强化防水、防静电功能，满足消费者最基本的需要

数据来源：FashionNetwork、东吴证券（香港）

联名款的火爆也为公司业绩增长做出积极贡献。2014 年以来，优衣库 UT 系列开始加强与全球各地艺术家、设计师及品牌 IP 的联名，联名系列爆款迭出。2016 年优衣库与美国当代潮流艺术家 KAWS、爱马仕前设计师 Lemaire 的联名系列均受到全球消费者的追捧；2018 年优衣库联名日本著名漫画周刊《周刊少年 Jump》，重燃热血漫画回忆；2020 年优衣库与设计师 Jil Sander 合作+J 系列，再次获得消费者认可。究其根本，我们认为优衣库联名系列频频出圈的主要原因系，优衣库将潮流或情怀附加于基础款服饰（主要为 T 恤）之上，让消费者可以以优衣库相对较低的价格，获得潮流设计、情感联结等高附加值，从而使消费者产生物超所值的感觉。

图 11: 优衣库联名系列爆款迭出



数据来源：东吴证券（香港）根据公开资料整理

除产品力过硬外，定价策略简单高效也是公司一大亮点。据《优衣库和 ZARA 的经营哲学》，价格点是指一个品牌或零售连锁店的商品系列中，库存最为集中、出现频率最高的商品的价格。服装零售企业通常为外套、衬衣、裙子、裤子等各类商品分别制定价格点。稳定的价格点可以帮助服装零售企业管理消费者预期。以优衣库中国为例，其衬衣上市时初始定价均为 199 元，牛仔裤初始定价均为 199 或 299 元，稳定的价格点会在消费者脑海中留下“花多少钱就可以在这家店买到某一品类服装”的印象。通过简单高效的“价格点”定价策略，优衣库精准锚定目标客户群体，提升客户粘性，保障了稳定的顾客数量和商品销量。

图 12: 优衣库中国的衬衣上市时初始定价均为 199 元



数据来源：优衣库中国官网，东吴证券（香港）

图 13: 优衣库中国的牛仔裤上市时初始定价均为 199 或 299 元



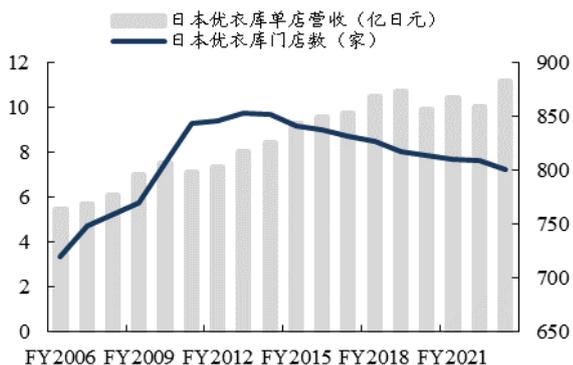
数据来源：优衣库中国官网，东吴证券（香港）

2.4. “大店替换小店” 战略驱动增长

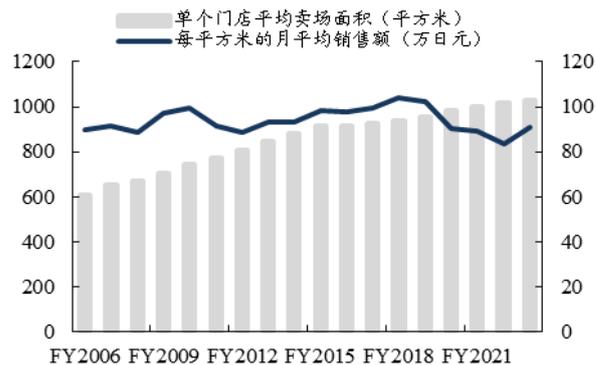
果断开大店&关小店维持营收平稳增长。2010 年起，日本优衣库业务已经进入成熟阶段。截至 FY2023，日本共有 800 间优衣库门店，比 FY2011 的 843 间下降 5.1%。同时，日本优衣库门店的单店营收仍然波动上升，FY2011-2023 的单店营收复合增速达到 3.7%。究其原因，我们认为主要系优衣库果断地进行开店&关店的操作。优衣库关闭部分老旧的、盈利能力差的 500 平方米以下的小型门店，选择有潜在市场需求、商品容易售出的地方新开 1,000 平方米以上的大店。大店能让公司更好地进行视觉营销，提升品牌知名度，在单店面积持续上升的情况下维持单位坪效，从而带动单店营收持续上升。

图 14: 门店数略有下降背景下，日本优衣库业务营收仍实现正增长

图 15: 日本优衣库单店面积持续上升，同时坪效维持高位



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）



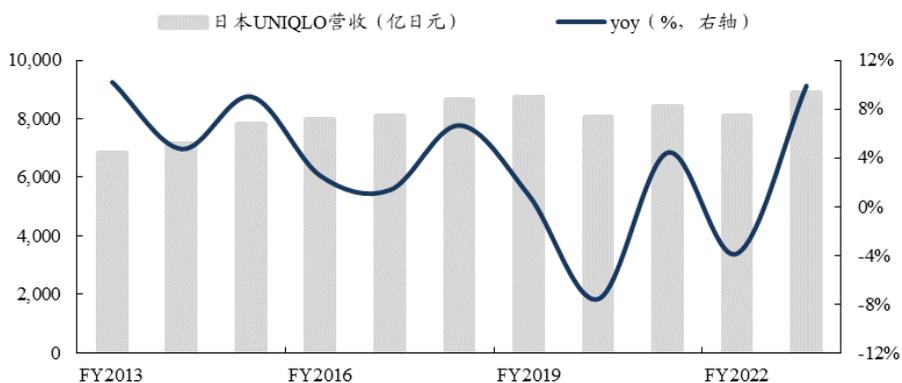
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

3. 日本优衣库巩固基本盘，海外优衣库打开成长空间

3.1. 日本优衣库：预计营收年均复合增长率约为 2%

FY2013-23 日本优衣库营收复合增速为 2.7%，增长较为平缓。展望未来，考虑到 2022 年优衣库在日本男装/女装市场的市占率分别为 18.2%/16.0%，品牌认知度已经处于较高水平，我们认为日本市场仍会是公司的基本盘，但增量空间有限，预计营收的年均复合增长率将保持在 2% 左右。若拆分增长驱动因素来看，我们认为该增长将主要源自于日本优衣库持续采用“开高效大店、关低效小店”策略带来的单店营收的提升，而门店数量将保持稳定。

图 16: FY2013-23 日本优衣库营收复合增速为 2.7%，增长较为平缓



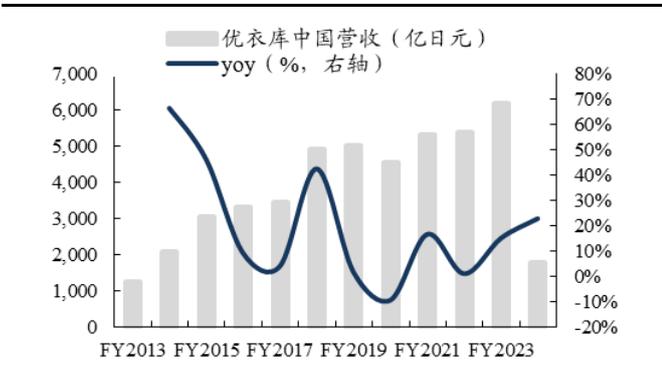
数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

3.2. 海外优衣库：品牌认知度不断提升

3.2.1. 大中华区：单店营收未来十年复合增速有望达到 6%

FY2013-23 大中华区优衣库营收复合增长率为 17.4%，增长迅速。其中，FY2023 大中华区优衣库业务实现营收 6,202.3 亿日元（约合人民币 310 亿元），同比增长 15.2%，我们判断增长较快主要系下半财年国内疫情管控措施放松，部分积压消费需求得以释放。FY1Q24 大中华区业务实现营收 1,803.5 亿日元（约合人民币 90.2 亿元），同比增长 22.9%，主要系 11 月我国气温下降明显，同时公司加强冬装主打商品的营销，使得销售格外强劲。若参考 BCG 预测，2022 年中国大众服装市场（含平价服装、渠道品牌及大众运动等）规模为 10,500 亿元，计算可得优衣库的市占率约为 3.0%，且我们预计随着优衣库在我国的进一步下沉，市占率仍有提升空间。

图 17: 优衣库中国 FY2013-23 营收复合增长率为 17.4%



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 18: 2022 年中国服装市场规模为 1.5 万亿元，其中大众市场约占 70%

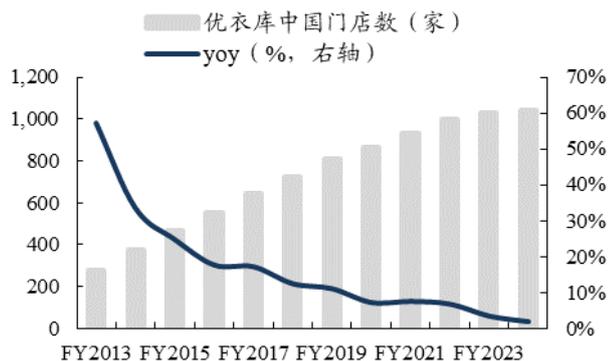


数据来源：Euromonitor, BCG, 东吴证券（香港）

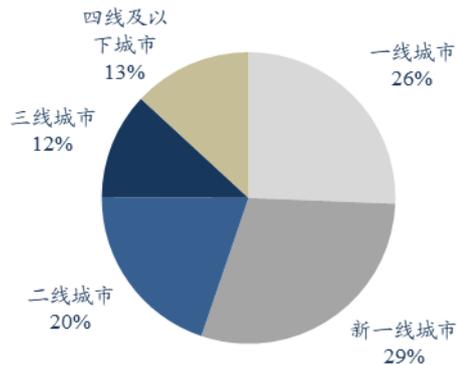
FY2013 至今大中华区优衣库营收的迅速增长主要由开店数量驱动。中国（含港澳台）的门店数量由 FY2013 的 280 间增长至 FY2023 的 1,031 间，复合增速达到 13.9%，带动整体大中华区营收复合增速为 17.4%，隐含单店营收复合增速为 3.0%。若仅考虑中国大陆业务，优衣库此前较为注重一二线城市的布局。截至 2023 年 12 月，约有 75% 优衣库中国大陆的门店集中于二线及以上城市。展望远期，优衣库充分看好大中华区业务的增长潜力，预计在大中华区将拥有 3,000 家以上的门店，约为日本门店数量的 3.8 倍。

图 19: 截至 FY1Q24，优衣库大中华区（含港澳台地区）共有 1,039 间门店

图 20: 截至 2023 年 12 月，优衣库在中国大陆的门店约 75% 位于二线及以上城市



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）



数据来源：优衣库官网，东吴证券（香港）

FY2024 开始大中华区优衣库将更加注重单店营收的提升。FY2023 大中华区优衣库单店营收为 6.0 亿日元，较日本优衣库的 11.1 亿日元仍有较大差距。据 2024 年 3 月迅销 CFO 冈崎健接受日本经济新闻采访时透露，公司计划在未来 10 年内将大中华区优衣库的单店营收逐步提升至日本优衣库的水平，隐含复合增长率为 6.1%。

我们认为公司将主要通过以下内部举措提升单店营收：**1) 吸引更多消费者前往门店购物：**公司计划在未来 2-3 年内关闭部分地理位置不佳、无法发挥品牌宣传作用的亏损门店，并将开店选址集中在人流较多的黄金地段，在吸引消费者到店购物的同时提升品牌认知；**2) 加强线上线下协同作用：**优衣库已推出“线上下单门店自提”、“线下试衣线上购买”、“网购衣物可申请门店退换货”及“门店急送”等线上线下联动的服务。但目前其线上销售占比仅为 20%，相对 2021 年中国服装行业 45% 的网购渗透率仍有较大差距。我们认为优衣库未来将持续加强会员体系（如提供会员专属价等），进一步将消费者从线下引流至线上，帮助消费者实现高效舒服的购物体验，提升消费者粘性，从而提升单店营收。

图 21：中国优衣库提供“线上下单门店自提”服务



数据来源：优衣库小程序，东吴证券（香港）

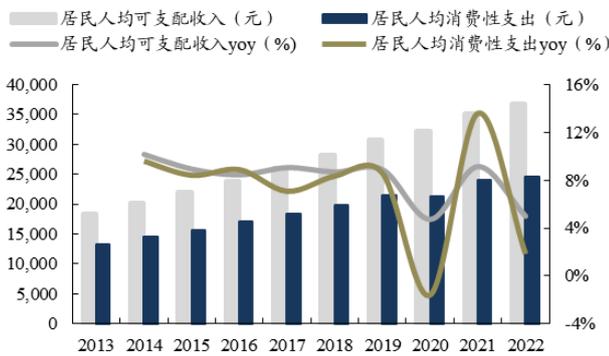
图 22：中国优衣库提供“门店急送”服务



数据来源：优衣库小程序，东吴证券（香港）

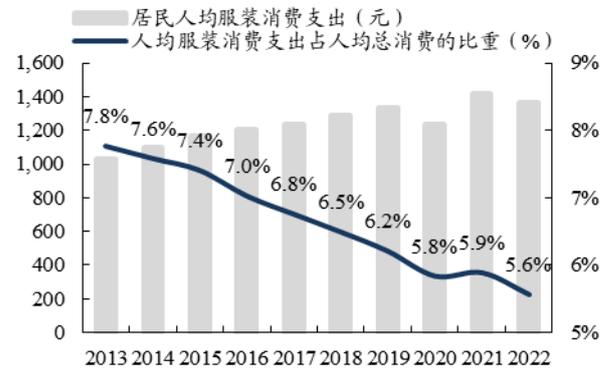
外部环境也对优衣库单店营收有一定积极作用。2020 年以来，受到疫情冲击，我国居民人均可支配收入及人均消费性支出同比增速均有所放缓；且人均消费支出占人均可支配收入的比重在 2020 年首次降至 70% 以下，反映出我国居民消费意愿边际下降。同时，我国人均服装消费支出占人均总消费的比重也由 2019 年的 6.2% 下降至 2022 年的 5.6%，服装行业可选消费属性凸显。在此背景下，我们认为消费者将更为理性，以优衣库为代表的高性价比服装产品的竞争优势有望充分凸显，单店营收有望提升。

图 23: 2020-2022 年，我国居民人均可支配收入及人均消费性支出同比增速均有所放缓



数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图 24: 2020 年以来，人均服装消费支出占人均总消费的比重明显下降



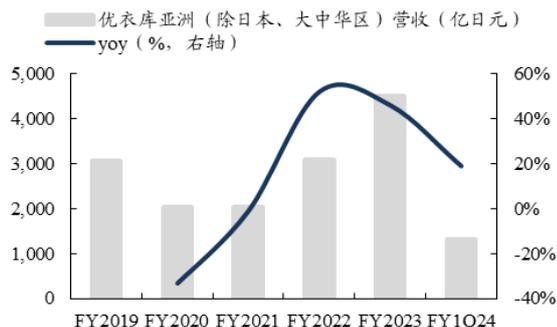
数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

3.2.2. 亚洲 (除日本、大中华区) & 大洋洲地区: 品牌认知度提升, 增长潜力逐步释放

FY2023 亚洲 (除日本、大中华区) & 大洋洲优衣库业绩创新高, 单店营收较 FY2019 增长 31.4%。疫情期间, 迅销集团积极向东南亚各国捐赠防疫物资及生活物资, 有效地提升了品牌知名度, 带动 FY2022-23 业绩快速增长。截至 FY2023, 亚洲 (除日本、大中华区) & 大洋洲优衣库拥有门店 468 家, 同比净增 53 家; 该报告期内实现营收 4,498.5 亿日元, 同比增长 46.1%, 单店营收从 FY2019 的 7.3 亿日元增长 31.4% 至 FY2023 的 9.6 亿日元, 主要系品牌知名度提升带来折扣率的大幅降低。FY1Q24 亚洲 (除日本、大中华区) & 大洋洲优衣库实现营收 1,312.7 亿日元, 同比增长 19.0%, 增速有所放缓, 公司将会通过制定适合炎热气候的商品构成方案及加强人才培养等方法来提振该地区销售。

图 25: FY2023 亚洲 (除日本、大中华区) & 大洋洲优衣库实现营收 4,498.5 亿日元

图 26: FY2023 亚洲 (除日本、大中华区) & 大洋洲优衣库共有门店 468 家



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 27: 优衣库东南亚、印度及澳洲市场的门店分布 (截至 2023 年 2 月)



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 28: 疫情期间，迅销集团向东南亚各国捐赠防疫物资及生活物资，品牌知名度有所提升

国家	捐赠物资
印度	20 万个口罩
印度尼西亚	50 万个口罩和 5,000 件 AIRism
马来西亚	50 万个口罩和 12,481 件 AIRism
菲律宾	捐款 197,000 美元用于购买食品及个人防护用具
新加坡	10 万个口罩和 2,333 件 AIRism; 向各个社区中心捐赠 1,800 件衣物
泰国	50 万个口罩
越南	50 万个口罩和 2,700 件 AIRism

数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

注：以上数据截至 2020 年 11 月 27 日

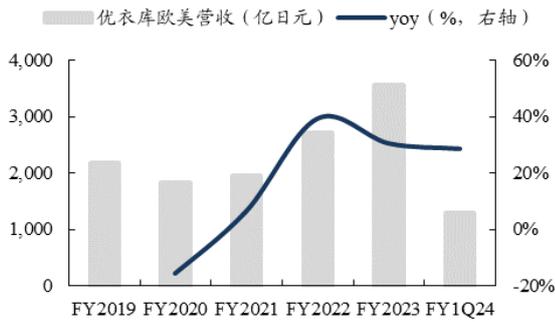
预计将进一步提升东南亚、印度及澳洲市场的开店速度。根据公司公告，优衣库在东南亚、印度及澳洲市场的营收目标为 1 万亿日元，约为 FY2023 对应地区营收的 2.2 倍。在营收达到 1 万亿日元的目标前，公司预计不会将优衣库门店拓展至新的东南亚国家，而是会充分挖掘已经开店的市场的增长潜力。为了更快地达到营收目标，公司将进一步提升东南亚、印度及澳洲市场的开店速度，从每年新开 70 家门店提升至每年新开 100 家门店。

3.2.3. 欧美地区：逐渐为欧美年轻一代所接受

欧美年轻一代对高性价比服饰的热情有所加强。截至 FY2023，欧洲&北美优衣库市场共有门店 135 家，同比增长 8.0%。该报告期内，对应市场实现营收 3,553.0 亿日元，同比增长 30.5%；单店营收由 FY2019 的 14.2 亿日元提升 85.6%至 FY2023 的 26.3 亿日元。

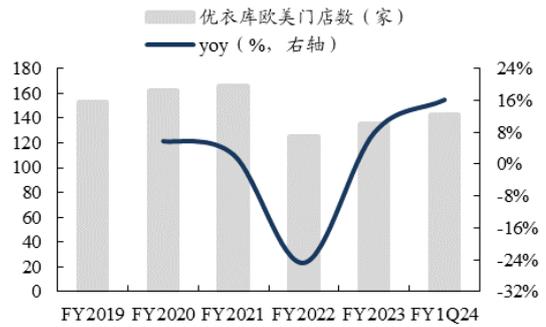
元，运营效率大幅提升。同时，《大西洋月刊》指出，优衣库目前已逐渐被美国年轻一代所接受，主要系美国千禧一代就业难度较大，背负学生贷款者众多，消费能力有限情况下，对高性价比服饰的热情有所加强。

图 29: FY2023 欧洲&北美优衣库实现营收 3,553.0 亿日元，同比增长 30.5%



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 30: FY2023 欧洲&北美优衣库共有门店 135 家，同比净增 10 家



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

注：FY2022 优衣库欧洲&北美门店数量有所减少主要系该报告期内，公司暂停了 50 家俄罗斯门店的运营

4. 优衣库 vs. ZARA: 高性价比基础款 vs. 平价快时尚

优衣库专注高性价比的基础款服装，ZARA 主打平价时装。基础款服饰销售数量波动较小，不容易过季，因此优衣库可以采用“少品种多库存”的策略，主要与低人力成本地区的工厂合作，同时以大规模生产来加强自己对代工厂的管理能力。而时装对时效性的要求较高，提前预测爆款的难度也较高，因此 ZARA 采用“多品种少库存”的策略，不提前押注爆款，而是在发现热门款式后通过对供应链的极致掌控力，迅速实现大批量生产。品牌定位的不同导致优衣库和 ZARA 在产品的生产、运输、陈列及供应链管理等方面均有所差别。

表 6: 优衣库和 ZARA 在品牌定位、供应链管理等方面有所差别

	优衣库	ZARA
品牌定位	高性价比的基础款服装，目标客户群体为 5-64 岁的所有性别人群	平价时装，目标客户群体主要为年轻女性
供应链管理	SPA 模式，自行负责设计与销售；外包生产与物流，但因生产规模较大而有较强的管理能力，在代工厂拥有专用生产线	SPA 模式，自行负责设计、生产、运输及销售全链条

SKU 数量	1,000	8,000
库存管理	少品种多库存，产品缺货时会及时补货，以防错失销售机会	多品种少库存，产品缺货时不会补货；更注重于即将上市的新品
产品生产	主要与人力成本较低的地地区的工厂合作	主要在品牌总部西班牙及其邻国葡萄牙、摩洛哥等地生产
产品运输	采用外包形式，在装箱阶段就已经按照品类、颜色、尺码组合，打包成纸箱直接送往各个门店，无需到达目的地后再分拣	采用轴辐式物流网络策略，各生产地生产的产品必须先运到西班牙，统一分类后，再发往各销售地（欧洲大陆用卡车运，远距离的用空运以保证时效性）
产品陈列	按品类集中陈列，便于消费者高效寻找	按搭配展示，便于消费者更迅速实现搭配
广告宣传	积极利用联名款、自媒体等渠道提升品牌认知；2009 年已入驻天猫等线上渠道	坚信门店是最好的宣传，基本不打广告；2014 年入驻天猫平台

数据来源：东吴证券（香港）根据公开信息整理

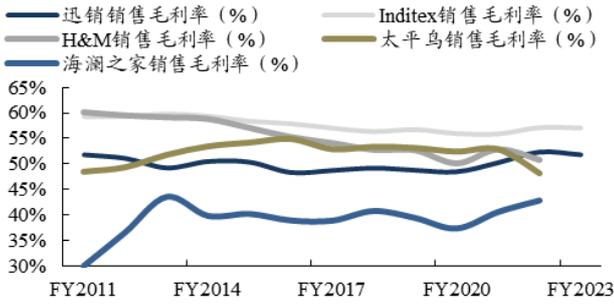
优衣库与 ZARA 运营模式的不同在财务指标上也有所体现。

1) 毛利率方面：迅销销售毛利率低于 ZARA 等主要竞争对手。FY2011-FY2023 迅销的销售毛利率围绕 50% 上下波动，而 ZARA 母公司 Inditex 集团的销售毛利率维持在 55-60% 的区间。我们认为迅销销售毛利率低于 Inditex 等竞争对手主要系公司坚持“以最低价给消费者提供高性价比的休闲服装”。我们预计在服装行业平均加价倍率（加价倍率=吊牌价/成本价）4-5 倍的情况下，优衣库加价倍率仅在 2.5 倍左右。而 ZARA 时装属性较强，定价考虑了部分设计元素的溢价，加价倍率在 3 倍左右，因此毛利率较高。

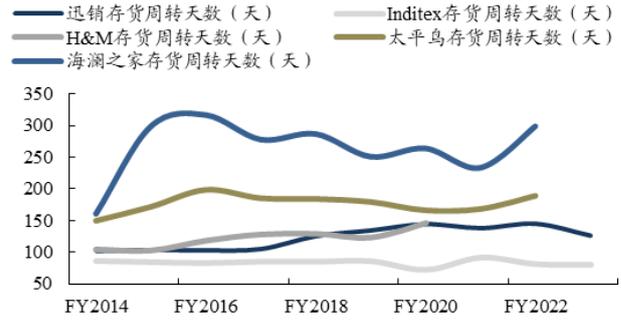
2) 存货周转天数方面：迅销存货周转天数略高于 ZARA 等主要竞争对手，但明显低于我国同行。我们认为迅销存货周转速度慢于 ZARA 主要系两者商业模式不同，ZARA “多品种少库存”的快消模式决定了其存货周转速度较快。而迅销存货周转快于我国同行主要系迅销库存管理积极。迅销以 SKU 为管理单位，以周为频次，密切跟踪实际销量与目标销量的差距。若某商品实际销量与目标销量差距过大，则公司将及时在周例会上将其定为下周打折商品，以促进实际销量接近目标销量，加速存货周转，避免季末时出现大量库存。

图 31：公司销售毛利率低于以 ZARA 为代表的竞争对手，但差距持续收窄

图 32：公司存货周转天数略高于 ZARA，但明显低于国内同行



数据来源: Wind, 各公司公告, 东吴证券 (香港)



数据来源: Wind, 各公司公告, 东吴证券 (香港)

5. 盈利预测及投资建议

盈利预测方面:我们预计公司 FY2024-26 收入分别为 30,900/34,456/38,187 亿日元, 同比分别+12%/+12%/+11%; 预计公司 FY2024-26 归母净利润分别为 3,419/3,750/4,091 亿日元, 同比分别+15%/+10%/+9%, 具体而言:

1) 日本优衣库: ① **门店数量:** 考虑到日本优衣库已进入成熟阶段且 2010 年以来门店数量基本维持稳定, 我们预计日本优衣库 FY2024-26 门店数量分别为 800/805/810 家; ② **单店营收:** 我们认为日本优衣库将继续采用“开高效大店、关低效小店”的策略, 在扩大单店面积的同时维持单位坪效, FY2024-26 单店营收同比分别+3.0%/+2.5%/+2.0%。

2) 海外优衣库: ① **大中华区:** 考虑到优衣库在中国大陆同样果断地“开高效大店、关低效小店”, 我们预计 FY2024-26 大中华区门店数分别为 1,061/1,091/1,121 家; 同时, 我们认为优衣库将受益于中国宏观经济放缓、消费者倾向于更高性价比的产品, 单店营收同比增速有望维持较高水平, 预计 FY2024-26 同比均维持 10% 以上的增速; ② **其他地区 (含韩国、东南亚、印度、澳洲及欧美地区):** 优衣库在东南亚、澳洲及欧美等市场均处于品牌认知度提升的关键阶段, 我们认为优衣库将加快在以上市场的开店速度, 预计 FY2024-26 门店数分别为 648/693/738 间; 同时, 受益于优衣库在以上市场的市场营销活动较为成功, 我们预计 FY2024-26 单店营收有望保持在 15% 左右。

3) 极优: ① **门店数量:** 根据公司指引, 极优业务 FY2024 将净增 17 家门店 (新开 43 家, 关闭 26 家), 门店数量达到 480 家。我们预计 FY2025-26 极优开店速度将保持稳定; ② **单店营收:** 我们预计 FY2024-26 极优单店营收分别+8.0%/+6.0%/+5.0%。

4) 全球品牌: ① **门店数量:** 根据公司指引, 全球品牌业务 FY2024 预计将净减少 45 家门店 (新开 27 家, 关闭 72 家), 门店数量将减少至 636 家。我们预计 FY2025-26 公司将持续优化全球品牌门店选址, 门店数量将稳定减少; ② **单店营收:** 我们预计受益于公司关闭部分亏损门店, FY2024-26 全球品牌单店营收有望保持 5% 左右的增速。

表 7: 公司收入拆分及预测

	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
主营业务收入(百万日元)	2,766,557	3,090,039	3,445,559	3,818,663
YoY (%)	20.2%	11.7%	11.5%	10.8%
日本优衣库营收(百万日元)	890,427	912,010	937,731	962,445
YoY (%)	9.9%	2.4%	2.8%	2.6%
门店数量(家)	800	800	805	810
单店营收(百万日元)	1,107	1,140	1,169	1,192
海外优衣库营收(百万日元)	1,437,147	1,706,086	2,006,281	2,326,758
YoY (%)	28.5%	18.7%	17.6%	16.0%
门店数量(家)	1,634	1,709	1,784	1,859
单店营收(百万日元)	907	1,021	1,149	1,277
极优营收(百万日元)	295,206	329,660	362,038	393,369
YoY (%)	20.0%	11.7%	9.8%	8.7%
门店数量(家)	463	480	497	514
单店营收(百万日元)	647	699	741	778
全球品牌营收(百万日元)	141,685	139,949	136,905	133,206
YoY (%)	15.0%	-1.2%	-2.2%	-2.7%
门店数量(家)	681	636	591	546
单店营收(百万日元)	202	213	223	234
归母净利润(百万日元)	296,229	341,927	374,987	409,095
YoY (%)	8.4%	15.4%	9.7%	9.1%
摊薄 EPS(日元/股)	964.5	1,113.3	1,220.9	1,332.0

数据来源: 公司公告、东吴证券(香港)预测

投资建议方面: 2012年以来, 因公司国际业务拓展迅速, 估值中枢上移。因此, 我们仅参考公司 2012 年至今的历史估值, 同时剔除 2016 年因非经常性损益导致的异常值及 2020-2022 年受新冠疫情影响产生的异常值, 得到迅销平均 P/E 为 34.6 倍。同时, 考虑到公司日本业务基本盘稳健, 大中华区受益于“理性消费主义”观念增长较快, 东南亚、欧美业务增长路径逐步清晰, 我们认为可以给予一定溢价。我们的目标价为 47,300 日元, 对应 FY2024 P/E 为 41.1 倍, 首次覆盖给予“中性”评级。

图 33: 迅销历史 P/E



数据来源: Bloomberg, 东吴证券(香港)

6. 风险提示

- 1) **新品销售不及预期:** 若公司未能准确把握消费者需求, 将导致新产品销售不及预期, 进而影响业绩表现;
- 2) **新市场拓展不及预期:** 目前优衣库在东南亚、欧美等市场正处于品牌影响力提升的关键阶段。若以上市场受竞争激烈等影响, 品牌认知度提升不及预期, 则将对公司业绩有一定负面影响;
- 3) **库存管理风险:** 若公司订单及存货管理水平下降, 可能导致产品存货积压, 并进一步导致折扣加大, 影响毛利率;

迅销三大财务预测表

资产负债表 (十亿日元)					利润表 (十亿日元)				
	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
流动资产	2,177	2,432	2,725	3,053	营业收入	2,767	3,090	3,446	3,819
现金及现金等价物	903	1,102	1,377	1,673	日本优衣库	890	912	938	962
贸易及其他应收账款	67	75	83	92	海外优衣库	1,437	1,706	2,006	2,327
存货	449	498	507	531	极优	295	330	362	393
其他流动资产	757	757	757	757	全球品牌	142	140	137	133
非流动资产	1,127	1,153	1,179	1,208	其他业务	2	2	3	3
物业、厂房及设备	222	253	285	322	主营业务成本	-1,330	-1,440	-1,595	-1,754
使用权资产	389	375	362	349	毛利	1,436	1,650	1,851	2,064
商誉及无形资产	95	104	112	117	销售、一般及行政开支	-1,054	-1,178	-1,318	-1,491
其他非流动资产	421	421	421	421	其他经营支出	-1	0	0	0
资产总计	3,304	3,585	3,904	4,262	营业利润	381	472	533	573
流动负债	729	772	819	867	融资收入	67	69	65	63
贸易及其他应付款项	339	379	422	468	融资成本	-10	-9	-9	-8
其他流动金融负债	62	62	62	62	所得税前溢利	438	532	589	628
租赁负债	127	130	133	136	所得税费用	-123	-174	-196	-200
其他流动负债	201	201	201	201	年内溢利	315	358	392	428
非流动负债	701	683	665	647	以下各方应占:				
非流动金融负债	241	241	241	241	母公司拥有人	296	342	375	409
租赁负债	339	320	302	284	非控股权益	19	16	17	19
其他非流动负债	121	121	121	121	每股收益-摊薄(日元)	964	1,113	1,221	1,332
负债合计	1,430	1,455	1,483	1,514	每股股息(日元)	290	330	330	330
归属母公司股东权益	1,821	2,062	2,336	2,644	收入增长率(%)	20%	12%	12%	11%
少数股东权益	52	68	85	104	归母净利润增长率(%)	8%	15%	10%	9%
所有者权益合计	1,873	2,130	2,421	2,748					
负债和股东权益总计	3,304	3,585	3,904	4,262					

现金流量表 (十亿日元)					重要财务与估值指标				
	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动现金流	463	539	622	652	每股净资产(日元)	6,099	6,935	7,882	8,946
投资活动现金流	-574	-224	-231	-240	最新发行在外股份(百万股)	307	307	307	307
筹资活动现金流	-365	-116	-116	-116	ROE-摊薄(%)	16.26	17.61	17.05	16.43
现金净增加额	-476	199	275	295	资产负债率(%)	43.3	40.6	38.0	35.5
折旧和摊销	-187	-198	-204	-211	P/E(现价&最新股本摊薄)	48.2	41.7	38.1	34.9
资本开支	-97	-224	-231	-240	P/B(现价)	7.6	6.7	5.9	5.2

数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

