

国际服饰品牌镜鉴系列行业专题

优衣库——逆势增长典范，从东亚走向全球

优于大市

核心观点

发展复盘概述：效率革命塑造日本本土服装龙头，把握出海时机跻身全球头部品牌。迅销集团是一家以优衣库为核心的全球头部日本服装零售集团，公司于1984年开设优衣库一号店，在日本市场通过打造性价比产品逆势增长，进入21世纪以来把握出海机会布局全球，目前在全球服装市场中营收排名第三，占全球服装市场份额的1.4%。上市30年来，公司不断实现份额扩张和全球布局，估值中枢也逐级抬升，目前达到40倍左右，市值约17万亿日元。2024财年正值优衣库品牌创业40周年，公司营收突破3万亿日元，并提出通过全球布局实现中期5万亿元营收目标。

本土发展历程：打造性价比产品化逆境为机遇，提升研发能力实现稳健发展。优衣库在本土市场的崛起正值日本1990年经济泡沫破裂后的持续经济低迷期，消费需求疲软，服装消费占比持续下降。面对恶劣的市场环境，优衣库化逆境为机遇，打造售价仅竞品1/3的高性价比爆品摇粒绒，实现快速增长。公司重视市场需求和产品质量，逐步确立将商品策划、制造、零售整合起来的SPA经营模式，能够快速响应市场需求，并进一步实施ABC改革提高经营效率。同时，公司与日本最大合成纤维制造商东丽共同研发功能性产品，为品牌持续发展注入源源动力。

供应链出海：顺应纺织制造产业链转移趋势和海外工厂合作降低成本，实施“匠计划”。随着90年代日元升值，优衣库抓住中国改革开放的时代红利，在1999年分别在上海和广州成立生产管理事务所，委托中国工厂生产；近年产业链出现转移趋势，优衣库积极拓展亚洲其他国家的生产基地。为保障质量，优衣库外派日本成熟技工进行指导，实施“匠计划”。

品牌全球布局：打造“世界服装”，针对不同市场进行战略调整。早期优衣库于英国和中国市场的发展并不顺利，而今海外收入贡献已反超本土。1) **中国市场：**21世纪初进入中国时，市场整体消费能力较弱，为避免卷入价格战，公司调整品牌定位，锁定中等及以上收入群体，实现利润快速增长，成为营收贡献最大的海外市场。而近年由于“平替”白牌兴起，优衣库中国市场份额略有下滑。2) **欧美市场：**欧美服装市场成熟度高、竞争激烈，优衣库作为该市场少有的亚洲品牌实现突破，通过积极构建品牌力，抓住疫情机遇大力发展电商，近三年来增长提速，盈利水平抬升。3) **东南亚市场：**公司把握新兴市场高增长与低集中度的机遇先发布局，定位中高端客群，根据当地气候、各国文化因地制宜规划商品，并利用产地优势，增加本地生产比例以降低销售成本，保障利润水平。

经验总结：找准品牌定位，挖掘市场增量，逆境亦蕴育机会。在经济从高速增长到放缓的市场环境中，性价比产品的需求迎来东风，而一味低价并不能取得可持续的成功，需要通过商业模式改革，压缩从生产到流通各环节中产生的资源浪费，打造产品竞争力。亚洲品牌出海过程中，欧美成熟市场竞争激烈，应重视品牌力构建，并且考虑成本谨慎开店，巧借电商渠道引流。进入东南亚等新兴市场时可以尽早布局获得先发优势，适度提高品牌定位，借助本地供应链降低成本，因地制宜进行商品规划。

风险提示：宏观经济大幅下行、国际政治风险、原材料成本大幅上涨。

行业研究 · 行业专题

纺织服饰

优于大市 · 维持

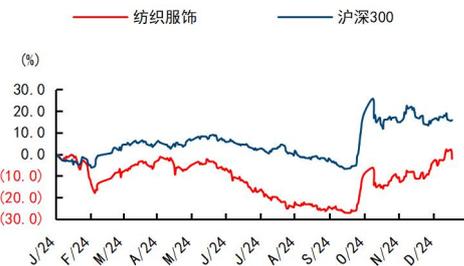
证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

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

《纺织服装海外跟踪系列五十三-露露乐蒙第三季度收入和利润超预期，中国市场引领增长》——2024-12-09

《国际品牌财报总结-库存均维持健康水平，困境公司业绩边际改善》——2024-12-09

《纺织服装品牌力跟踪月报 202411 期-冬装销售旺季来临，休闲品牌百度搜索热度整体提升》——2024-12-04

《纺织服装 12 月投资策略-消费前置致 11 月服饰需求回落，关注家纺和童装消费补贴利好》——2024-12-04

《纺织服装行业研究框架之纺织制造》——2024-11-25

内容目录

| | |
|---|----|
| 公司发展复盘概述：效率革命塑造日本本土服装龙头，把握出海时机跻身全球头部品牌 .. | 6 |
| 公司概况：以优衣库为核心品牌，近四年收入和利润稳健增长 | 6 |
| 公司发展复盘：本土市场逆势增长，供应链和品牌出海发展“世界服装” | 9 |
| 本土发展历程：打造性价比产品化逆境为机遇，提升研发能力实现稳健发展 | 11 |
| 本土初创期（1984-1997）：打造自助式休闲装品牌，建立 SPA 经营模式 | 13 |
| 本土快速发展期（1998-2001 年）：ABC 改革释放经营效率，摇粒绒衫成为增长引擎 | 16 |
| 本土稳健发展期（2002 年至今）：发布放弃低价宣言，与东丽公司合作开发功能性商品实现企业转型 | 18 |
| 供应链出海：顺应纺织制造产业链转移趋势和海外工厂合作降低成本，实施“匠计划” . | 21 |
| 品牌全球布局：打造“世界服装”，针对不同市场进行战略调整 | 22 |
| （一）全球化布局早期：品牌在海外市场发展水土不服 | 23 |
| （二）优衣库中国市场：重新定位品牌实现快速扩张，未来店铺发展重心将从“量”转向“质” | 24 |
| （三）优衣库欧美市场：在曲折中探索发展，近三年迈入增长新阶段 | 28 |
| （四）优衣库东南亚市场：因地制宜进行商品规划，积极开店占领先发优势 | 35 |
| 优衣库发展经验借鉴总结：找准品牌定位，挖掘市场增量，逆境亦蕴育机会 | 38 |
| 1、经济高速增长阶段结束，消费者对服装消费比例支出下降，品牌如何化逆境为机遇？ | 38 |
| 2、性价比品牌如何兼顾定价、质量和利润率优势？ | 39 |
| 3、优衣库和其他国际、中国头部服饰品牌的单店模型有何区别？ | 40 |
| 4、优衣库经历多年在中国市场的份额上升，近几年丢失份额的原因是什么？ | 41 |
| 5、亚洲品牌在欧美成熟市场发展如何打败本土品牌实现弯道超车？ | 41 |
| 6、品牌在新兴市场如何实现快速增长并实现更高的利润率水平？ | 42 |
| 风险提示 | 42 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 公司业务概览 | 7 |
| 图 2: 迅销集团近五年财务数据 | 8 |
| 图 3: 公司市值和估值 | 9 |
| 图 4: 优衣库收入结构 | 9 |
| 图 5: 优衣库历年市盈率和市值 | 11 |
| 图 6: 日本 GDP 及同比增速 | 12 |
| 图 7: 日本人均 GDP 及同比增速 | 12 |
| 图 8: 日本消费支出及增速 | 12 |
| 图 9: 日本面料服装和配件零售额同比增速及占比 | 12 |
| 图 10: 优衣库在日本本土逆势发展 | 13 |
| 图 11: 优衣库本土初创期大事表 | 14 |
| 图 12: 优衣库 SPA 模式 | 15 |
| 图 13: 1988-1997 年优衣库日本营收和行业同比增速 | 16 |
| 图 14: 1988-1997 年优衣库本土市场份额 | 16 |
| 图 15: 优衣库本土快速发展期营业收入 | 16 |
| 图 16: 优衣库本土快速发展期营业利润 | 16 |
| 图 18: 1998-2001 年优衣库日本营收和行业同比增速 | 18 |
| 图 19: 快速发展期优衣库本土市场份额 | 18 |
| 图 20: 日本优衣库店铺数量和单店营收 | 21 |
| 图 21: 日本优衣库单店面积和坪效 | 21 |
| 图 22: 2002-2023 年优衣库日本营收和行业同比增速 | 21 |
| 图 23: 稳健发展期优衣库本土市场份额 | 21 |
| 图 24: 各国纺织品出口份额变化 | 22 |
| 图 25: 100 日元兑人民币汇率 | 22 |
| 图 26: 优衣库生产办公室分布 | 22 |
| 图 27: 优衣库海外收入及本土收入对比 | 23 |
| 图 28: 优衣库海外店铺数量及同比增速 | 23 |
| 图 29: 优衣库海外营业利润率 | 23 |
| 图 30: 优衣库在中国的发展阶段 | 24 |
| 图 31: 优衣库大中华区收入及同比增速 | 25 |
| 图 32: 优衣库大中华区营业利润及同比增速 | 25 |
| 图 33: 优衣库大中华区营业利润率 | 26 |
| 图 34: 优衣库大中华区市场份额 | 26 |
| 图 35: 优衣库大中华区收入及同比增速 | 26 |
| 图 36: 优衣库大中华区营业利润及同比增速 | 26 |
| 图 37: 优衣库大中华区营业利润率 | 27 |
| 图 38: 优衣库大中华区市场份额 | 27 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 39: 优衣库平替和官方商品价格及销量对比 | 27 |
| 图 40: 优衣库欧美市场店铺分布 | 28 |
| 图 41: 欧美各国 GDP 同比增速 | 29 |
| 图 42: 欧美各国服装行业同比增速 | 29 |
| 图 43: 欧洲同行及优衣库店铺数量 | 30 |
| 图 44: 美洲同行及优衣库店铺数量 | 30 |
| 图 45: 欧洲同行及优衣库店铺增速 | 30 |
| 图 46: 美洲同行及优衣库店铺增速 | 30 |
| 图 47: 优衣库欧美地区的历年经营情况 | 30 |
| 图 48: 各品牌法国谷歌搜索热度 | 31 |
| 图 49: 各品牌英国谷歌搜索热度 | 31 |
| 图 50: 各品牌美国谷歌搜索热度 | 32 |
| 图 51: 各品牌加拿大谷歌搜索热度 | 32 |
| 图 52: 优衣库欧美地区电商渠道占收入比例 | 32 |
| 图 53: 优衣库的全球战略产品 | 33 |
| 图 54: 欧美各国服装消费占整体消费比例 | 34 |
| 图 55: 近年各品牌欧美市场收入增速 | 34 |
| 图 56: 欧洲及北美地区店铺数量和同比增速 | 34 |
| 图 57: 欧洲及北美地区收入和同比增速 | 34 |
| 图 58: 欧美地区占优衣库整体收入比例 | 34 |
| 图 59: 欧洲及北美地区营业利润率和整体对比 | 34 |
| 图 60: 优衣库东南亚地区各国店铺数量变化 | 35 |
| 图 61: 优衣库亚洲其他国家及大洋洲市场店铺分布 | 36 |
| 图 62: 东南亚各国 GDP 同比增速 | 36 |
| 图 63: 东南亚各国服装行业同比增速 | 36 |
| 图 64: 优衣库各国同款价格对比 | 37 |
| 图 65: 优衣库为马来西亚和印尼女性开发的头巾产品 | 37 |
| 图 66: 东南亚地区店铺数量和同比增速 | 38 |
| 图 67: 东南亚、印度及大洋洲收入和同比增速 | 38 |
| 图 68: 东南亚、印度及大洋洲收入占优衣库整体收入比例 | 38 |
| 图 69: 东南亚、印度及大洋洲和优衣库整体营业利润率对比 | 38 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 表1: 优衣库与日本东丽公司合作梳理 | 19 |
| 表2: 优衣库 HEATTECH 发热内衣迭代历程 | 20 |
| 表3: 优衣库与 ZARA 的品牌定位和策略对比 | 31 |
| 表4: 优衣库和其他国际、中国头部服饰品牌的单店模型对比 | 41 |

公司发展复盘概述：效率革命塑造日本本土服装龙头，把握出海时机跻身全球头部品牌

公司概况：以优衣库为核心品牌，近四年收入和利润稳健增长

迅销集团是一家以优衣库为核心，全球领先的日本服装零售集团。公司采取SPA（自有品牌服饰专业零售商）经营模式，对产品企划、物料研发、材料采购、生产到零售的整个业务流程进行控制，能够快速响应市场变化，以相对较低的价格快速上新高品质产品。通过持续研发新面料、优化供应链管理系统、积极进行全球扩张、提升消费者心智，截至公司2024财年末，公司市值达到14.3万亿日元，全财年收入3.1万亿日元，在全球服装营收中排名第三，仅次于ZARA母公司Inditex和H&M，占全球服装市场份额的1.4%。

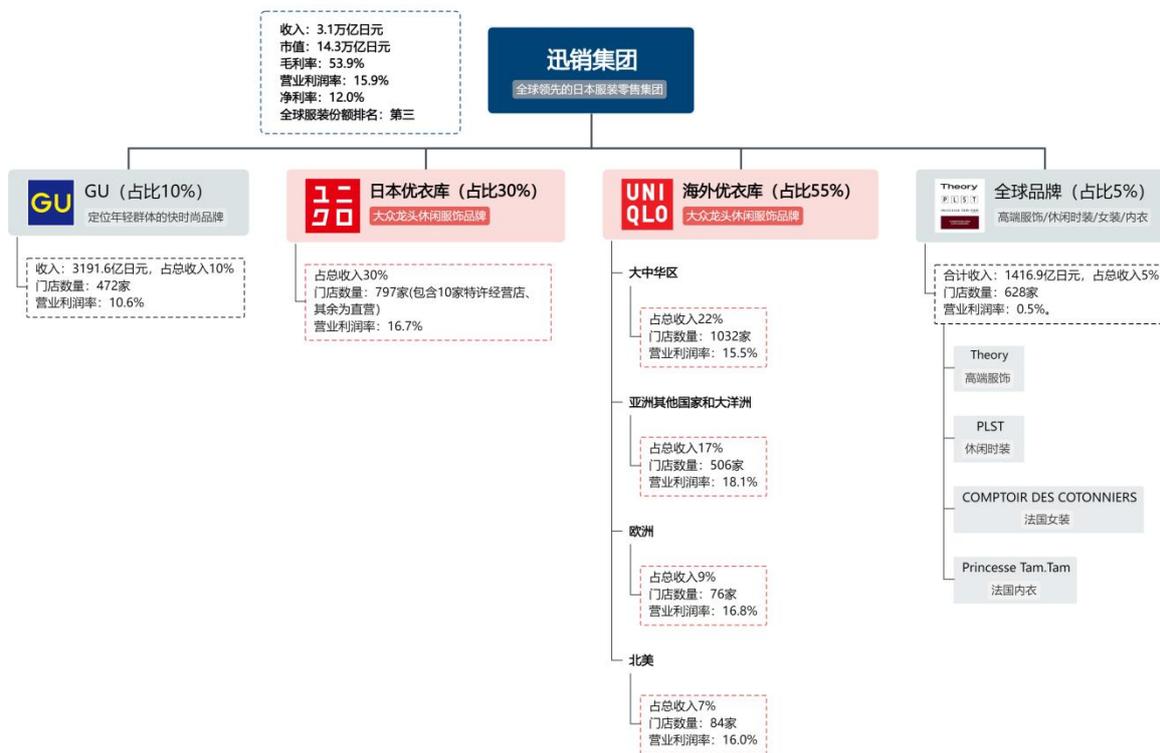
公司进行多品牌全球化布局，通过巩固核心休闲装品牌优衣库，发展快时尚品牌GU，收购全球品牌，实现快速发展。分品牌看：

1) 优衣库作为大众休闲服饰龙头品牌，是公司核心主品牌，2024财年收入2.6万亿日元（约合人民币1297亿元），占集团总收入85%，门店总数达到2495家，营业利润率16.6%。品牌定位在全年龄段和全性别的大众群体，主要品类包括基础休闲装，核心价格带在39~1299元。分市场看，日本本土UNIQLO收入9322.3亿日元，占比30%，门店数量797家，营业利润率16.7%。海外UNIQLO收入17118.3亿日元，占比55%，门店数量1698家，营业利润率16.6%；其中，2024财年大中华区/亚洲其他国家和澳洲/欧洲/北美地区分别占集团总收入的22%/17%/9%/7%，门店数量1032/506/76/84家，营业利润率15.5%/18.1%/16.8%/16.0%。

2) GU作为快时尚品牌，和优衣库形成互补。相较于优衣库，GU定位更加年轻时尚，价格更加亲民。2024财年GU收入3191.6亿日元，占比10%；营业利润率10.6%；门店数量472家。

3) 迅销集团通过战略性收购进行多品牌布局，全球品牌业务主要包括高端服饰Theory/休闲时装PLST/法国时尚女装COMPTOIR DES COTONNIERS/内衣Princesse Tam Tam。2024财年全球品牌业务合计收入1388.4亿日元，占比5%；营业利润率0.5%；门店数量628家。

图1：公司业务概览



资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

（一）财务近况：收入和利润稳健增长，库存水平健康

收入和利润保持稳健增长，海外优衣库增速领先。除了2020财年受到全球性公共卫生事件的影响导致营业收入和利润下滑，公司近五年其余年份收入和利润均保持增长，2024财年收入同比增速达到12.2%至3.1万亿日元，净利润同比+25.6%至3720亿日元。公司毛利率近五年平均值基本保持50%左右，净利率近三年在10%以上。分品牌看：

1) 日本优衣库的收入增速近五年趋于平缓，2024财年收入同比增长4.7%。营业利润同比大幅增长32.2%，创历史新高。营业利润率同比提升3.5个百分点至16.7%，主要由于公司根据销售情况灵活调整生产、降低受即期汇率走势影响来降低生产成本、以及下半年折扣改善所致。

2) 海外优衣库维持高增长，2024财年收入大幅上涨19.1%。拆分具体地区来看，大中华地区收入同比增长9.2%不及预期，主要由于下半年基数较高，且消费环境相对疲软；公司积极拓展韩国、东南亚、印度、澳洲市场，亚洲其他地区和大洋洲收入2023财年增长20.2%，近三年占比稳步提升；公司针对北美及欧洲市场进行策略性推广，强化资讯传播，客户群体持续扩大，2024财年该市场收入增长34.7%。在正向经营杠杆的影响下，海外UNIQLO连续三年营业利润率提升，2024财年达到16.6%。

3) GU品牌2022财年受到商品数量过多，资源不集中导致畅销商品由于生产及物流延误库存不足，营收小幅下降，之后公司缩减商品种类以确保大众潮流商品库存充足，收入恢复增长。2024财年Heavy Weight厚重里起毛卫衣、卫衣型T恤、Barrel Leg锥形牛仔裤等捕捉住全球大众潮流特色的商品销情强劲，收入同比

+8.1%，通过改善成本，营业利润率同比+1.7 百分点。

4) 全球品牌：全球品牌整体表现相对较弱，2024 财年收入下降 2%，主要由于旗下 PLST、COMPTOIR DES COTONNIERS 业务进行结构性改革，店铺数量减少，以及 Theory 品牌销售相对疲弱导致；通过改善折扣、提升店铺经营效率，整体营业利润率转正。

库存水平健康，周转效率提升。近年来库存处于历史较高水平，主要由于疫情造成消费需求波动和供应链紊乱，2024 财年公司库存周转效率提升至 118 天，同比减少 10 天，恢复到疫情前水平。应收账款天数维持在 7-10 天。应付账款周转天数近五年逐年增加至 70 天，体现公司作为终端服装零售商较强的议价能力。

ROE 保持在较高水平，分红较为积极。剔除 2020 财年特殊情况，公司 ROE 基本维持在 16-20%，保持在较高水平。资产负债率连续四年下降至 42.4%，2022 年开始低于疫情前水平，资本结构健康。公司分红较为积极，近五年均有分红，分红率维持在 23-55%。

图2：迅销集团近五年财务数据

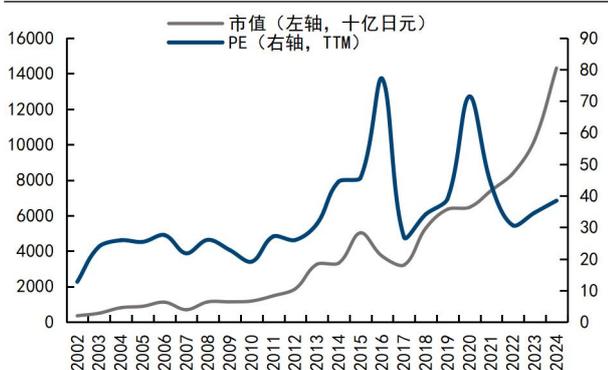
| 单位：十亿日元 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 五年平均值 |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入/利润 | | | | | | |
| 营业收入 | 2008.9 | 2133.0 | 2301.1 | 2766.6 | 3103.8 | 2462.7 |
| YoY | -12.3% | 6.2% | 7.9% | 20.2% | 12.2% | 11.5% |
| 净利润 | 90.4 | 169.9 | 273.3 | 296.2 | 372.0 | 240.4 |
| YoY | -44.4% | 88.0% | 60.9% | 8.4% | 25.6% | 42.4% |
| 利润率 | | | | | | |
| 毛利率 | 48.6% | 50.4% | 52.5% | 51.9% | 53.9% | 51.4% |
| 营业利润率 | 7.3% | 11.5% | 12.7% | 13.7% | 15.9% | 12.2% |
| 净利率 | 4.5% | 8.0% | 11.9% | 10.7% | 12.0% | 9.4% |
| 分品牌 | | | | | | |
| 分品牌收入 | | | | | | |
| 日本UNIQLO | 806.9 | 842.6 | 810.3 | 890.4 | 932.2 | 856.5 |
| 海外UNIQLO | 843.9 | 930.2 | 1118.8 | 1437.2 | 1711.8 | 1208.4 |
| GU | 246.1 | 249.4 | 246.1 | 295.2 | 319.2 | 271.2 |
| 全球品牌 | 109.6 | 108.2 | 123.2 | 141.7 | 138.8 | 124.3 |
| 分品牌收入增速 (YoY) | | | | | | |
| 日本UNIQLO | -7.6% | 4.4% | -3.8% | 9.9% | 4.7% | 3.7% |
| 海外UNIQLO | -17.8% | 10.2% | 20.3% | 28.5% | 19.1% | 19.3% |
| GU | 3.1% | 1.4% | -1.4% | 20.0% | 8.1% | 6.7% |
| 全球品牌 | -26.9% | -1.3% | 13.8% | 15.0% | -2.0% | 6.1% |
| 分品牌营业利润率 | | | | | | |
| 日本UNIQLO | 13.0% | 14.6% | 15.3% | 13.2% | 16.7% | 14.6% |
| 海外UNIQLO | 6.0% | 12.0% | 14.2% | 15.8% | 16.6% | 12.9% |
| GU | 8.9% | 8.1% | 6.8% | 8.9% | 10.6% | 8.6% |
| 全球品牌 | -11.6% | -1.5% | -0.6% | -2.1% | 0.5% | -3.1% |
| 分地区 (以主品牌优衣库为口径统计) | | | | | | |
| 分地区收入 | | | | | | |
| 日本 | 806.9 | 842.6 | 810.3 | 890.4 | 932.2 | 856.5 |
| 大中华区 | 456.0 | 532.3 | 538.6 | 620.2 | 677.1 | 564.8 |
| 亚洲其他地区和大洋洲 | 204.5 | 202.5 | 308.0 | 449.9 | 540.5 | 341.1 |
| 北美及欧洲 | 183.4 | 195.4 | 272.2 | 367.1 | 494.3 | 302.5 |
| 分地区收入增速 (YoY) | | | | | | |
| 日本 | -7.6% | 4.4% | -3.8% | 9.9% | 4.7% | 3.7% |
| 大中华区 | -9.3% | 16.7% | 1.2% | 15.2% | 9.2% | 10.4% |
| 亚洲其他地区和大洋洲 | -33.3% | -1.0% | 52.1% | 46.1% | 20.2% | 27.5% |
| 北美及欧洲 | -15.5% | 6.6% | 39.3% | 34.8% | 34.7% | 28.1% |
| 营运资金周转天数 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 9.7 | 8.4 | 7.1 | 6.9 | 8.3 | 8.1 |
| 应付账款周转天数 | 48.9 | 58.3 | 73.9 | 82.0 | 84.2 | 69.5 |
| 库存周转天数 | 146.7 | 140.0 | 146.9 | 128.3 | 118.2 | 136.0 |
| ROE | | | | | | |
| ROE | 9.5% | 16.4% | 20.4% | 17.5% | 19.4% | 16.6% |
| 负债率 | | | | | | |
| 负债率 | 58.7% | 53.7% | 49.3% | 43.3% | 42.4% | 49.5% |
| 分红率 | | | | | | |
| 分红率 | 54.2% | 28.9% | 23.2% | 30.0% | 33.0% | 33.9% |

资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

公司发展复盘：本土市场逆势增长，供应链和品牌出海发展“世界服装”

优衣库起源于日本，海外市场发展迅速。品牌早期主要在日本本土市场发展，最早可追溯到1949年创始人柳井正父亲在日本山口县宇部市开设的店铺“小郡商事”，主要经营男士服装。后来柳井正继承店铺，并于1984年6月开设优衣库一号店，此后凭借摇粒绒等爆品打开品牌知名度在日本本土迅速发展。1991年，公司正式改名为“Fast Retailing (迅销集团)”，并于1999年2月在东京交易所第一部上市，正式进入公开交易市场。在本土市场发展取得成功，优衣库瞄准海外市场，致力于成为全球第一的服装品牌。2001年在伦敦开设优衣库首家海外店，此后优衣库发展“世界服装”，逐步布局海外市场。2018年海外收入实现0.9万亿日元，正式超过优衣库本土市场，截至2024财年，海外市场收入占比达到64.7%。优衣库提出“LifeWear 服适人生”的理念，凭借提供高品质、高功能性、高性价比的产品，在休闲服装市场上迅速扩张。自上市以来，公司股价震荡上行，翻数十番，截至2024财年末，公司市值达到14.3万亿日元，市盈率38.5。

图3：公司市值和估值



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图4：优衣库收入结构



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

成立快时尚品牌 GU 与优衣库互补，发展全球品牌布局细分市场。为填补市场空缺，公司于2006年3月正式成立 GU 品牌与主品牌优衣库形成互补。相比优衣库，GU 提供“自由时尚与惊喜价格”，追求时尚与价格之间的平衡，定位更加年轻、新潮，价格更低。2024 财年，GU 占总体收入比例达到 10%。为扩大公司在全球服装零售市场的版图，覆盖细分市场，丰富品牌种类，公司积极展开企业并购。目前全球品牌整体收入增速弱于主品牌优衣库和 GU 品牌，占比相对较小。

回顾优衣库的发展历程，主要可以划分为本土崛起时期和全球布局时代。

(一) 本土崛起时期：打造性价比产品化逆境为机遇，提升研发能力实现转型

确立 SPA 经营模式，改善经营效率，提升产品质量。优衣库刚起步时主要作为类经营商角色从海外小作坊进口产品，出现了产品质量低、滞后于消费需求等问题。为改善经营效率，1987 年以来优衣库逐步确立 SPA 经营模式，将商品策划、制造、零售整合起来，能够快速对市场做出反应，将客户的意见和要求反馈给商品、材料开发、生产部门和门店，以开发生产出满足消费者需求的产品。

化逆境为机遇，在消费降级下打造性价比爆品摇粒绒，实现快速增长。优衣库在日本的快速发展期（1999-2001 年）正值日本自 1990 年以来泡沫经济破裂后的持续低迷期，消费者对于服装的需求趋于疲软，在消费降级的宏观环境下，优衣库

化逆境为机遇，打造保温性好、定价仅 1900 日元的摇粒绒衫，通过推出物美价廉的产品顺应消费者对于性价比服装的偏好，在日本市场完成逆势增长，1998 年至 2001 年优衣库销售收入复合增长率达到 71.4% 至 4186 亿日元，营业利润翻了近 15 倍至 1021 亿日元。

从郊区走向城市，关小店开大店，改善门店形象，提升品牌知名度。早期优衣库门店主要布局郊区，以节省租金开店成本保证盈利。随着门店规模的扩张，为进一步提升品牌在全国的市场份额，公司决定到城市开店，于 1998 年在日本原宿开设东京首店，并以低价摇粒绒衫作为聚焦单品迅速打开知名度。随着优衣库发力服装品质和功能，产品线逐渐扩充，品牌进行门店升级，以提升门店形象，优化消费者购物体验。优衣库从 2002 年开始在日本实施“废弃和重建”开店策略，关闭 500 平方米以下的小店，开设大店，并于 2004 年开始迅速扩张 1600 平方米左右的大型店铺，单店面积和营收实现稳健增长，坪效保持在 85-100 万日元水平。

与东丽合作研发新产品实现转型，为持续发展注入源源动力。低价摇粒绒畅销后的一段时间里大众对于品牌产生“低价便宜货”的固有印象，为避免卷入价格战，强调品牌产品质量，优衣库在 2004 年刊登“优衣库放弃低价”宣言，并于 2006 年与日本最大规模合成纤维制造商东丽公司建立战略伙伴关系，共同开发新面料和功能性产品，为企业转型和持续发展注入源源不断的动力。

（二）全球布局时代：供应链出海，品牌全球布局打造“世界服装”

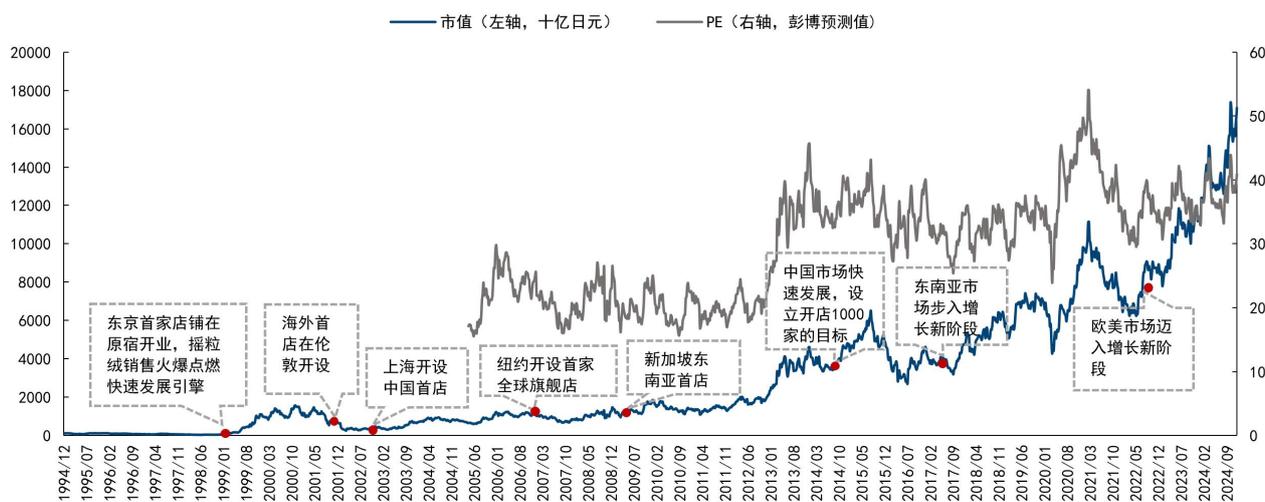
顺应纺织制造产业链转移趋势，供应链出海实施“匠计划”。优衣库不设立自有工厂，通过委托海外工厂进行生产。20 世纪 90 年代日本劳动力成本上升，中国成为“世界工厂”，公司抓住中国改革开放的红利在 1999 年 4 月和 9 月分别在上海和广州成立生产管理事务所，委托中国工厂进行生产。近年来随着中国人口红利逐渐减少，优衣库顺应部分低附加值终端加工环节向东南亚地区的溢出趋势，积极拓展亚洲其他国家的生产基地，先后在越南、孟加拉国、印尼、印度设立生产办公室。为了确保生产质量，公司实施“匠计划”，成立 Takumi 团队。该团队主要由日本拥有 30 年以上纺织行业从业经验的熟练技工构成，成员被外派至生产基地进行技术指导，为产品质量和生产效率提供保障。

布局全球打造“世界服装”，进行本地化调整满足差异化市场需求。优衣库致力于成为全球第一的服装品牌，在全球各地进行拓展，并针对不同市场进行战略调整，1) **大中华区市场：**优衣库在中国市场的打法和日本本土市场不同，2002 年在中国市场起步时考虑到中国消费水平较低，优衣库通过降价来吸引消费者，但低价策略将被迫卷入价格战，降低产品质量也违反企业提供优质产品的品牌理念。在看到中国经济高速发展下中等及以上收入人群的扩张趋势后，2005 年开始优衣库调整在大中华区的品牌定位，将目标瞄准中等收入及以上消费群体，策略调整后优衣库大中华区实现迅速扩张。2) **欧美市场：**优衣库早期在欧美市场拓展并不顺利，2001 年优衣库在伦敦开设首家海外店铺，2006 年在纽约开设美国首店，但由于欧美服装市场竞争较为激烈，行业发展成熟度高，且消费习惯差异较大，长年处于亏损状态，直到近年优衣库通过积极构建品牌力，抓住疫情机遇大力发展电商，作为亚洲品牌完成突破，正式步入盈利正轨。3) **亚洲其他国家及大洋洲市场：**随着制造业产业链向东南亚转移，东南亚国家经济发展景气度高，优衣库于 2009 年在新加坡开设首店，较早布局东南亚新兴市场占领先发优势，并随后拓展到马来西亚、泰国、菲律宾、印尼、印度等国家。公司根据当地气候、各国差异化文化因地制宜进行商品规划，同时利用东南亚地区作为纺织业制造基地的地理优势，战略性增加本地制造商品比例以降低销售成本，实现快速发展。

随着优衣库从本土领先走向世界前列，估值中枢逐步抬升。自 1994 年上市以来

公司股价震荡上行，公司的可持续发展潜力逐渐得到市场充分认可，市值从1994年初上市的1163亿日元提升至截至2024年12月的17万亿日元（约人民币8173亿元），翻数百倍。公司估值中枢也逐步抬升，1) 2005-2011年，在日本本土服装行业以-0.6%的年复合增速负增长的阶段，优衣库逆势实现8.6%复合增速稳健增长，估值约15X-25X；2) 2012-2020年，伴随公司在中国市场开始高速增长，公司估值迅速上升至新台阶，以及后续在东南亚新兴市场取得突破，估值稳定至约30X-40X；3) 2021年后至今，在疫情后时代公司整体经营恢复正轨，同时在欧美市场开启高速增长，估值进一步上升至35X-45X。2024财年，在优衣库创业40周年以及迅销成立30周年之际，公司营收突破3万亿日元（约人民币1422亿元），实现了30年400倍的增长。管理层计划下一步通过全球市场布局，实现中期5万亿日元的营收目标，并在远期实现10万亿日元营收的愿景。

图5: 优衣库历年市盈率和市值



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

本土发展历程：打造性价比产品化逆境为机遇，提升研发能力实现稳健发展

进入20世纪90年代，日本经济进入长达30年的通货紧缩。日本GDP和人均GDP同比增速在1989达到顶峰，进入90年代后，日本资产价格泡沫破裂，经济增长放缓，进入长达30年的通货紧缩，GDP增速下降甚至出现负增长。进入21世纪，日本经济在2001年和2008年全球经济衰退期再次受到冲击，日本政府持续推进财政刺激和积极的货币政策，经济逐渐恢复，直至2023年由于大宗商品价格上涨和日元贬值，通缩情况才迎来明显好转。

宏观经济影响下日本消费降级，服装行业零售额出现负增长。日本消费支出变动和GDP增速呈现显著相关性，自90年代以来，消费支出增速放缓，在经济环境的影响下表现比较疲弱。1984年日本的服装类商品零售额占整体商业零售额比例接近10.3%，但由于经济相对低迷、人口老龄化、以及日本消费者偏好变化等问题，服装行业也受到冲击，1990年后服装类商品零售额同比出现负增长，2023年其占整体零售额比例逐渐下降至5.2%。

图6: 日本 GDP 及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 日本人均 GDP 及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 日本消费支出及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

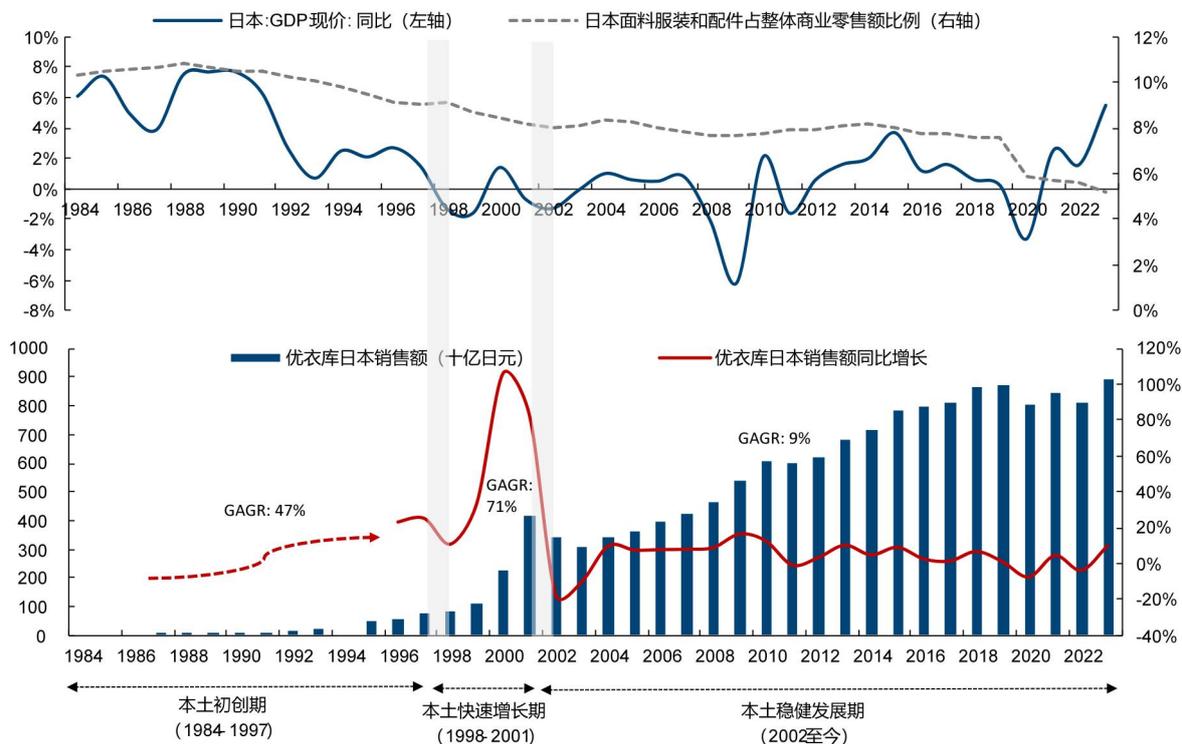
图9: 日本面料服装和配件零售额同比增速及占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

优衣库品牌在日本一次次经济泡沫和危机中实现逆势增长。1990年泡沫经济破裂，此后日本经济持续低迷，消费者对于服装的需求也趋于疲软。优衣库化逆境为机遇，顺应通货紧缩的经济形势，推出物美价廉的休闲服装，把握消费者对具有性价比服装的偏好，在日本市场完成逆势增长。1990财年优衣库日本本土的销售额为52亿日元，而到1997财年优衣库收入达到750亿日元，翻了十多倍。20世纪90年代末至21世纪初，IT泡沫波及日本，日本GDP呈现负增长。优衣库顺应消费降级的趋势，于1998年推出保温性好、价格低的摇粒绒衫，定价仅1900日元，远低于市面上其他摇粒绒产品的定价，受到日本消费者的狂热追捧，此后优衣库在日本市场加速发展，销售额从1998财年的831亿日元提升至2001年4186亿日元，3年内销售额翻了近5倍。进入21世纪，全球经济危机爆发，日本2009年GDP同比增速为-6%，创历史新低，而优衣库和东丽公司合作开发面料、提升产品质量，推出HEATTECH发热内衣等爆品，实现稳健发展，2009财年销售额同比增速达到16.4%。

图10: 优衣库在日本本土逆势发展



资料来源：公司公告，Bloomberg，Wind，《一胜九败》（[日]柳井正，中信出版社），国信证券经济研究所整理

回顾优衣库在日本本土市场的发展历程，可以分为本土初创期（1984-1997）、快速增长期（1998-2001）、以及稳健发展期（2002年至今）三个阶段。

本土初创期（1984-1997）：打造自助式休闲装品牌，建立 SPA 经营模式

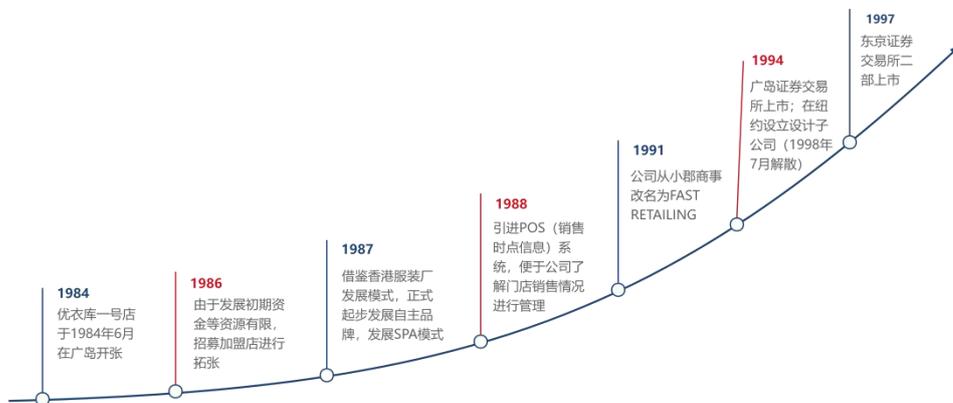
认识传统男士西服局限性，决策发展休闲装。1949 年优衣库创始人柳井正的父亲开始个体经营男装店铺“小郡商事”，1963 年 5 月小郡商事株式会社正式成立。1972 年，柳井正进入公司，接手父亲经营的男装店后，他发现店铺效率低下，男士西服的库存周转期长。在意识到经营男士西服的局限性后，柳井正决定尝试发展年龄受众更广泛的休闲服装店铺、通过打造“像卖周刊杂志一样”的自主贩卖低价休闲装店铺，以填补日本市场自助式服务的低价休闲服商店的空白。1984 年 6 月，优衣库一号店在广岛开张，提供给客户可以自由进行选择的环境。

早期布局郊区，逐步引入 SPA 模式发展自主品牌改善经营效率。由于郊区店铺成本更低，起步阶段优衣库重点布局郊外地区。在优衣库开设 4 家直营店铺后，由于资金和人力有限，公司早期开放加盟店铺以进行拓张（后续至今加盟店数量基本控制在 15 家以内）。随着公司店铺规模扩大，为进一步提升企业经营效率，1987 年优衣库借鉴中国香港服装厂的 SPA 模式，开始发展自主品牌，将商品策划、制造再到零售进行整合，将顾客和供应商连接起来；并于 1988 年委托计算机厂家的数据中心引入 POS（销售时点信息）系统，方便总部能够迅速了解到各个门店的销售信息并下达指令，进行即时的监控和调整。

确立上市目标，实现规模扩张。1990 年公司确立上市目标，并从“小郡商事”更名为“FAST RETAILING（迅销）”，展示公司提升经营效率的决心。随着公司上市

目标的确立，公司实现迅速扩张，1992 财年销售额突破百亿日元，并于 1994 年在广岛交易所上市，1997 年公司赴东京交易所二部上市，财年收入达到 750 亿日元，直营店铺规模超过 300 家。

图11: 优衣库本土初创期大事表



资料来源：公司公告，《一胜九败》（[日]柳井正，中信出版社），国信证券经济研究所整理

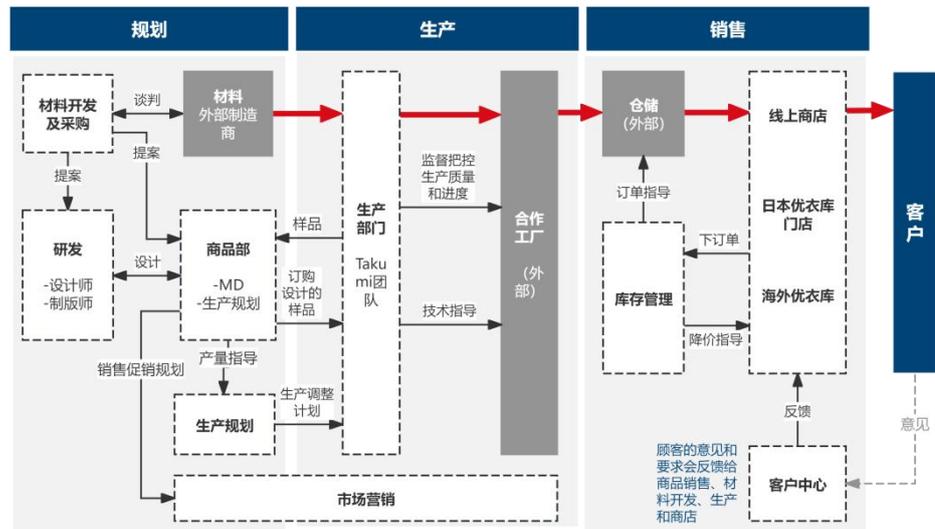
（一）SPA 经营模式的确立：改善经营效率，提升产品质量

优衣库刚起步时采用类经销商模式，引起产品质量、运营效率低等问题。公司发展起步阶段作为类经销商角色从国外的小作坊进口产品，这种模式灵活性差、质量难以把控、产品滞后于消费需求，给经营带来一系列问题，1) 厂家标准化生产程度低，衣服的款式和质量难以控制。2) 从零售端到生产端的信息具有滞后性，商品出现滞销问题。3) 经销模式下产品定价自主权受到影响，生产商定价较高时只能通过把价格压力转嫁到消费者上来保证利润，但这与优衣库提供低价休闲装的策略相违背。

SPA 模式能够将市场信息快速传导至生产端，生产出满足消费者需求的产品。为保障商品的质量、提升盈利能力，优衣库管理团队前往中国香港进行考察，了解到 SPA (Specialty Retailer of Private Label Apparel) 模式。SPA 经营模式是自创品牌的专业零售商经营模式，将商品策划、制造、零售整合起来，能够快速对市场做出反应，将客户的意见和要求反馈给商品、材料开发、生产部门和门店，以开发生产满足消费者需求的产品。

确立 SPA 经营模式，提升经营效率。在认识到 SPA 经营模式的优势后，1987 年优衣库开始着手优衣库自主品牌的商品开发，并将公司的触角伸向产品的生产环节。SPA 经营模式的确立对于优衣库的后续发展意义重大，通过整合生产和零售，灵活规避了因为市场信息滞后造成的生产浪费，公司也可以更有效地把控产品质量。通过在亚洲邻国劳动力成本更低廉的厂家进行生产加工，公司可以更好地控制成本，进一步提升利润。

图12: 优衣库 SPA 模式



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

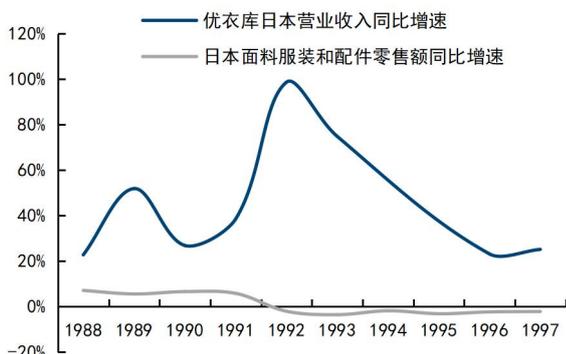
（二）在挫折中成长：建立商品研发一体化机制，统一“优衣库”为对外形象

“印象纽约”设计子公司的失败让公司认识到必须建立商品研发一体化机制。1994年在广岛证券交易所上市后，公司为了加强商品和信息收集，在纽约设立“印象纽约”公司，试图建立从纽约收集时尚信息、由日本总部进行新商品的具体设计，委托海外厂家进行加工生产的经营模式，但由于纽约公司和日本总部的沟通不畅，设计出的产品不被市场接受，商品规划的工作过于分散，增大了信息共享的难度。公司意识到必须建设商品研发的一体化机制。

在经营其他品牌的失败中确立以“优衣库”为统一对外形象的发展主线。公司在1996年出自收购一家经营童装的公司“VM”，但却牵涉至和VM原母公司“VJ”的商标纠纷；除了优衣库品牌以外，优衣库还尝试在1997年推出“SPOQLO”、“FAMIQLO”品牌，以发展运动休闲装和家庭装市场，但由于和主品牌商品在定位上区分度不高，反而影响主品牌的销售和供应。在这些失败的探索中，公司意识到使用“优衣库”品牌来统一对外品牌形象的重要性，逐渐确立了发展自主品牌的主线。

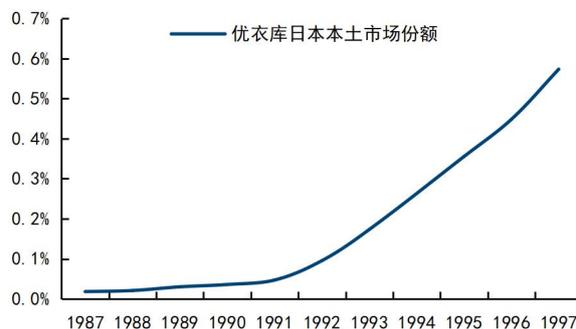
本土初创期通过售卖低价休闲装适应消费降级趋势，以较低开店成本在郊区实现逆势扩张。1984-1997年优衣库的本土初创期间，日本服装零售受宏观经济环境影响增速下降，1988-1991年的复合增速为6%，1992-1997年转为约-2.6%的年化负增长。优衣库顺势利用服装消费降级的趋势，售卖低价休闲装，获取市场份额并实现快速增长，营收同比增速基本保持在20%-100%之间。截至1997年，优衣库的本土市场份额达到0.6%，店铺数量达到276家。

图13: 1988-1997年优衣库日本营收和行业同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 《一胜九败》([日]柳井正, 中信出版社), 国信证券经济研究所整理

图14: 1988-1997年优衣库本土市场份额



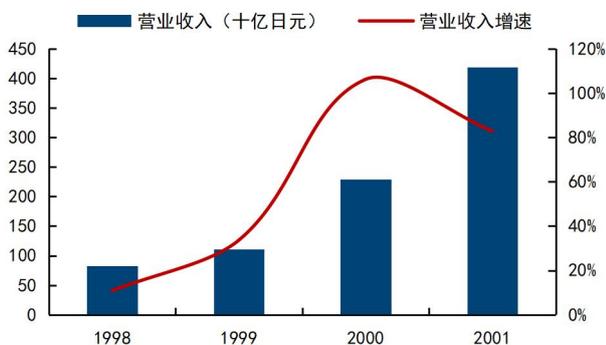
资料来源: 公司公告, Wind, 《一胜九败》([日]柳井正, 中信出版社), 国信证券经济研究所整理

本土快速发展期(1998-2001年): ABC改革释放经营效率, 摇粒绒成为增长引擎

自广岛上市以来进入发展瓶颈, 经营效率较低, 城市消费者认可度不高。1998年公司在休闲服领域的销售规模已成长为全日第一, 但企业经营却进入了瓶颈期。首先是利润增速不及收入, 规模扩大并未带来显著提升的经济效益, 优衣库的营业利润率自1994年从广岛交易所上市后从9.3%下降至1997财年的7.8%, 经营效率有待改善。此外, 公司在东京这样的大都市还没有名气, 城市消费者对于品牌的认知度不高。

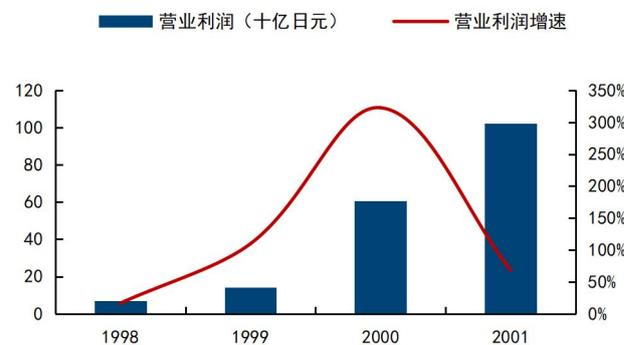
ABC改革释放经营效率, 摇粒绒爆品打开城市市场, 点燃增长引擎。为了释放经营效率, 提升消费者心智, 公司于1998年6月开始近两年的ALL BETTER CHANGE(简称“ABC”)改革。1998年11月, 优衣库第一家首都圈的都市型店铺在日本东京原宿开张, 以摇粒绒衫作为聚焦点, 采取低价策略, 售价仅1900日元, 同时配合广告进行宣传, 成功吸引大批消费者。摇粒绒的火爆点燃优衣库的增长引擎, 1998年至2001年, 优衣库销售收入从831亿日元增长至4186亿日元, 复合增长率达到71.4%, 营业利润也翻了近15倍, 从68亿日元提升至1021亿日元。

图15: 优衣库本土快速发展期营业收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 优衣库本土快速发展期营业利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

(一) ABC改革释放经营效率: 深化SPA经营模式, 匹配生产和消费需求

SPA 经营模式实施不理想，盈利能力有待改善。公司发展连锁经营，然而规模扩大并未带来显著提升的经济效益，优衣库的营业利润率自 1994 年从广岛交易所上市后从 9.3% 下降至 1997 财年的 7.8%。这主要由于 SPA 经营模式实施不理想，门店数量大幅增加提升了门店即时反映销售信息的难度，中国的工厂基本无人控制，生产和消费需求匹配度降低。

进行 ABC 改革，深化 SPA 经营模式。针对公司经营效率较低、SPA 经营模式实施不理想，在中国的工厂基本无人控制、消费者对于公司销售的从海外采购的产品失去新鲜感等问题，公司重新组建高层，注入新血液，并于 1998 年 6 月开启 ABC 改革，改革的内容主要包括：

- 1) 提高生产集中度，将中国的 140 家加工厂缩减至 40 家；
- 2) 去除委托生产的中间商，由公司直接对接生产、企划和销售；
- 3) 缩减每个季节的商品品种，将原本的 400 个品种的商品计划缩减至 200 种以内；
- 4) 改变由总部过度指导的制度，尊重门店自主性，建立起门店“自力和自律”的运营机制，建立“超级明星店长”的店长示范制度；
- 5) 及时反馈数据，包括门店销售数据和在中国生产工厂的生产情况。

ABC 改革有助于减少资源浪费降低成本、提升店铺灵活性，对优衣库在本土快速发展意义重大。缩减生产厂家，扩大单个厂商的产量，去除中间商，使得订单更加集中，增进优衣库和合作厂商的亲密度，进一步降低生产成本；控制 SKU 数量减少了资源浪费，方便公司将畅销产品对商品计划、生产、销售等环节进行统一管理。通过调整店铺经营的灵活性，从有总部发号施令的被动销售转型为主动销售，以及时迎合顾客变化的需求。

（二）摇粒绒衫的成功：打造性价比爆品，迅速提升品牌知名度

性价比摇粒绒衫作为商品聚焦点提升打开品牌的城市认可度，点燃增长引擎。由于城市服装行业竞争环境较为激烈且店铺租金成本高，早期优衣库主要在郊区拓店。但随着公司规模扩大，为进一步提升品牌渗透率，优衣库计划向城市拓展。优衣库 1998 年在原宿开设东京首店，为吸引消费者眼球，公司以摇粒绒为聚焦点，在开店活动中打出广告“优衣库的摇粒绒衫，1900 日元”。商品聚焦策略成效显著，摇粒绒衫成为优衣库历史上推出最成功产品之一，服装保暖性好、具有速干性，根据优衣库创始人柳井正自传《一胜九败》，1998 年秋冬销售摇粒绒衫 200 万件，1999 年销量超预期达到 600 万件，2000 年秋冬 51 种色彩摇粒绒衫推向市场，售出 2600 万件，点燃优衣库增长引擎。

图17: 优衣库摇粒绒衫单品

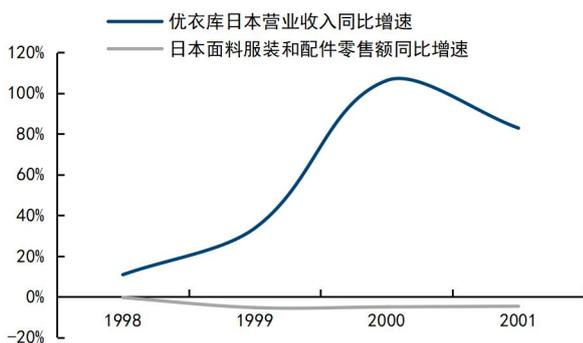


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

性价比高、广告宣传效果好、销售渠道丰富是摇粒绒衫畅销的重要因素。1) 性价比摇粒绒衫顺应了日本消费降级的趋势。优衣库在日本的快速发展期（1999-2001年）正值日本自1990年以来泡沫经济破裂后的持续低迷期，消费者对于服装的需求趋于疲软，在消费降级的宏观环境下，1900日元的定价远低于当时市场其他摇粒绒产品。摇粒绒面料最初用于登山、滑雪爱好者专业的御寒服装，价格昂贵，在原宿店开店之前，公司主要向美国摇粒绒面料公司Malden Mills订购摇粒绒面料，主要的款式分别为5900日元和4900日元，价格高昂。为了向消费者提供价低且优质的摇粒绒产品，优衣库和中国加工企业共同研究并不断优化摇粒绒产品生产流程，逐渐形成在日本东丽公司购买原料，在印度尼西亚纺成丝，在中国进行纺织、染色和缝纫的生产模式，提高了产品的质量和性价比。2) 跳出了传统广告宣传模式传递品牌理念。日本本土的广告代理公司主要提供广告提示，比如预算、插播时间段、起用演员的效果，但无法提供如何通过广告传递给消费者信息的实质性帮助。为跳出日本本土传统的广告思维模式，公司将广告制作业务委托给总部位于美国的威登公司，和策划人约翰·杰伊的团队进行合作，其曾为耐克等公司设计过一些列成功的广告。优衣库广告不过度使用夸张表现方式以追求新奇感，没有使用冲击力强的音乐、对商品进行反复强调，而是邀请音乐家、演员、学者和普通民众出演广告，以消费者视角将公司的理念传递给消费者，让消费者感悟到“优衣库是一家想让所有人都能穿上优质休闲装的新型日本企业”、“服装原本是没有个性的，只是通过某个人巧妙的穿着，才展示出独特的个性魅力”。3) 拓展线上销售渠道，步入21世纪，互联网迅速发展，为适应电子商务发展的浪潮，拓展销售渠道，优衣库于2000年10月开设网络销售，网页点击率在全日本网站排名第三。此外，网络信息能够全面地展示优衣库丰富的摇粒绒衫色彩，将客户转化到实体店进行消费者。

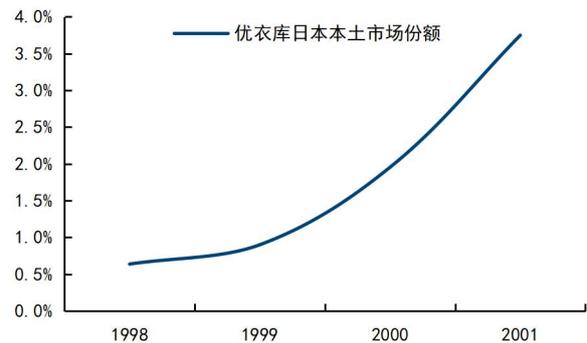
快速发展期优衣库通过打造高性价比摇粒绒单品实现逆势发展。1998-2001年优衣库的本土快速发展期间，日本整体服装行业表现低迷，服装面料和配件零售额持续负增长，复合增速为-5%。优衣库化逆境为机遇实现逆势增长，通过打造高性价比的摇粒绒单品实现快速扩张，迅速打开品牌知名度，营收实现71.4%的复合增长，截至2001年优衣库本土市场份额达到3.8%。

图18: 1998-2001年优衣库日本营收和行业同比增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图19: 快速发展期优衣库本土市场份额



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

本土稳健发展期（2002年至今）：发布放弃低价宣言，与东丽公司合作开发功能性商品实现企业转型

品牌形象低端、新品节奏进展缓慢使得市场对于优衣库的可持续发展提出质疑。长时间以摇粒绒作为主打产品，优衣库的新品开发力度下降，消费者对于优衣库

产生主要售卖低价摇粒绒产品的固有印象，2002 财年优衣库营业收入 3442 亿日元，同比下降 17.8%，市场对于优衣库未来的可持续发展性提出质疑。

和东丽公司合作研发新品为持续发展注入动力，从“低价”向“品质”转型。为了终结消费者认为“优衣库就是便宜货”的刻板印象，避免卷入低价服装经销的价格战中，公司在 2004 年 9 月底刊登了一则“优衣库放弃低价”的宣言，宣言中强调了优衣库为控制产品生产成本做出的努力，主要传达品牌低价是公司获取市场份额的一种手段，而低价并不意味着低质量。自此，公司定位从“低价”转向功能、品质、设计。公司推出更多新品，和日本最大规模合成纤维制造商东丽公司合作开发并推出 HEAT TECH 发热内衣，成为摇粒绒之后的第二个爆品，并于 2006 年正式和东丽公司建立战略伙伴关系以共同开发新面料和功能性产品。此后优衣库稳定推出新品，进一步提升消费者心智，实践“服适人生”的品牌理念，通过简约优质舒适的服装改善用户的生活质量。

（一）与东丽公司合作：共同开发功能性产品，创新驱动持续发展

优衣库与东丽公司达成战略合作，为创新发展注入活力。东丽公司是日本最大的纤维生产制造商，1999 年与优衣库开始建立合作关系，并于 2000 年设立专门负责优衣库的业务部门“GO”推进室，后续合作推出 HEATTECH、BRATO 等人气产品。2006 年双方正式达成战略合作伙伴关系，从原材料到成品展开全面合作，包括企划、研发、生产、销售等环节，这种合作模式的升级使东丽对优衣库的业务从 to B 转化为 to C，产品将直接面向消费者。双方开展“次世代原材料开发项目”，从消费者的需求出发，历时两年研发出可机洗毛衣，并对 HEAT TECH 产品进行迭代，提升产品性能。2010 年优衣库和东丽的战略合作伙伴关系进入第二期，双方在全球范围内开展合作，东丽在优衣库最大生产地中国成立“东丽纤维研究所”开展原材料的研发工作，利用公司在印尼、越南等国的生产基地为优衣库进行生产，并在优衣库委托下在孟加拉国设立面向优衣库的新工厂。

表1: 优衣库与日本东丽公司合作梳理

| 时间 | 合作内容 |
|--------|---|
| 1999 年 | 从防寒外套领域开始合作。 |
| 2000 年 | 东丽内部设置“GO 推进室”，专门负责优衣库业务。开始“摇粒绒”专用的聚酯纺丝的合作。发售了两家共同开发的、使用 100% 聚酯的功能性内胆棉材料的“AIR TECH”。 |
| 2001 年 | “Dry T-Shirt”发售。 |
| 2003 年 | 阳离子易染异型截面聚酯与中空纺丝的产品“HEATTECH”发售。 |
| 2004 年 | 带罩杯的背心“BRATOP”发售。 |
| 2006 年 | 两家结为战略合作伙伴。“次世代材料开发”项目启动。“HEATTECH”系列大卖 1200 万件。 |
| 2007 年 | STYLISH WHITE (白色防透面料的女裤) 发售。“HEAT TECH MOIST”“HEAT TECHPLUS” (保温性男女内衣系列) 发售。 |
| 2008 年 | “SILKYDRY” (质感柔滑且吸汗的夏季内衣系列) 发售。机洗不缩水的“可机洗毛衣”发售。 |
| 2009 年 | 仅有 206g 的“ULTRALIGHTDOWN” (轻型羽绒夹克) 发售。 |
| 2010 年 | “第二期战略合作伙伴”关系结成。“CONFORTMIXSPORTS” (高舒适度运动夹克) “防紫外线开衫”发售。 |
| 2011 年 | 新 ULTRA LIGHT DOWN “新 HEATTECH”发售。 |

资料来源：《优衣库：经济衰退期的二十年增长奇迹》（[日]月泉博，文汇出版社），优衣库和东丽新闻稿，国信证券经济研究所整理

（二）HEATTECH 发热内衣销售火爆：打消对优衣库可持续发展性的质疑

HEATTECH 发热内衣推出给优衣库发展再次添加助燃剂。摇粒绒热潮降温后，优衣库后续新品没有跟进到位，市场一度对优衣库的后续增长潜力提出质疑。HEATTECH 发热内衣推出为优衣库的发展再次添加助燃剂。HEATTECH 面料可以通过吸收汗液而产生水蒸气，从而达到“自发热”的效果，具有良好的保暖性，产品修身轻薄，但最初由于缺乏时尚感、价格优势不明显并没有得到市场的广泛认可，后续优衣库通过追加保湿功能、丰富产品色彩，逐渐吸引年轻消费者。2006 年东丽公司为其专设原丝生产线，不断迭代产品功能，而价格始终保持不变，2011 年 HEAT TECH 销量达到 1 亿件，成为优衣库继摇粒绒之后的另一大爆单品。

表2: 优衣库 HEATTECH 发热内衣迭代历程

| 时间 | 迭代进度 | 销量 | |
|--------|----------------------|-------------------------|------------|
| 2003 年 | HEAT TECH 发售 | "发热""保温"功能 | |
| 2004 年 | HEAT TECH(男款) | 追加"抗菌""干爽"功能 | |
| 2005 年 | HEAT TECH(女款) | 追加"保湿"功能 | 卖出 450 万件 |
| 2006 年 | HEAT TECH(女款) | 提升"保湿"功能 | 卖出 1200 万件 |
| 2007 年 | HEAT TECH (男女款同时) | 追加"伸缩"功能 | 卖出 2000 万件 |
| 2008 年 | HEATTECH(女款) | 提升"保湿"功能 | |
| 2008 年 | 开始在全球销售 | | 卖出 2800 万件 |
| 2009 年 | HEAT TECH(男女款同时) | 追加"防静电""不变形"功能 | 卖出 5000 万件 |
| 2010 年 | HEAT TECH(女款) | 丝线更细,手感更顺滑 | 卖出 8000 万件 |
| | HEAT TECH(男款) | 追加"除臭"功能 | |
| 2011 年 | HEAT TECH(女款) | "更轻薄"(10%)、 提升"保湿"功能 | 卖出 1 亿件 |
| | HEATTECH(女款) | 提升"保湿"功能 | |

资料来源:《优衣库:经济衰退期的二十年增长奇迹》([日]月泉博,文汇出版社),优衣库和东丽新闻稿,国信证券经济研究所整理

（三）关小店开大店，丰富店铺区域位置，提升品牌形象

优衣库采取关小店、开大店的门店策略，并丰富店铺区域位置，提升品牌知名度，改善门店形象。随着产品线扩充，店铺的面积已经不能满足产品完整的陈列展示，公司于 2002 年开始在日本市场实施“废墟与重建”策略，以小店换大店，增加开设 800 平方米左右的大店（之前主要开 500 平方米的店铺），并关闭 500 平方米以下的小店，改善门店形象，提升消费者的购物体验。2004 年开始，优衣库在日本开设 1600-3000 平方米的大型店，截至 2017 财年末，1600 平方米左右及以上的大型店铺在日本本土占比达到 25.2%至 209 家。在此策略下，公司单店面积逐渐扩大，从 2003 年的 552 平方米扩大至 2015 年的 901 平方米，复合增速为 4.2%；单店营收稳健增长，2003 至 2023 财年复合增速为 2.8%。虽然单店面积提升，但坪效基本保持稳定，在 85~100 万日元范围内上下浮动。此外，为提升渗透率，优衣库丰富店铺区域位置，在郊区购物中心、城市街边等之前未渗透的区域积极开店，2002 至 2013 年店铺数量持续增长，从 582 家门店提升至 853 家，期间店铺复合增速为 3.9%。但由于部分区域店铺趋于饱和、营业利润和利润率出现下滑，为提升经营质量，公司逐步关闭低效店，近年来店铺数量小幅下滑至 2024 财年的 797 家。

图20: 日本优衣库店铺数量和单店营收



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

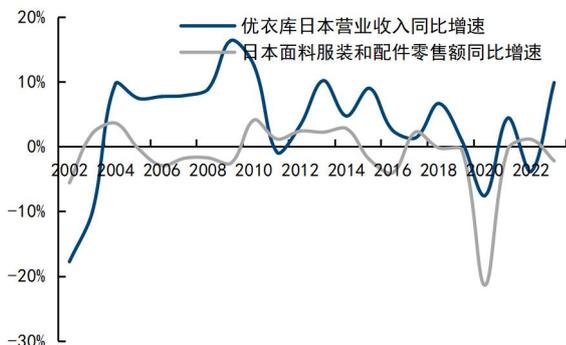
图21: 日本优衣库单店面积和坪效



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

本土稳健发展期优衣库跟进产品研发推出更多爆品为发展注入源源动力。2002年至今优衣库的本土稳健发展期间，公司跟进产品研发，通过持续上新推出更多受消费者欢迎的单品如 HEATTECH 发热内衣、UT 等实现稳定发展，2002-2023 年复合增速约为 9.0%，整体增速快于日本服装行业-1%的复合增速，在日本服装零售的波动下仍体现较好的防御性和成长性。2023 年优衣库在日本市场份额达到 10.5%，成为日本服装市场的龙头品牌。

图22: 2002-2023 年优衣库日本营收和行业同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 稳健发展期优衣库本土市场份额



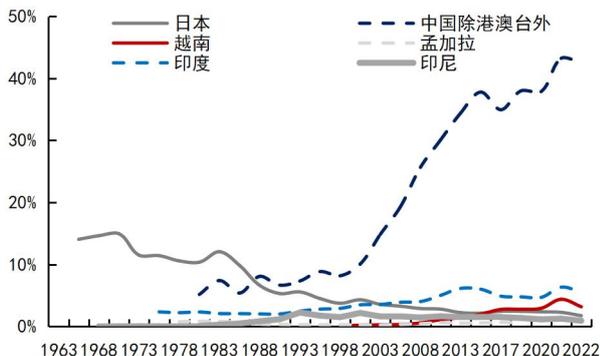
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

供应链出海：顺应纺织制造产业链转移趋势和海外工厂合作降低成本，实施“匠计划”

抓住时代红利，与中国工厂进行合作降低成本。20 世纪 60 年代日本占据着全球纺织业的较大市场份额，但由于劳动力成本变高，转型高端制造，市占率逐渐下降。1990 年开始，由于劳动力成本低、原料充足，中国成为“世界工厂”，纺织业发展迅速。与此同时，日本经济泡沫破裂，进入长时期的通货紧缩，日元兑人民币迅速升值，15 年间 100 日元兑人民币汇率从 1985 年的 1.2 上升至 1999 年的 7.3。公司抓住中国改革开放的时代红利，早在 1999 年 4 月和 9 月分别在上海和广州成立生产管理事务所，委托中国工厂进行生产，降低成本，截至 2007 财年末，优衣库产能的 90%分布在中国。

在东南亚及印度进行布局，减少对中国工厂依赖。随着中国人口红利逐渐减少，部分低附加值终端加工环节正向东南亚地区溢出趋势。为了摆脱对中国生产基地的依赖，优衣库积极拓展亚洲其他国家的生产基地，先后在越南、孟加拉国、印尼、印度设立生产办公室，并于 2008 设立目标将 1/3 的产能转向中国以外地区，2012 年中国在优衣库的产能占比降至 70%。

图24: 各国纺织品出口份额变化



资料来源: uncomtrade, WTO, 国信证券经济研究所整理

图25: 100 日元兑人民币汇率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

设立生产办公室，输出“匠计划”保证生产质量。当前优衣库仍不设立自有工厂，通过委托海外工厂进行生产。合作工厂主要分布在中国、越南、孟加拉国、印尼和印度等国家，并在这些主要生产基地设立办公室，以监督工厂的生产情况。为了提升产品质量，公司实施“匠计划”，成立 Takumi 团队。该团队主要由日本拥有 30 年以上纺织行业从业经验的熟练技工构成，成员被外派至生产基地进行技术指导、传授经验。通过技术输出，优衣库的产品质量和生产效率得到了保障和提升。

图26: 优衣库生产办公室分布



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

品牌全球布局：打造“世界服装”，针对不同市场进行战略调整

优衣库在探索中前行，通过找准品牌定位、进行本地化的商品规划、运营和销售，海外市场逐渐壮大。在优衣库全球战略强化下，2010年优衣库在年报中加入“Made For All”（创造给所有人）标语，体现品牌发展成为“世界服装”的决心。2018年开始海外收入正式超过本土收入，截至2024财年末，海外优衣库收入达到1.7万亿日元，占优衣库整体收入65%，店铺数量1698家，营业利润提升至17%。

图27：优衣库海外收入及本土收入对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：优衣库海外店铺数量及同比增速



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图29：优衣库海外营业利润率



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

（一）全球化布局早期：品牌在海外市场发展水土不服

由于产品定位、商品策划、店铺运营等方面出现偏差，早期英国开店亏损。2000年优衣库日本本土摇粒绒销售火爆，公司决定趁热打铁到海外市场发展，进一步扩大经营版图。考虑到伦敦语言沟通便利，对外国企业相对开放，公司于2000年成立伦敦子公司，并在2001年正式开店，采取激进的扩张策略，截至2003财年末店铺迅速扩展到21家。然而伦敦经营并不顺利，由于管理团队能力不足、文化差异较大等问题导致店铺运营效率低下，商品规划、尺寸和版型没有进行本土化调整，品牌无法得到当地消费者的认可，因此，伦敦店铺整体处于亏损状态。

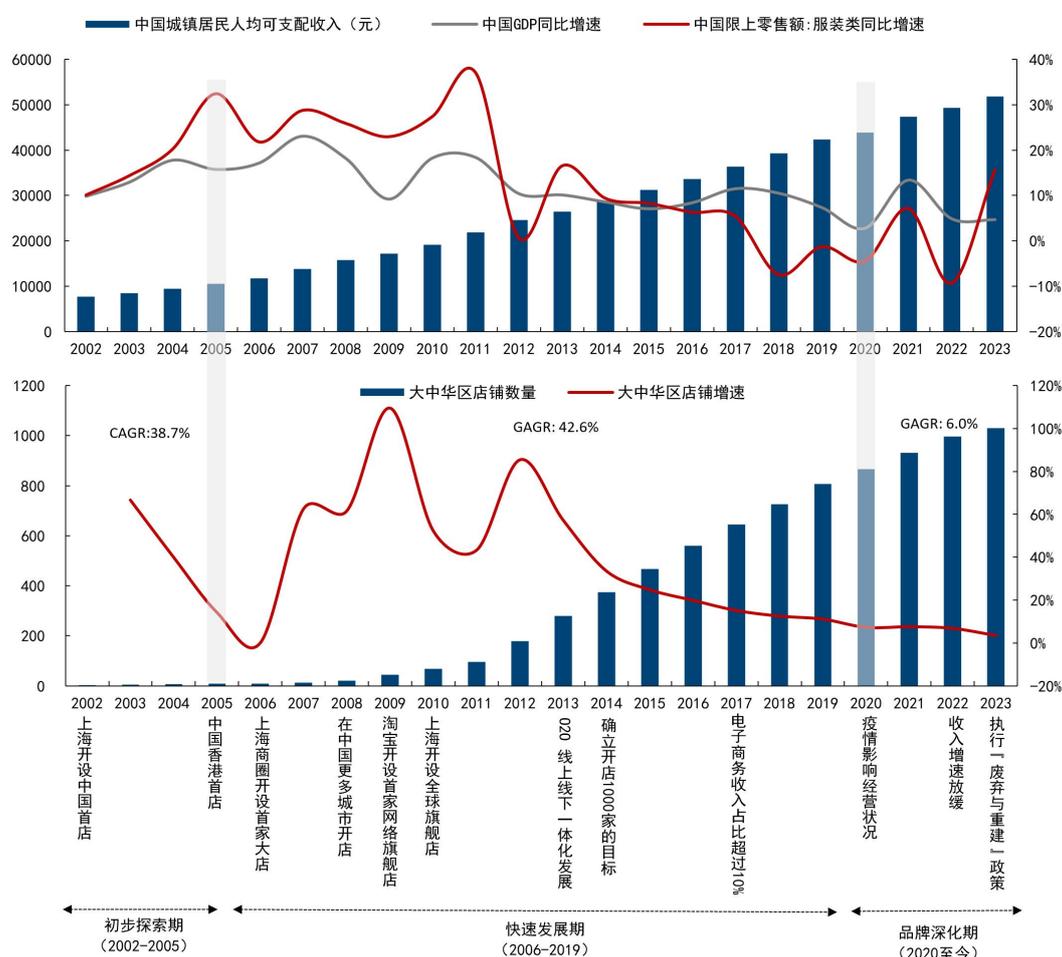
早期中国市场拓展由于品牌定位出现偏差被迫卷入价格战。吸取伦敦开店的教训，优衣库早期在中国的布局相对更加保守。2001年8月在中国上海成立分公司，

并在第二年开出两家店铺，定下了“开一家，巩固一家，盈利一家”的经营方针。但优衣库在中国定位出现偏差，中国市场拓展阻力较大。最初品牌定位为大众服饰，考虑到当时中国的人均收入水平和消费能力相对较低，公司下调产品价格 20% 以上，但降价后价格仍高于市面上其他休闲装，当时中国同类型品牌还有班尼路、佐丹奴，为了获得获得市场份额，公司不得不卷入价格战。为了弥补价格上的损失，优衣库对面向中国的产品在质量上进行了调整，这不利于品牌的长期发展，也不符合优衣库提供优质服装的品牌策略。

（二）优衣库中国市场：重新定位品牌实现快速扩张，未来店铺发展重心将从“量”转向“质”

优衣库在中国的发展可以分为初步探索期（2002-2005 年）、快速发展期（2006-2019 年）、品牌深化期（2020 至今）。

图30: 优衣库在中国的发展阶段



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

初步探索期定位大众服饰，然而定价水平超过中国大众群体的消费能力。2002 年中国城镇居民人均可支配收入仅为 7703 元，其服装消费支出每年为 416.4 元，平均下来每月服装支出 34.7 元，而优衣库的一件 T 恤为 59 元，接近月平均服装支出的两倍，远超过当时城镇居民的消费水平。对此优衣库采取调低产品质量来参

与价格竞争的策略，但降价后的价格仍然较高，没有和其他休闲装品牌如班尼路、佐丹奴拉开区分度，在市场反响较差。自 2002 年首店在上海开设以来，优衣库拓店速度缓慢，截至 2005 财年末，品牌在中国门店数仅有 8 家，营业收入 11 亿日元，净利润 2 亿日元。

重新梳理品牌定位，结合国情锁定中等收入及以上消费群体。2006 至 2019 年中国 GDP 复合增速达到 12.3%，限上服装零售额复合增长 13.1%，城镇居民人均可支配收入从 11759 元提升至 42359 元，中国经济持续快速增长，居民收入水平提高，消费能力增强。2005 年潘宁接管优衣库中国区，看到中国中等及以上收入水平消费人群的扩大趋势，对品牌进行重新定位，锁定在月收入 5000 元以上的人群，同时保留品牌基因，坚持产品质量和日本本土保持一致。同年中国香港首店选址在购物中心以接近中等收入及以上的消费群体，开设大店提升购物体验，且提供相比同价位的竞品质量更高的产品，得到了当地消费者的认可。公司吸取中国香港一号店的成功经验，在中国核心城市的商圈开设大店，迅速打开品牌知名度。2006 年于中国上海开设第一家 700 平方米的大店，此后在北京、广州、深圳、成都、重庆等大城市进行布局。

公司积极顺应中国电子商务的发展潮流。2009 年优衣库和阿里合作，在淘宝开设旗舰店，开店仅 11 天在淘宝网销量排名第一，并后续推出手机 APP，促进 O2O 线上线下一体化发展，客户可线下试衣，线上购买，提供网购订单 30 天内门店退换货服务。

在管理层调整的策略调整叠加中国的宏观经济环境影响下，优衣库在大中华区实现迅速扩张，进入快速发展期。2006 至 2019 年中国店铺数量复合增速达到 42.6%，每年同比增速超过 10%，截至 2019 年财年末，在大中华区店铺数量达到 807 家，收入/营业利润从 2005 年的 11/0.2 亿日元提升至 2019 年的 5026/890 亿日元，在中国的服装市场份额提升至 3.9%。

图31：优衣库大中华区收入及同比增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图32：优衣库大中华区营业利润及同比增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图33: 优衣库大中华区营业利润率



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 优衣库大中华区市场份额

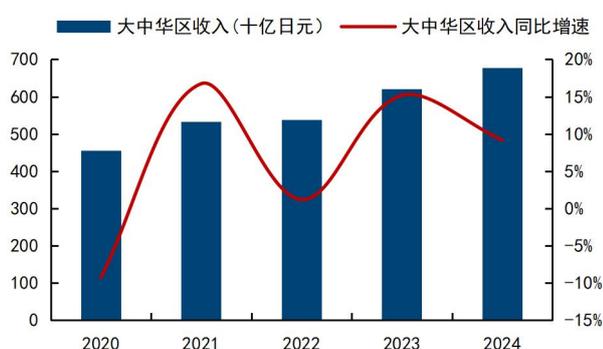


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

近年开店速度放缓, 进入品牌深化期, 经营重点从“量”转变到“质”上

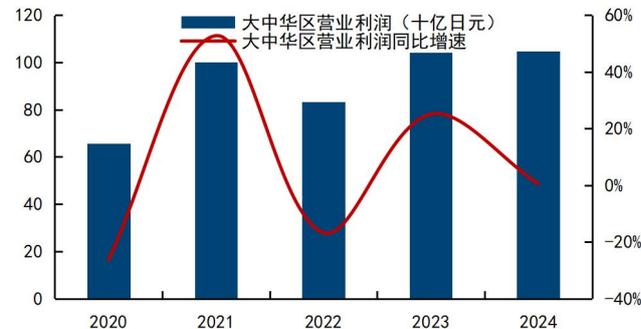
由于产品组合偏差、购物中心竞争激烈、以及优衣库“平替”的影响, 大中华区近年经营受到挑战。近年由于近年来大中华区利润出现下滑, 随着中国经济从高速增长转向中高速增长, 叠加疫情影响, 优衣库开店速度逐渐放缓, 2020至2023财年店铺数量复合增长6.0%, 在服装市场份额小幅下滑至3.6%。2020年受疫情影响, 优衣库大中华区收入同比出现负增长, 近两年得到修复, 但由于公司产品组合不能满足中国细分地区市场的差异化需求并适应不同的气候、营销活动不足, 购物中心之间的竞争日益激烈, 各购物中心吸引顾客的能力出现分化, 据管理层表示, 约有150家店铺无法吸引顾客、以及优衣库“平替”影响, 2024财年公司大中华区利润出现下滑。

图35: 优衣库大中华区收入及同比增速



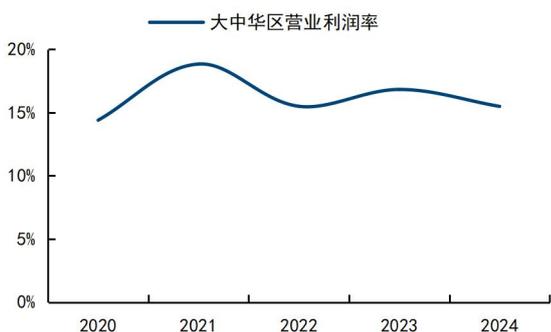
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 优衣库大中华区营业利润及同比增速



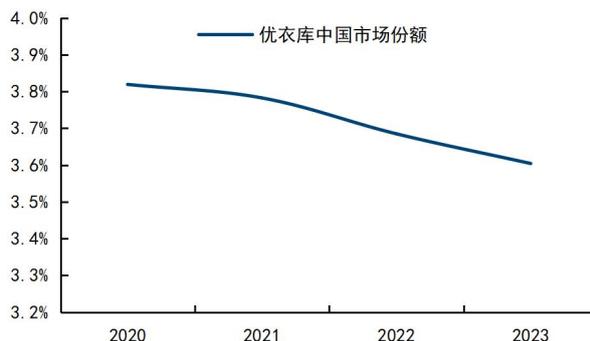
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 优衣库大中华区营业利润率



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 优衣库大中华区市场份额



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

更具备性价比的商品受到消费者追捧, 优衣库“平替”兴起。疫情后的中国消费者心态发生了显著变化, 在选择产品时更注重性价比, 在年轻消费群体中尤为突出, 出现以质量相差甚微的平价替代品替换品牌产品的“平替”消费现象。此外, 随着社交电商等新兴渠道的发展, 这些电商平台准入门槛低、资金要求不高、获客相对也更加容易, 助推了“平替”的滋生。拼多多上某些优衣库平替产品甚至低至优衣库原品价格的 1/5, 还出现了一些专门经营优衣库平替产品的店铺, 宣称和优衣库同款品质。以拼多多上某高销量优衣库平替店铺为例, 该店的产品价格基本不超过官方价格的 50%, 部分热销产品销量为天猫官方旗舰店的 25%, 个别产品的销量甚至超过天猫官方旗舰店, 关于“平替”商品的评价也大部分是“性价比高”、“实惠”这样的字眼。优衣库的消费群体本就侧重于关注产品性价比, 如果有看起来质量差不多但价格更优惠的“平替”可以选择, 可能将对优衣库的市场份额造成一定的挤兑。

图39: 优衣库平替和官方商品价格及销量对比



资料来源: 优衣库天猫官方旗舰店, 拼多多, 国信证券经济研究所整理 注: 图中价格及销量统计时间为 2024 年 11 月 25 日, 其中平替价格及销量数据采集于拼多多平台优衣库平替高销量店铺

实施“废墟与重建”门店策略，坚持开发功能性产品。面对大中华区经营出现的挑战，优衣库将重心从扩店逐渐转移到提升店效上，实施“废墟与重建”战略，在更好的位置开设新店替代低效门店；加强对中国细分地区需求的产品组合管理，根据当地天气及消费者需求反馈进行产品销售；同时，公司加快线上线下新零售一体化发展战略，并通过小红书、抖音、微信等新兴社交电商平台全渠道触达消费者。针对“平替”现象，公司将坚持和世界一流设计师和工厂合作，精心挑选材料生产具备功能性的高附加值产品，在产品价值和价格中取得平衡。

（三）优衣库欧美市场：在曲折中探索发展，近三年迈入增长新阶段

欧美市场布局早但开店阻力较大，优衣库作为少有的亚洲品牌历经数十年步入盈利正轨，近年来取得突破性进展，增长加速。优衣库在欧美市场布局较早，2001年于伦敦开设第一家海外店铺，2006年转战纽约 SOHO 街区开设全球旗舰店，此外先后在法国（2007年）、德国（2009年）、加拿大（2016年）等其他欧美国家进行布局。但由于欧美地区和亚洲的消费文化差异、面临全球时尚行业的头部品牌如 GAP、ZARA、H&M 等欧美品牌的竞争，优衣库在该市场的拓展阻力相较于大中华地区更大。早期英美两国开店积极，2001年在英国设立三年开设 50 家店铺的目标，2013年设立在美国近几年内开设 100 家店铺的目标，但由于开店成本、同业竞争较为激烈、品牌认可度不高等因素影响，英国在 2003 年决定进行店铺收缩，美国在 2014 年调整门店策略关闭低效店铺调整开店目标。此后优衣库分别在欧洲和美国陷入长期的盈利持久战。随着公司深化“Lifewear”理念构建品牌力、通过战略产品扩大消费群体、进行本地化产品组合设计和运营、通过智能化仓储等行动提高运营效率、大力发展电商，在欧洲/北美市场分别历时 13 年/16 年在 2014/2022 财年正式步入盈利正轨。疫情以来优衣库作为亚洲品牌在欧美市场完成突破，进入增长新阶段，截至 2024 财年末，优衣库在欧美地区共拥有 160 家店铺，其中美国/加拿大/英国/法国/德国分别开设 61/23/19/28/10 家店铺。

图40: 优衣库欧美市场店铺分布

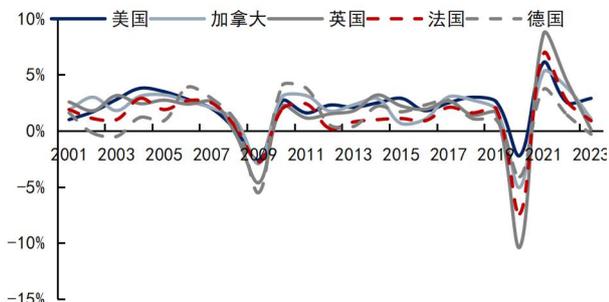


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

欧美地区经济发达程度高，服装行业增速较低。欧美地区发达国家较多，剔除疫情期间的异常波动，自优衣库 2001 年在海外开店以来，欧美国家的整体 GDP 增速相对缓慢，同比增速基本低于 4%；服装行业发展趋于成熟，2001 年至今各国家庭

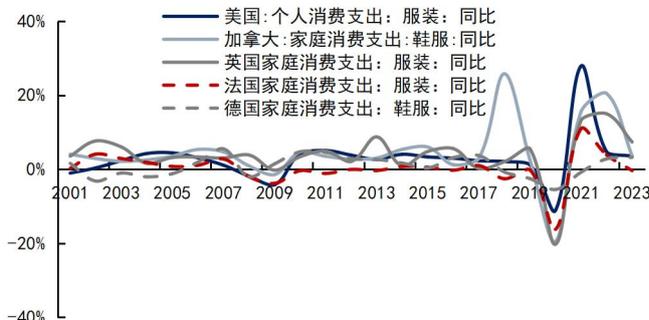
或个人鞋服消费支出同比增长基本小于 5%，整体增长态势弱于亚洲市场。由于欧美市场整体行业增长动能不足，优衣库需要通过获取更多的份额来实现增长。

图41: 欧美各国 GDP 同比增速



资料来源：各国国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图42: 欧美各国服装行业同比增速



资料来源：各国国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

早期开店积极以获取市场份额，但由于开店成本、市场竞争环境、产品认可度较低长年处于亏损状态

优衣库早期在欧洲店铺扩张但未实现盈利，只能进行战略收缩以保证利润。为了迅速打开市场获取份额并提升品牌知名度，优衣库早期布局采取积极的开店策略。2001 年在伦敦起步时对英国分公司提出 3 年里开 50 家店铺的目标，截至 2003 财年末，店铺数量达到 21 家店铺。与此同时，ZARA 母公司 Inditex 在欧洲进行迅速扩张，2002 财年末店铺数量达到 1649 家，品牌采取“高速周转和低成本”的策略提供流行的欧洲款式，在欧洲品牌基因下更适应当地的消费者需求，2003~2008 年店铺数量同比增速均超过 10%。2006 财年优衣库/Zara 母公司/GAP 在欧洲的单店营收分别为 2.9/3.2/4.7 百万美元，优衣库的单店营收最低。最初公司计划通过规模效应来迅速打开市场实现盈利，但随着开店数量变多盈利情况没有好转，英国子公司持续亏损，因此 2003 年公司转换开店策略，决定对开店规模进行缩减，关闭不盈利的低效门店，2004 财年末门店数量同比减少 15 家至 6 家，此后优衣库在欧洲的开店一直较为保守。

在美国的扩张进展和欧洲类似，前期遇到较大阻力。GAP 作为美国本土的休闲装品牌在当地发展已经较为成熟，优衣库进入北美市场的第一年（2006 年）GAP 已经在北美开设 1293 家店铺，同时期 ZARA 在该市场迅速扩张，店铺数量达到 252 家，店铺增速达到 19.4%，增加了优衣库在美国市场的拓展阻力，2006 财年优衣库/ZARA 母公司/GAP 的单店营收分别为 1.5/4.7/3.8 百万美元，优衣库的表现远低于另外两个品牌。在 2012 年以前公司在美国开店较为谨慎，直到在 2013 年公司决定在美国建立东西海岸连锁网络，2014 年设立每年开设 30 家店铺，在东西海岸各开设 100 家店铺的目标，店铺实现快速扩张，店铺数量 2013 至 2015 财年末从 7 家增加至 42 家。然而虽然门店数量增加带来收入增长，但由于开店带来的成本以及优衣库的产品没有得到市场认可，亏损扩大，同时期 ZARA 在美洲的店铺增速超过 10%，截至 2025 财年店铺数量已达到 682 家，面对同业的竞争以及亏损状况，公司不得不调整经营策略，放缓开店速度。由于不能迅速地打开市场，优衣库在欧美地区逐渐陷入持久战。

图43: 欧洲同行及优衣库店铺数量



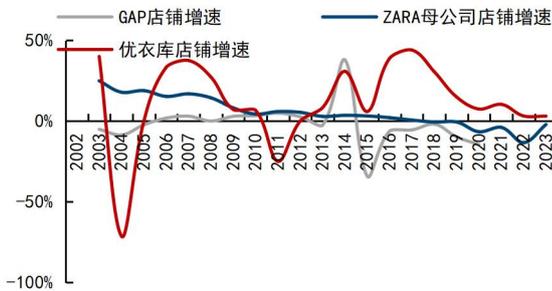
资料来源: Bloomberg, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图44: 美洲同行及优衣库店铺数量



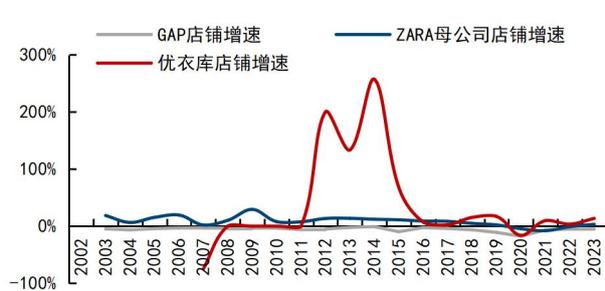
资料来源: Bloomberg, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图45: 欧洲同行及优衣库店铺增速



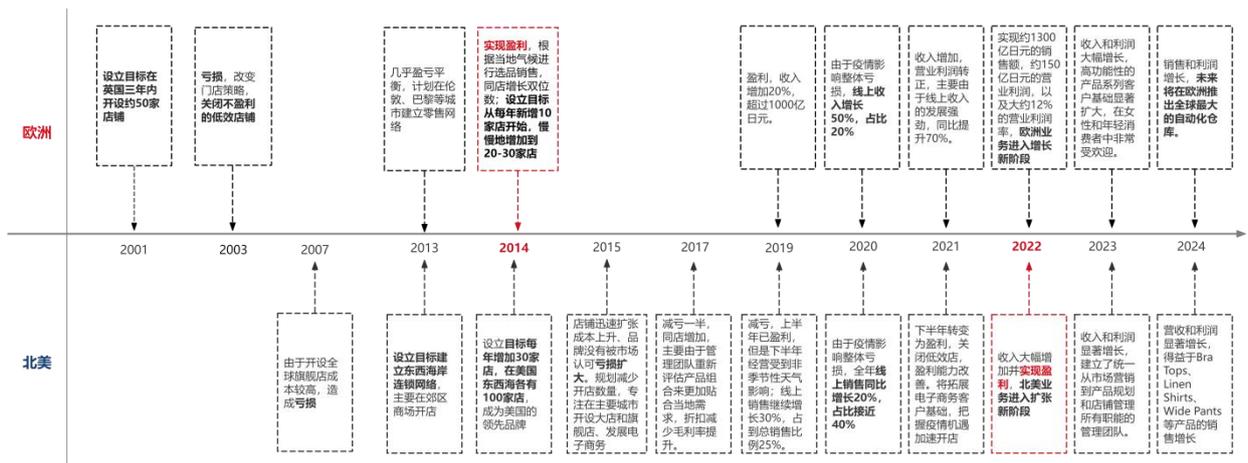
资料来源: Bloomberg, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图46: 美洲同行及优衣库店铺增速



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图47: 优衣库欧美地区的历年经营情况



资料来源: 公司历年管理层业绩说明会, 国信证券经济研究所整理

公司采取构建品牌力、改善商品规划、调整运营结构、发展电子商务等多种措施实现欧美地区的经营表现逆转。欧洲市场经十多年发展到2014财年实现盈亏平衡, 而美国直到2021年下半财年步入盈利正轨。公司主要通过以下措施完成逆转:

1) 构建品牌力提升消费者心智: 优衣库的品牌理念和许多欧美消费者对面料材

质、产品品质的消费需求相匹配。区别于 ZARA 为职业女性提供最新流行服装的品牌定位，优衣库不区分客户年龄，为消费者提供高品质且在同等品质下价格最低的产品，并在尺码选择、门店陈列、库存管理、定价、促销、物流方面深化践行其品牌定位策略。近年来优衣库在欧美地区积极践行并宣传优衣库“Lifewear”品牌理念，通过电视、报刊、网络等多种形式广告进行营销，并在英国、美国、法国、德国、西班牙、瑞典、荷兰、丹麦、意大利、卢森堡等多个欧美国家开设旗舰店以提升品牌知名度；同时公司积极参与难民救助、洪水抗灾等有利于提升品牌形象的社会公益活动，逐渐形成不以打折而是以产品价值为导向的商业模式。

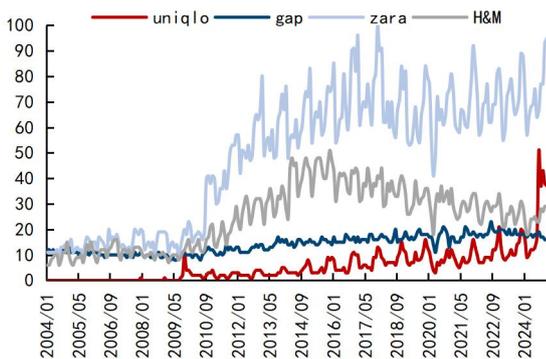
优衣库在欧美市场的品牌力构建成效显著，近年来热度稳健提升，2024 年在法国的谷歌搜索热度迅速提升，超过了 GAP 和 H&M，近两年在英国的热度也赶超了 GAP；在美国、加拿大的热度逼近 H&M，热度的提升将有机会在未来进一步转化为销量。

表3: 优衣库与 ZARA 的品牌定位和策略对比

| | 优衣库 | ZARA |
|-----------|------------------------------|------------------------------------|
| 目标客群和品牌定位 | 不区分目标客户年龄，追求客群广度，追求基本款商品的高品质 | 追求流行时尚的职业女性，追求客群深度，提高开发最新流行服装的速度 |
| 尺码 | 为适合各年龄层顾客，商品不过于紧身，实际尺寸偏大 | 为展现女性的美丽知性，传达品牌对服装的流行趋势敏感度，追求适度贴身感 |
| 门店陈列 | 按照商品种类进行陈列，方便客户找到对应商品 | 按照搭配风格展示卖场，让顾客对于服装流行趋势一目了然 |
| 库存管理 | 为避免缺货采取多库存少品种策略，尽量避免缺货 | 少库存多品种，不会为避免畅销商品缺货而补充商品 |
| 定价策略 | 同等品质以市场最低价格提供高品质服装 | 和百货商品店流行服装品质相同，定价更低 |
| 促销策略 | 投放广告吸引顾客 | 很少进行直接广告宣传，投资门店，视门店为最好的宣传途径 |
| 物流策略 | 非自营物流追求低成本 | 自营物流提高速度 |

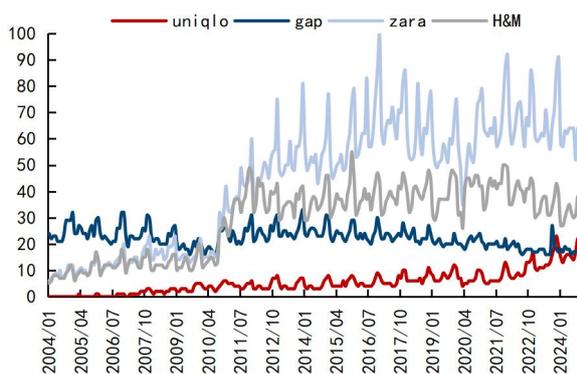
资料来源：《如此成功 如此不同：优衣库 vs ZARA》（[日] 斋藤孝浩，中国大百科全书出版社），国信证券经济研究所整理

图48: 各品牌法国谷歌搜索热度



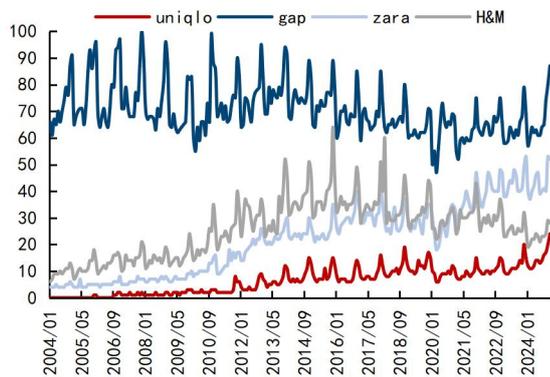
资料来源：Google Trend, 国信证券经济研究所整理

图49: 各品牌英国谷歌搜索热度



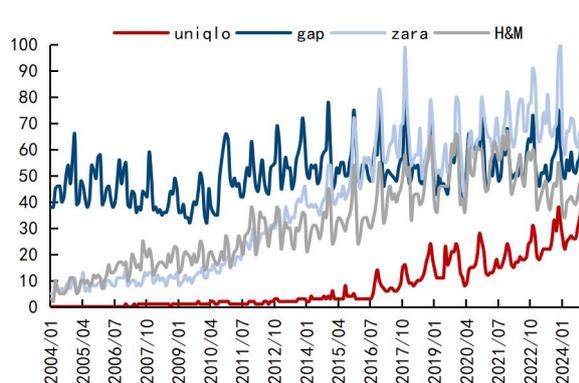
资料来源：Google Trend, 国信证券经济研究所整理

图50: 各品牌美国谷歌搜索热度



资料来源: Google Trend, 国信证券经济研究所整理

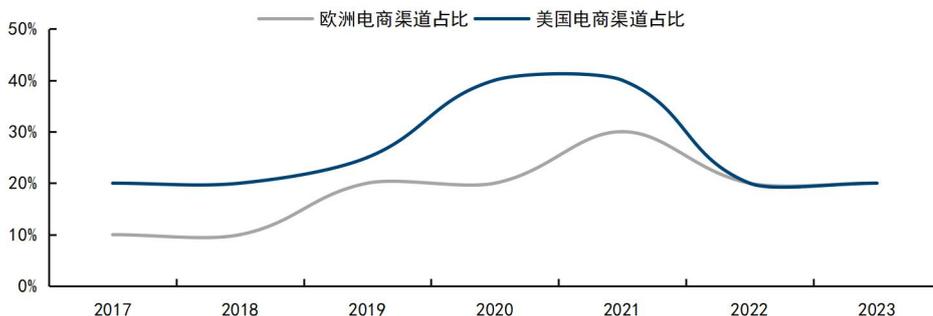
图51: 各品牌加拿大谷歌搜索热度



资料来源: Google Trend, 国信证券经济研究所整理

2) 发展电子商务:公司在疫情期间抓住机遇在欧美地区积极拓展线上渠道, 电子商务收入快速增长, 优衣库 APP 用户数量快速增加, 并在 2021 财年在北美和欧洲占整体收入比例分别达到接近 40% 和 30%, 电商渠道作为获客渠道增加了新客数量, 反哺线下门店, 增加优衣库知名度, 助推了实体店的销售。

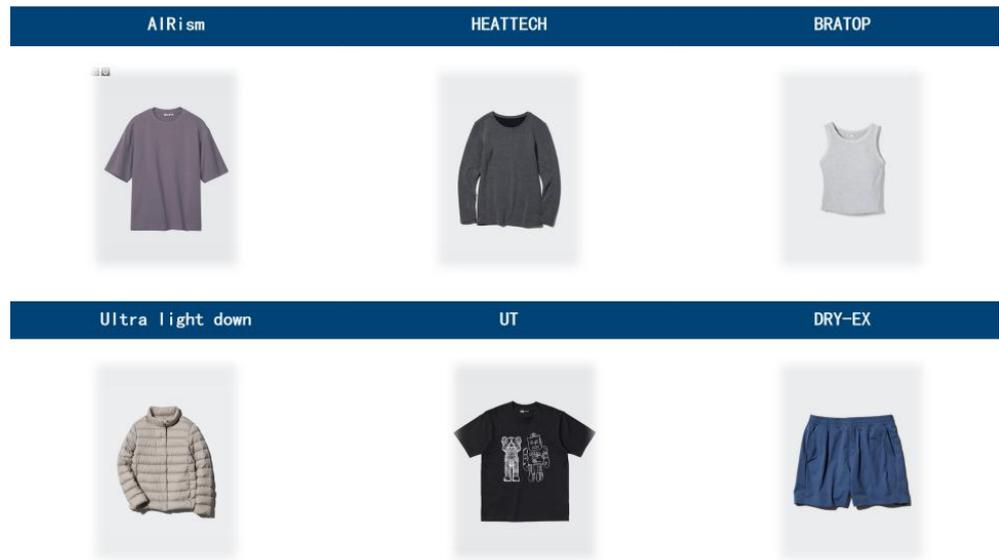
图52: 优衣库欧美地区电商渠道占收入比例



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3) 推广全球核心战略产品吸引消费者:2018 财年公司确立 HEATTECH、AIRism、Ultra light down、无痕内衣、UT、Dry-EX、BRATOP 等全球战略性产品, 作为拓展优衣库国际业务的支柱产品, 提升全球影响力。公司根据够欧美当地消费者反馈意见、审美、以及天气变化, 推广核心战略产品吸引消费者, 其中 HEATTECH、BRATOP、AIRism 等功能性产品在欧美消费者中的认可度逐渐提升, 销量增加。

图53: 优衣库的全球战略产品

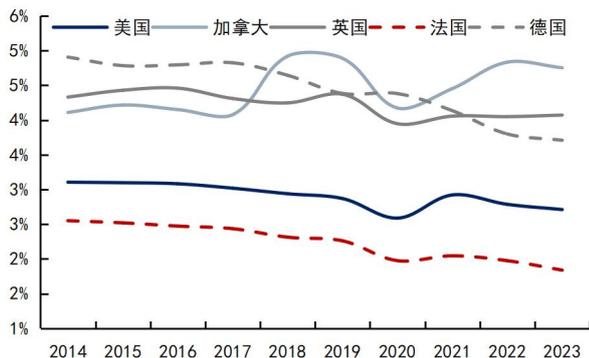


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

4) 加快数字化转型, 供应链效率提升。2017 年开始优衣库通过“Ariake”计划进行数字化转型, 清晰可视化每个产品、颜色、尺码的销售情况, 反映每个市场和商店的所有信息, 以便公司根据市场情况及时做出调整; 同时和 Google、埃森哲咨询进行合作, 利用人工智能和模型洞察市场动态信息预测需求, 使得生产能够快速跟进市场需求; 公司推进仓储自动化, 采用 RFID 技术, 给产品再生产时就带上标签以全程追踪动态去向, 便于进行库存管理。实施加强订货和销售周期管理, 通过空运额外订购畅销商品缩短交期。通过在欧美市场加快数字化进程、有效管理库存, 运营效率得到提升, 改善了盈利情况。公司在供应链方面仍在持续投入, 未来计划在欧洲推出全球最大的自动化仓库, 并优化整个欧洲大陆的仓储, 目标稳定支持每年 20% 以上的增长。

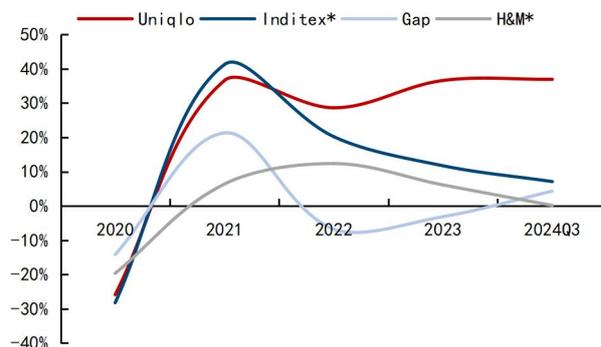
疫情以来欧美市场服装消费出现降级趋势, 优衣库在曲折中探索欧美地区的发展道路, 逐渐实现盈利平衡, 并在 2022 财年步入增长新阶段。疫情以来, 欧美消费者的服装消费占整体消费比例下降, 在美国/加拿大/英国/法国/德国的服装消费占比从 2019 年的 2.9%/4.9%/4.4%/2.3%/4.4% 下降至 2023 年的 2.7%/4.8%/4.1%/1.8%/3.7%, 消费者更加重视产品的实用性和价格。相比 Zara、H&M 等品牌, 优衣库拥有更好的质量和裁剪, 性价比更高, 同时曾经产品畅销全美的 GAP 由于后期过多进驻乡镇等低线市场失去了年轻消费群体, 优衣库通过品牌力构建、电商发展、加速开店趁机实现较快拓张, 在 2023 年及 2024 年营收仍保持高增长, 增速均高于 35%, 高于其他同业品牌, 2024 财年欧美市场占品牌整体的收入比例提升至 18.7%。营业利润率改善并接近优衣库整体品牌利润率至 16.4%。2022 财年公司确立中期战略计划, 目标在 2027 财年美国/欧洲收入分别提升至 3000/5000 亿日元, 营业利润率提升至 20%/20%。

图54: 欧美各国服装消费占整体消费比例



资料来源: 各国国家统计局, Wind, 国信证券经济研究所整理

图55: 近年各品牌欧美市场收入增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 以日历年统计, Inditex 2024Q3、H&M 2022 年及以前增速为全球市场增速

图56: 欧洲及北美地区店铺数量和同比增速



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图57: 欧洲及北美地区收入和同比增速



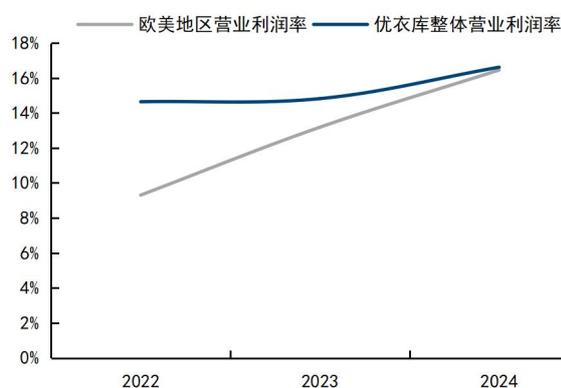
资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图58: 欧美地区占优衣库整体收入比例



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图59: 欧洲及北美地区营业利润率和整体对比

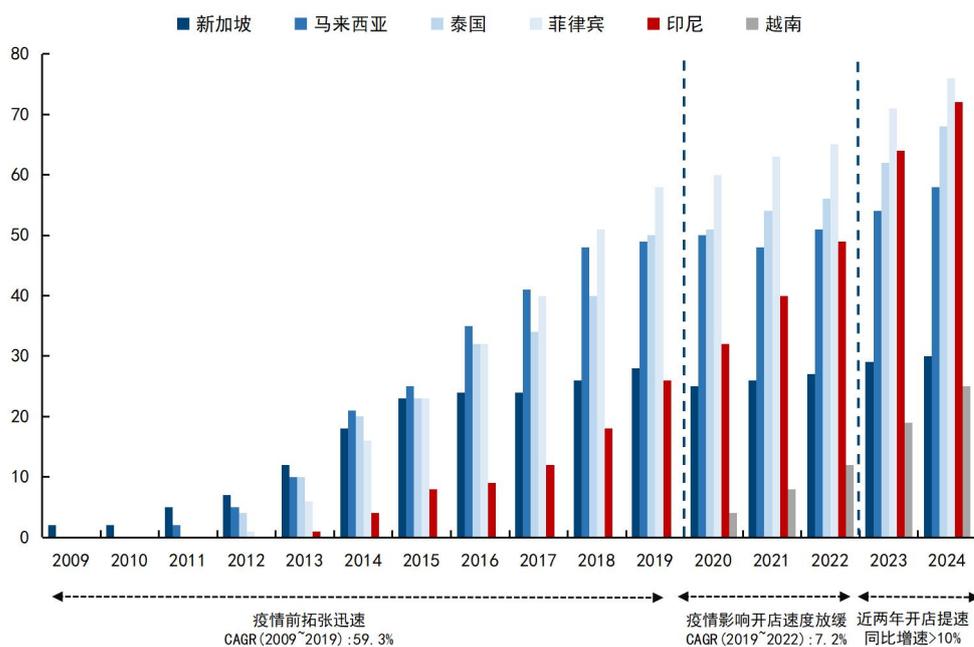


资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

（四）优衣库东南亚市场：因地制宜进行商品规划，积极开店占领先发优势

布局亚洲其他国家和大洋洲，在东南亚积极开店占领先发优势。优衣库致力于成为世界第一服装品牌，除了欧美和中国市场，也积极拓展亚洲其他地区及大洋洲市场，在韩国、澳大利亚、印度以及东南亚国家进行布局。和早期中国市场情况类似，东南亚地区作为新兴市场渗透率低，整体发展潜力大，行业竞争相对没有欧美市场激烈，随着制造业发展当地中等收入群体逐渐扩大；同时由于旅游业发展除当地消费者还有外国游客，增加了客群基础，拓店进展相对更为顺利。公司于2009年从新加坡开始布局东南亚地区，先后在马来西亚（2010年）、泰国（2011年）、菲律宾（2012年）、印度尼西亚（2013年）、越南（2019年）开设首店，虽然菲律宾、印尼开店相对较晚，但开店节奏快于新加坡、马来西亚，越南起步最晚但发展速度较快，自开设以来店铺增速均超过30%。自布局以来拓店较快，2009~2019年店铺复合增速为59.3%，疫情期间旅游业受到冲击，外国游客减少，公司调整开店策略，2020~2022拓店速度放缓至7.2%。2023财年疫情影响逐渐消除，旅游业逐渐恢复，同时公司积极在菲律宾、泰国等国家开设销售表现强劲的街边店，开店增长提速，近两年同比增速超过10%，截至2024财年末，东南亚店铺总数达到329家，其中新加坡/马来西亚/泰国/菲律宾/印尼/越南店铺数分别为30/58/68/76/72/25家。

图60: 优衣库东南亚地区各国店铺数量变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图61: 优衣库亚洲其他国家及大洋洲市场店铺分布

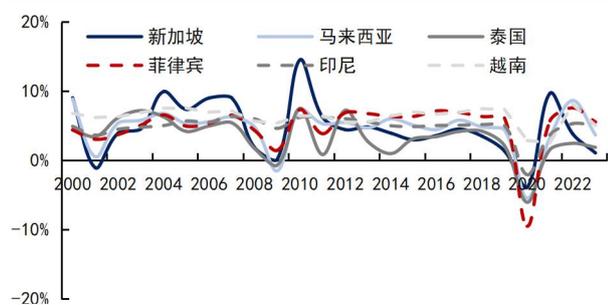


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

优衣库能够在东南亚市场实现快速发展并保持较高盈利水平, 主要受益于有利的外部市场环境、以及优衣库自身在东南亚的准确的品牌定位和商品规划策略。

1) 东南亚近年经济景气度高, 服装行业增速高, 行业集中度相对较低, 发展潜力大。自优衣库 2009 年布局东南亚市场以来, 随着中国人口红利逐渐减少, 很多制造企业将工厂迁至东南亚, 推动当地经济发展, 东南亚国家尤其是菲律宾、印尼和越南 GDP 保持高速增长, 剔除疫情波动每年同比增速基本保持在 5% 以上。各国家庭或个人鞋服消费支出除疫情以外其余年份基本实现同比增长, 其中新加坡、印尼的增速相对较高, 基本维持在 5% 以上; 疫情影响基本结束后新加坡和印尼鞋服消费支出反弹, 2023 年分别同比+7.1%/5.7%。此外, 东南亚除新加坡外的国家行业集中度相对欧美及日本行业集中度较低, 优衣库在东南亚地区的发展潜力巨大。

图62: 东南亚各国 GDP 同比增速



资料来源: 各国国家统计局, Wind, 国信证券经济研究所整理

图63: 东南亚各国服装行业同比增速



资料来源: 各国国家统计局, Wind, 国信证券经济研究所整理

2) 定位中等及以上收入群体, 积极构建品牌力, 定价相对较高保证利润。随着东南亚经济快速发展, 中等收入群体逐渐扩大, 优衣库认为东南亚地区和中国具

有相似的潜力，在东南亚发展借鉴中国市场的打法。区别于在日本本土市场以低价吸引消费者的策略，公司在东南亚定价在中等及以上收入群体，积极构建品牌力。公司通过杂志、门店、以及社交平台积极宣传 Lifewear 理念，提高品牌的认可度，据公司调查统计，优衣库的 AIRism 系列在新加坡的认可度已经超过日本本土市场。在疫情期间在新加坡捐献口罩、在马来西亚参与抗洪活动、在泰国赞助红十字会活动，提升品牌国民好感度，获得消费者信任。此外，公司积极扩大消费者基础，由于东南亚的年轻人人口比例占比很高，公司在社交平台运营重视和年轻人产生共鸣，增加品牌在年轻群体的认可度。通过在东南亚市场准确的品牌定位、构建品牌力，优衣库在东南亚各国的折扣较少，定价相比于日本本土的价格更高，有助于保证在该地区运营的利润。

图64: 优衣库各国同款价格对比

| 产品名称 | 货号 | 日本 | 中国 | 新加坡 | 马来西亚 | 泰国 | 菲律宾 | 印尼 | 越南 |
|-------------------|--------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|
| 无缝羽绒连帽外套 | 469896 | 527 | 799 | 918 | 810 | 732 | 866 | 772 | 843 |
| 摇粒绒拉链茄克夹克 | 469955 | 145 | 149 | 162 | 211 | 208 | 246 | 182 | 140 |
| HEATTECH摇粒绒两翻领套头衫 | 470142 | 62 | 79 | 162 | 130 | 124 | 123 | 68 | 112 |
| 纯色纯棉休闲上衣打底 | 469940 | 62 | 79 | 80 | 130 | 82 | 73 | 91 | 112 |
| AIRism宽松圆领T恤 | 475355 | 96 | 99 | 80 | 97 | 103 | 98 | 91 | 112 |
| AIRism防紫外线网眼开衫 | 465748 | 145 | 199 | 216 | 211 | 166 | 184 | 182 | 196 |
| DRY-EX速干T恤短袖 | 465191 | 96 | 99 | 80 | 48 | 124 | 73 | 114 | 84 |
| DRY-EX速干高弹力窄口九分裤 | 465491 | 145 | 199 | 162 | 211 | 208 | 123 | 182 | 196 |
| AIRism无钢圈文胸 | 469665 | 111 | 99 | 162 | 130 | 124 | 160 | 137 | 140 |
| 挎包/百搭斜挎包饺子包 | 464484 | 73 | 99 | 108 | 97 | 124 | 98 | 68 | 56 |
| AIRism无痕内裤 | 464361 | 29 | 29 | 53 | 40 | 40 | 48 | 36 | 28 |

资料来源：优衣库各国官网，国信证券经济研究所整理

3) 理解东南亚各国家多样化需求，因地制宜进行商品规划。东南亚经济和服装行业蕴育着巨大的机会，但由于各国间政治、文化、宗教等各方面差异较大，优衣库需要在正确理解这些国家的消费市场需求基础上进行拓展。优衣库根据当地天气规划商品，由于东南亚大部分国家位于热带地区，冬季月份优衣库扩大夏季商品比例，如T恤、UT、Polo衫，适合夏季穿着的Airism系列在东南亚地区畅销，作为更纤细的超细涤纶纤维面料，具备温度调节、凉爽触感、吸湿快干、抗菌防臭等多种特性，非常适合在东南亚的湿热天气穿着。此外，优衣库结合当地文化因地制宜开发适合当地文化的产品，比如为马来西亚和印尼女性开发头巾。同时，利用东南亚地区作为纺织业制造基地的地理优势，优衣库战略性增加本地制造商品比例以降低销售成本，缩短交货时间。

图65: 优衣库为马来西亚和印尼女性开发的头巾产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

东南亚市场拓张迅速，在各国市场份额居前，占优衣库整体收入比例提升。东南亚市场自开拓以来基本处于盈利状态，2017财年东南亚及澳洲地区进入增长新阶

段，营业收入突破 1000 亿日元，营业利润突破 140 亿元。2017 财年优衣库也成为新加坡和马来西亚销售份额和品牌知名度排名第一的品牌。除 2020-2022 年疫情影响下开店放缓，东南亚地区店铺增速均在 10% 以上，东南亚、印度和大洋洲市场收入同比增速超过 20%。2023 财年占品牌整体收入提升至 15%，由于优衣库在东南亚的定价相较于日本本土市场更高，同时东南亚市场靠近产地节省了物流成本、劳动力价格相对更加便宜，东南亚的营业利润率高于优衣库整体水平，达到 17.1%。

图 66: 东南亚地区店铺数量和同比增速



资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 67: 东南亚、印度及大洋洲收入和同比增速



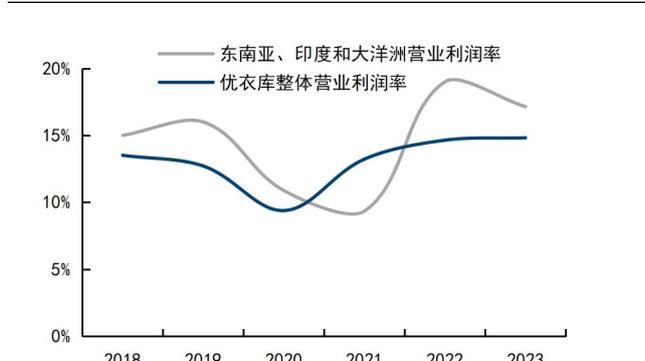
资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 68: 东南亚、印度及大洋洲收入占优衣库整体收入比例



资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 69: 东南亚、印度及大洋洲和优衣库整体营业利润率对比



资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

优衣库发展经验借鉴总结：找准品牌定位，挖掘市场增量，逆境亦蕴育机会

1、经济高速增长阶段结束，消费者对服装消费比例支出下降，品牌如何化逆境为机遇？

优衣库在日本本土市场的崛起正值日本自 1990 年以来经济泡沫破裂后通货紧缩，进入持续的经济低迷期，也被称为“失去的三十年”，消费者对于服装的需求趋于疲软，服装消费占比持续下降。面对恶劣的外部市场环境，优衣库品牌化逆境

为机遇实现快速增长，从 1990 年 52 亿日元增长至 2024 财年的 2.6 万亿日元，翻了约 500 倍，**品牌在逆境中的成长经验归纳为以下几点：**

1) 产品定价策略顺应通货紧缩趋势，通过供应链出海、确立 SPA 经营模式降低费用和成本。消费降级下具有性价比的产品更容易获得消费者青睐。优衣库抓住了日本消费降级的趋势，售卖低价摇粒绒衫，1900 日元的摇粒绒衫远低于其他同类产品，吸引消费者前往购买。并且通过海外工厂进行合作降低成本，确立 SPA 经营模式提升经营效率，能够迅速对市场需求进行反映，形成独特的竞争优势。

2) 爆品策略，通过打造聚焦点吸引消费者。爆品往往区别于市场其他同类产品，在品质或者价格上具有明显优势，能够快速吸引消费者的注意，在短时间内实现销量快速增长。优衣库能够实现收入快速翻倍，和爆品的贡献密不可分，1998~2001 年优衣库快速发展期主要凭借价格远低于市场平均价的摇粒绒衫成功俘获消费者，1900 日元的广告宣传非常吸引眼球，直观让消费者感受到优衣库的产品价格之优惠。后续的 HEATTECH 发热内衣作为另一大爆品则以其能够“自发热”的功能引起热烈的市场反响。

3) 注重产品质量和研发，开发功能性产品。产品的低价并不意味着牺牲质量，优衣库能够持续不断地发展，和其能够在低价基础上保证产品质量密不可分。研发上公司通过和合成纤维生产制造商东丽公司进行合作，开发功能性产品，带给消费者更多新颖、舒适的穿着体验。公司虽不直接拥有工厂，但委派日本成熟技工到海外合作工厂进行技术指导，并成立生产办公室监督生产保障了质量。

4) 把握出海机会，寻找市场增量。当本土市场已充分渗透主要依托存量竞争时，品牌出海也是获得第二次成长的机会，还能够分散公司的经营风险，不过分依赖于单一市场表现。优衣库在日本本土市场成为第一大服装品牌后并没有停止前进的步伐，将目光瞄准全球，成功地抓住了中国中等收入群体扩大的时代红利，目前中国市场已成为日本本土市场以外的第二大市场。此外，公司具备战略眼光，早在 2009 年就布局其他品牌渗透率较低的东南亚，把握住了先发优势，实现快速增长，作为亚洲品牌近年在欧美市场也完成了突破性进展。

当今中国经济增长速度放缓，面对相对疲软的消费环境，优衣库在日本本土的逆势快速发展具有一定参考意义。**具有成本优势和价格竞争力、有良好研发能力以及出海潜力的品牌将有机会实现逆势增长。**

2、性价比品牌如何兼顾定价、质量和利润率优势？

性价比品牌要想在保证产品价格和质量具有竞争力的同时保障利润，则需要找到质量和价格之间平衡点，**找准品牌定位决定合适定价、优化供应链降低成本、提高生产和市场需求的匹配度以提升销量来保障利润。**

$$\text{利润} = (\text{售价 (1)} - \text{成本 (2)}) \times \text{销量 (3)}$$

1) 找准品牌定位，“性价比”也分群体。“性价比”产品并不是一味低价，而是在所定位的消费群体中，是价格相对较低又兼具品质的优中之选。在日本，优衣库定位大众服饰，产品价格和本土其他产品相比价格更优、质量又有保障，能够成功吸引一批对于价格相对敏感、同时也对产品有质量要求的消费者。而在品牌进驻中国初期，中国整体消费水平较低，若仍坚持低价策略定位大众群体，将面临牺牲产品质量卷入价格战的风险。为保障利润，优衣库梳理在中国市场的定位，将品牌定位提升至中等及以上收入群体，主要在购物中心开店，成为中等及以上收入群体的性价比之选，消费者以优惠的价格也能穿上设计师品牌质量的衣服。

2) **供应链出海降低成本，提高产品利润率，外派技术人员进行指导保障质量。** 性价比品牌需要尽可能地在保证质量的情况下降低成本以获取利润，顺应供应链转移趋势，在东南亚地区或印度等国家拥有生产基地或有合作工厂的品牌将具备成本优势。优衣库通过供应链出海降低成本。日本本土虽然经济衰退、通货紧缩，但与此同时日元兑人民币汇率上涨，日元升值有利于在日本市场赚取日元的优衣库去到中国进行投资。优衣库于 1999 年开始和中国工厂合作，利用当时中国的人口红利降低了优衣库的产品成本。近年纺织制造产业链向东南亚地区以及印度等国家转移，优衣库也在东南亚布局了生产办公室。为保障产品质量，优衣库实施“匠”计划，外派日本成熟技工到生产基地进行技术指导。

3) **生产反映服装市场信息，提高和需求匹配度提升销量。** 性价比品牌需要能够尽可能地把握和预测市场，生产出市场需要的产品，以提升销量、减少生产浪费、减少折扣、降低仓储成本，从而提升整体利润。优衣库持续优化供应链，确立 SPA 经营模式，将商品策划、制造、零售整合起来，能够快速对市场做出反应，将客户的意见和要求反馈给商品，提高生产和市场需求的匹配度。2017 年通过“Ar iake”计划推动数字化改革，清晰可视化每个产品、颜色、尺码的销售情况，反映每个市场和商店的所有信息，以便公司根据市场情况及时做出调整；同时和 Google、埃森哲咨询进行合作，利用人工智能和模型洞察市场动态信息预测需求，使得生产能够快速跟进市场需求。

3、优衣库和其他国际、中国头部服饰品牌的单店模型有何区别？

1) **经营模式上**，国际品牌基本采取 SPA 经营模式，能够将顾客和供应商连接，以满足消费者需求，实现对市场的快速反映，优衣库强调基本款和销售预测，进行单一产品大量生产，保障尺码齐全；ZARA 强调快速周转，采取少库存多品种策略，不会因为畅销款缺货而补货；gap 作为传统 SPA 模式代表，根据市场需求进行生产调整，相对周转更慢。国内品牌安踏进行 DTC 渠道改革、海澜之家也采取类直营模式，以提供给消费者一致的购物体验，能够更好地进行库存管理、提高市场响应速度。

2) **单店面积上**，优衣库的单店面积相较于其他品牌最大，以迅销集团口径计算有 959 平方米；国际品牌店铺相比国内头部服饰店铺单店平均面积更大。

3) **单店店效、坪效及租售比上**，优衣库的单店店效和坪效表现亮眼，分别为 33.1 百万元和 4.1 万元，仅次于 ZARA；租售比较低，为 10.0%，反映公司较好的议租能力和销售效率。国际品牌的店效、坪效表现好于国内品牌，且租售比相对更低。

4) **价格上**，优衣库价格带为 39~1299 元，品牌均价为 158 元，相较其他品牌较低。

5) **库存管理上**，相较于其他品牌，优衣库提供高性价比基本款休闲装，因此 SKU 数量相对更少，采取多库存少品种的策略。

表4: 优衣库和其他国际、中国头部服饰品牌的单店模型对比

| | 优衣库 | ZARA | GAP | 安踏 | 海澜之家 | 森马 |
|--------------------|------------------------|--------------------------|----------------|----------------------------------|--------------------------|-------------------------|
| 品牌定位 | 高性价比休闲服饰 | 买得起的高端时尚 | 高性价比休闲装 | 高性价比大众专业运动品牌 | 高性价比男装 | 大众生活方式品牌 |
| 目标客群 | 不区分年龄性别和年龄 | 追求流行时尚的职 业女性 | 不区分目标年龄和 性别 | 大众市场 | 25~45 岁的中低收入男性群体 | 从年轻群体转型到 中国大众家庭 |
| 产品类型 | 高品质高功能的基本款休闲装 | 流行时装 | 休闲时装 | 运动服饰 | 男装 | 休闲装 |
| 库存管理 | SKU 每年 1000 左右, 多库存少品种 | SKU 每年 8000+, 少 库存多品种 | 少品类多库存 | 推动数字化库存管理 | 海澜优选每年上新 3600-4200SKU | 5000, 近期控制 SKU, 减少款式 |
| 门店陈列 | 按照商品种类进行 产列 | 按照搭配风格展示 卖场 | 按产品种类进行陈 列 | 按照产品功能进行 分区、如跑步、篮 球、综训、户外等 | 按照衬衣、裤子等 产品种类进行分类 | 按主题和场景陈列 |
| 单店面积(平方米) | 959 | 801 | 799 | 210 | 170 | 185 |
| 单店店效(百万元/年) | 33.1 | 36.0 | 18.5 | 3.1 | 3.1 | 1.4 |
| 坪效(万元/年) | 4.1 | 6.0 | 2.3 | 1.5 | 1.8 | 0.8 |
| 租售比 | 10.0% | 9.9% | 13.5% | 21.8% | 23.1% | 23.9% |
| 毛利率 | 53.9% | 57.8% | 38.8% | 54.9% | 65.7% | 67.6% |
| 净利率 | 12.7% | 14.9% | 3.4% | 18.1% | 13.7% | 8.0% |
| 价格带(元) | 39~1299 | 55~1299 | 30~1899 | 51~1679 | 27~980 | 29~1249 |
| 品牌均价(元) | 158 | 361 | 224 | 217 | 152 | 169 |

资料来源: 公司公告, 公司官网, 《如此成功 如此不同: 优衣库 vs ZARA》(〔日〕斋藤孝浩, 中国大百科全书出版社), 公开新闻, 第三方平台数据, 国信证券经济研究所整理 注: 图中除安踏以外其余品牌单店数据为集团口径

4、优衣库经历多年在中国市场的份额上升, 近几年丢失份额的原因是什么?

1) **优衣库平替兴起对品牌市场份额造成一定挤兑。**疫情以来中国消费环境整体相对疲软, 消费者在选择产品时更注重产品的性价比, 出现了以质量相差甚微的平价产品代替品牌产品的“平替”现象。优衣库作为性价比品牌, 消费群体整体相对价格比较敏感, 如果有质量差距不大, 但优惠力度大的平替可以选择, 可能会对优衣库的市场份额造成一定挤兑。拼多多上出现的某些优衣库平替产品甚至低至优衣库产品价格的 1/5, 还出现了一些专门经营优衣库平替产品的店铺, 宣称和优衣库同款品质, 部分产品的销量甚至超过天猫官方旗舰店。随着社交电商等新兴渠道的发展, 这些电商平台准入门槛低、资金要求不高、获客相对也更加容易, 助推了“平替”的发展。

2) **部分购物中心店铺失去吸引力。**优衣库在中国开设大量的购物中心店, 但近年其他品牌加速在购物中心的布局, 购物中心之间的竞争也日趋激烈, 各购物中心吸引顾客的能力出现分化, 约有 150 家店铺无法充分吸引客户。

5、亚洲品牌在欧美成熟市场发展如何打败本土品牌实现弯道超车?

欧美市场服装行业相对发展更成熟, 市场竞争更为激烈, 在租金、劳动力方面的成本相对更高, 亚洲新品牌进入难度相对较大, 但是一旦品牌能够在该市场形成突破, 市场发展前景将非常可观。为实现弯道超车, **品牌采取构建品牌力重视产品性价比、发展电商渠道、因地制宜进行商品规划来进行。**

1) **构建品牌力, 利用产品质量和价格优势获得消费者认可。**欧美市场疫情以来出现消费降级的趋势, 消费者在选择产品时相对重视产品的质量以及价格, 品质好、具备宣传能力、且有价格优势的品牌能够引起消费者共鸣, 将有机会实现弯道超车。优衣库强调面料的功能性, 推广有发热内衣的 HEATTECH、轻薄保暖的

Ultra light down 羽绒服，舒适耐穿的核心战略产品吸引了欧美消费者前往购买。

2) 发展电商渠道，线上向线下引流。由于欧美市场的劳动力、租金成本相对较高，线下门店的拓张过快可能会对经营带来较高风险。为节省品牌打开市场的成本、提高品牌的曝光度和知名度，品牌可丰富销售渠道，大力发展成本相对更低的电商渠道，通过社交平台和电商平台进行宣传。通过电商渠道来带动线下渠道的发展。同时线上销售数据也可为线下开店选址有指导作用，能够降低误判需求选址失败带来的亏损风险。

6、品牌在新兴市场如何实现快速增长并实现更高的利润率水平？

品牌在东南亚地区、印度这些新兴市场可以通过**尽早布局、找准品牌定位、优化成本、因地制宜进行商品规划**以实现快速增长。

1) 尽早布局，获得先发优势。在东南亚地区、印度这些新兴市场，服装行业集中度较低，头部品牌的渗透率较低，新进入的品牌将获得先发优势，能够更容易地获取市场份额，实现快速增长。

2) 适度提高品牌定位。新兴市场的消费水平相对欧美等发达地区较低，但品牌并不意味着一定追求低价，否则容易卷入低效价格战当中。优衣库在东南亚采取和中国类似的打法，定位中等及以上收入群体，提高品牌定位，同类产品定价高于日本本土市场，以在新兴市场获得不低于本土市场的利润水平。

3) 销售在当地或附近地区生产的产品，优化成本。新兴市场的劳动力价格较低、部分国家像越南、印尼、柬埔寨、印度的纺织业发展迅速。品牌可以通过在“销地产”或者在邻近国家进行采买来供应新兴市场。优衣库在东南亚地区的利润率较高，其战略性地增加本地制造商品比例降低销售成本地举措也做出了贡献。

4) 因地制宜进行商品规划。海外品牌在进入新兴市场时，应注意结合当地天气、文化、审美、以及尺码需求因地制宜进行商品规划，以更好的匹配消费者需求。优衣库在东南亚冬季月份扩大夏季产品的销售比例、推广更适合夏季穿着的 Airism、Dry-EX 系列，并根据当地宗教文化为马来西亚和印尼女性设计头巾，这些措施以消费者视角出发规划产品，能够帮助品牌更好融入本地市场的销售环境。

风险提示

1、宏观经济大幅下行

若宏观经济压力过大，服装相关消费也将受到负面影响，对纺织服装行业多数品牌经营将产生不利影响。

2、国际政治风险

由于纺织服装行业存在产业链跨国合作的情况，当国际政治出现明显冲突将对相关企业的经营带来负面影响。

3、原材料成本大幅上涨

主要纺织纤维和鞋材原料等商品价格如出现大幅上涨将导致产业链成本高企，价格传导后也将影响终端需求情况，拖累行业盈利水平。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所提及的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