

之家 (600398.SH)

受益理性消费，看好电商业务高增长

核心观点：

- **公司是以国民品牌 之家为主的多品牌服饰生活零售集团。**公司拥有 之家、 团购(圣凯诺)、 优选、OVV、黑鲸、英氏等品牌，覆盖男/女/童/职业装、家居用品等品类。据公司财报，2010-2022 年公司营收累计增长 727.18%，归母净利润累计增长 370.52%。
- **公司定位大众高性价比，有望受益理性消费。**收入增速预期不稳定环境下，居民消费心理趋于谨慎，更加注重性价比；借鉴日本经济萧条期崛起的最大亚洲服装品牌优衣库发展经验，主打高性价比的大众服装家纺品牌有望胜出；公司主品牌 之家定位大众，具有高性价比、品类丰富、注重产品质量和功能性等特点，且品牌知名度较高，有望受益居民理性消费。
- **看好公司电商业务未来高增长。**据公司财报，公司 20-22 年线上收入 CAGR 为 18.1%；展望未来，据公司官网，22 年底品牌 20 周年发布会上公司提出“百亿电商(GMV)”战略(据久谦/蝉妈妈，23 年为 54 亿元)；22 年公司线上营收占比 15.95%，对比同行仍有 10pct-20pct 的提升空间；公司内衣、家纺等品类部分线上店铺为授权经营，据久谦，22-23 年实现高增长，市占率平台占比均低于 0.5%，具备提升潜力。
- **线下业务稳步提升门店质量，团购业务受益集采政策、扩充产能，携手其他品牌助力公司稳健增长。**据公司官网，22 年 11 月品牌 20 周年发布会上发布新千店计划，聚焦开店质量，23Q1-3 直营/加盟店效分别提升 21.3%/31.3%；公司职业装团购业务起步早、规模大、扩产能，有望受益集采政策；其他品牌也有望助力公司未来稳健增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计 23-25 年每股收益分别为 0.69 元、0.82 元、0.96 元，参考可比公司估值，给予公司 24 年 12 倍 PE，合理价值 9.79 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**渠道管理风险、新品牌培育风险、极端气候风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	20188	18562	21285	25081	28989
增长率（%）	12.4%	-8.1%	14.7%	17.8%	15.6%
EBITDA（百万元）	5062	4651	5531	6589	7613
归母净利润（百万元）	2491	2155	3012	3575	4210
增长率（%）	39.6%	-13.5%	39.7%	18.7%	17.8%
每股收益（元）	0.58	0.50	0.69	0.82	0.96
市盈率（P/E）	11.11	10.62	11.57	9.74	8.27
ROE（%）	16.6%	14.8%	19.8%	22.7%	25.7%
EV/EBITDA	3.59	2.97	4.08	3.15	2.51

数据：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

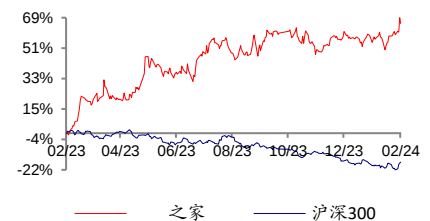
公司评级

当前价格	7.95 元
合理价值	9.79 元
前次评级	买入
报告日期	2024-02-15

基本数据

总股本/流通股本（亿股）	43.81/43.81
总市值/流通市值（亿元）	348.29/348.29
一年内最高/最低（元）	8.12/5.26
30 日日均成交量/成交额（亿）	0.26/1.97
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	11.19/13.73

相对市场表现



目录索引

一、公司是以国民品牌 之家为主的多品牌服饰生活零售集团	5
(一) 公司简介	5
(二) 公司旗下品牌概览	5
(三) 公司品牌经营模式	8
二、公司定位大众高性价比，有望受益理性消费	10
(一) 借鉴日本经验，主打高性价比的大众服装家纺品牌有望胜出	10
(二) 之家品牌定位大众高性价比，有望受益理性消费	14
三、看好公司电商业务未来高增长	16
(一) 公司电商业务和同行比较，具备较大提升潜力	16
(二) 线上授权业务高增长，市占率具备提升空间	19
(三) 国内授权市场空间广阔，业务模式有“轻资产、高毛利、快周转”特点	20
四、线下业务：稳步提升门店质量、精细化门店管理	22
五、团购业务：受益集采政策，扩充产能提高市占率	24
六、其他品牌：有望成为新的增长点	27
(一) 女装：OVV 品牌	27
(二) 运动：HEAD 品牌和合资公司斯搏兹	28
(三) 童装：英氏品牌	30
七、盈利预测和投资建议	31
八、风险提示	33
(一) 渠道管理风险	33
(二) 新品牌的培育风险	33
(三) 极端气候风险	33

图表索引

图 1：公司主要品牌矩阵图	6
图 2：之家主品牌（亿元）收入及增速	7
图 3：团购业务收入（亿元）及增速	7
图 4：公司其他品牌收入（亿元）及增速	7
图 5：公司 2023Q1-3 各品牌收入占比	7
图 6：之家主品牌渠道数量（家）	8
图 7：公司其他品牌渠道数量（家）	8
图 8：之家品牌经营模式图	9
图 9：公司直营店收入及增速（亿元）	10
图 10：公司加盟店收入及增速（亿元）	10
图 11：之家主品牌直营店和加盟店数量（家）	10
图 12：公司其他品牌直营店和加盟店数量（家）	10
图 13：迅销历年营收增速与日本面料服装配件零售额增速对比	13
图 14：优衣库的加价倍率处于较低水平	13
图 15：公司总体加价倍率低于其他主要男装上市企业（2022 年）	14
图 16：公司 T 恤加价倍率低于其他主要男装上市企业（2022 年）	14
图 17：公司衬衫加价倍率低于其他主要男装上市企业（2022 年）	15
图 18：公司裤装加价倍率低于其他主要男装上市企业（2022 年）	15
图 19：公司西装加价倍率低于其他主要男装上市企业（2022 年）	15
图 20：公司夹克衫加价倍率低于其他主要男装上市企业（2022 年）	15
图 21：公司羽绒服加价倍率低于其他主要男装上市企业（2022 年）	16
图 22：公司针织衫加价倍率低于其他主要男装上市企业（2022 年）	16
图 23：之家公司线上业务收入及增速	18
图 24：之家线上会员/粉丝数量	18
图 25：之家线上业务收入占比	18
图 26：部分服装公司 2022 年电商收入占比	18
图 27：之家主品牌天猫/京东/抖音收入（百万元）及增速	18
图 28：天猫及京东部分授权店铺收入（百万元）及增速	19
图 29：2023 年店铺的平台市占率情况（天猫）	20
图 30：2023 年店铺的平台市占率情况（京东）	20
图 31：2022 年企业授权商品零售额同比 21 年的变化	21
图 32：年度授权商品零售额（亿元）及增速	22
图 33：年度授权金（亿元）及增速	22
图 34：之家公司直营及加盟门店数量（家）	23
图 35：之家公司直营及加盟店效（万元/家）及同比增速	23
图 36：2023 年之家品牌不同层级城市店铺数量占比（家）	23
图 37：2023 年之家品牌不同层级城市的百货/购物中心店与街边店数量占比	23
图 38：职业装市场份额占比情况（2019 年）	24

图 39 : 职业装主要公司近年利润情况 (单位: 亿元)	24
图 40 : 我国第三产业就业人员数及占比	25
图 41 : 大多发达国家第三产业就业人员占经济总人口 70%-85% (2020)	25
图 42 : 公司职业装团购业务获奖情况	27
图 43 : 中国女装市场规模 (亿元) 及增速	28
图 44 : 中高端女装零售额占女装市场比重	28
图 45 : 中国运动服饰行业 2016-2021 年均复合增长较快	29
图 46 : 2021 年中/日/美国人均鞋服开支 (美元/人)	29
图 47 : 中国运动服饰行业 2015-2021 年市场规模及增速 (亿元)	29
图 48 : 中国童装市场零售总额 (亿元)	30
图 49 : 中国 0-15 岁儿童数量及占总人口比重	30
图 50 : 英氏品牌营业收入 (亿元)	31

表 1 : 之家营业收入和净利润情况	5
表 2 : 之家旗下核心品牌	6
表 3 : 按照采购模式不同的公司服装连锁品牌存货结构	9
表 4 : 公司相关品牌不可退货的商品存货跌价准备的具体计提比例	9
表 5 : 公司与其他按照库龄法计提存货跌价准备的可比公司的计提政策	9
表 6 : 日本消费社会变迁	11
表 7 : 日本交易所 1991.1.1-2024.2.6 跑赢日经 225 指数的服装家纺公司回报率、 市值	12
表 8 : 之家部分授权店铺名称及经营主体资质情况	19
表 9 : 天猫平台 之家部分授权店铺均价 (元) 和同行对比	20
表 10 : 品牌授权与特许经营、品牌加盟对比	21
表 11 : 我国职业装相关集采政策	26
表 12 : 公司收入关键假设	32
表 13 : 可比公司估值表	33

一、公司是以国民品牌 之家为主的多品牌服饰生活零售集团

（一）公司简介

之家成立于1997年，是一家大型服装企业，业务涵盖品牌服装的经营以及高档西服、职业服的生产和销售，品牌服装的经营包括品牌管理、供应链管理和营销网络管理等。

公司于2014年借壳凯诺科技上市，据公司财报，2010年和2022年公司营业总收入分别为22.44亿元和185.62亿元，累计增长727.18%，归母净利润分别为4.58亿元和21.55亿元，累计增长370.52%。

表1: 之家营业收入和净利润情况

	营业总收入 (亿元)	收入累计增幅	收入同比增幅	归母净利润 (亿元)	归母净利润 累计增幅	归母净利润 同比增幅
2010	22.44	-	-	4.58	-	-
2011	35.94	60.16%	60.16%	7.01	53.06%	53.06%
2012	45.29	101.83%	26.02%	8.54	86.46%	21.83%
2013	71.5	218.63%	57.87%	13.51	194.98%	58.20%
2014	123.38	449.82%	72.56%	23.75	418.56%	75.80%
2015	158.3	605.44%	28.30%	29.53	544.76%	24.34%
2016	170	657.58%	7.39%	31.23	581.88%	5.76%
2017	182	711.05%	7.06%	33.29	626.86%	6.60%
2018	190.9	750.71%	4.89%	34.56	654.59%	3.80%
2019	219.7	879.06%	15.09%	31.68	591.70%	-8.34%
2020	179.59	700.31%	-18.26%	17.18	275.11%	-45.78%
2021	201.88	799.64%	12.41%	24.01	424.24%	39.77%
2022	185.62	727.18%	-8.06%	21.55	370.52%	-13.49%

数据：公司财报，广发证券发展研究中心

注：累计增幅基期为 2010 年数据

（二）公司旗下品牌概览

公司拥有 之家（HLA）、 团购、 优选（HEILAN HOME）、OVV、黑鲸（HLA JEANS）、英氏（YeeHoO）等品牌，覆盖男装、女装、童装、职业装、家居服和家居用品等细分领域。此外，据公司财报，公司在2021年4月成为奥地利专业运动品牌HEAD（海德）在中国大陆、港澳台的独家授权商。其中收入占比较高的“

之家”定位于商务、时尚、休闲的大众平价优质男装，“ 团购”（圣凯诺）定位于量身定制的商务职业装，“OVV”定位于现代都市女性高性价比的高级成衣。据公司财报，截至2023Q3，公司拥有门店数量6884家，其中 之家系列6046家，其它品牌838家。

表2: 之家旗下核心品牌

品牌	商标图案	目标人群	品牌特征
之家		25-45 岁、年收入在 2-10 万元之间的男士	高品质、中价位的男士全系列及其他系列服装和配饰
团购（圣凯诺）		政府、企事业单位	职业装团体定制
OVV		职场女性	现代都市女性提供不费力、高性价比的高级成衣
优选		家居生活	以家居服为核心、集合杂货的家居美学生活馆，打造家居生活全品类矩阵
黑鲸		潮流年轻群体	以“社群文化×生活乐趣”为品牌焦点，打造简潮、品质、科技及高性价比的时尚美学
英氏		0-6 岁婴幼儿	覆盖婴童内衣、外服、童床、床品、车椅、鞋帽袜、洗护等全品类
HEAD		运动爱好者与专业运动员	超过 70 年历史的奥地利专业滑雪运动品牌，提供高性能运动服装

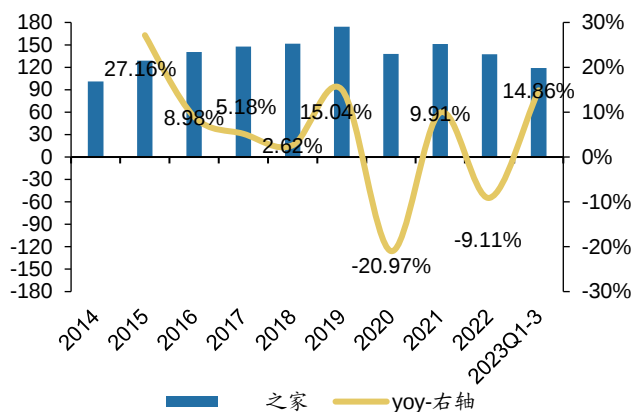
数据：公司财报，广发证券发展研究中心

图1: 公司主要品牌矩阵图



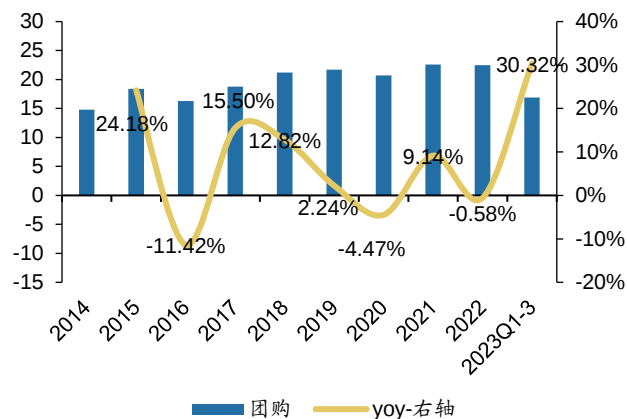
数据：公司财报，广发证券发展研究中心

图2: 之家主品牌(亿元)收入及增速



数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

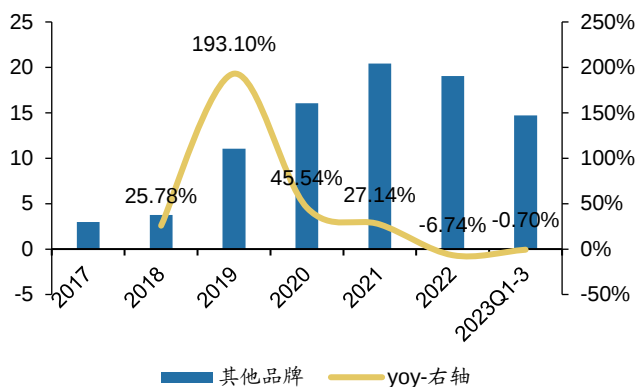
图3: 团购业务收入(亿元)及增速



数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 团购主要为原圣凯诺品牌

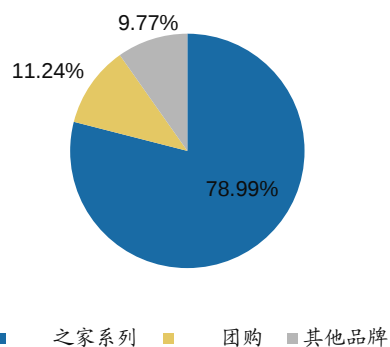
图4: 公司其他品牌收入(亿元)及增速



数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 本处“其他品牌”不包括“爱居兔”品牌, 2019年公司将持有的“爱居兔”品牌股权转让

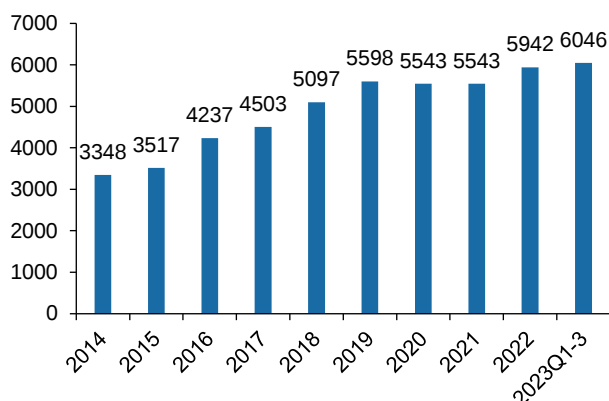
图5: 公司2023Q1-3各品牌收入占比



数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

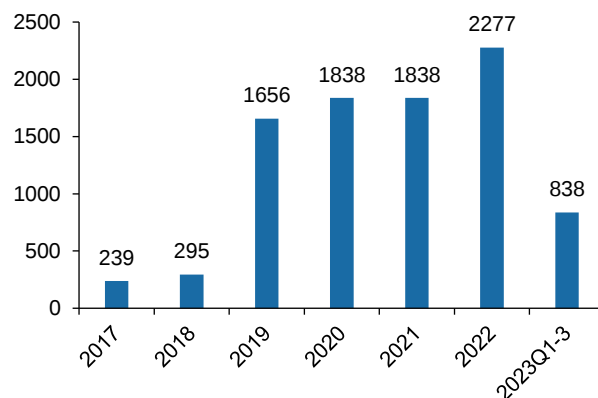
注: 团购主要为原圣凯诺品牌

图6: 之家主品牌渠道数量(家)



数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 公司其他品牌渠道数量(家)



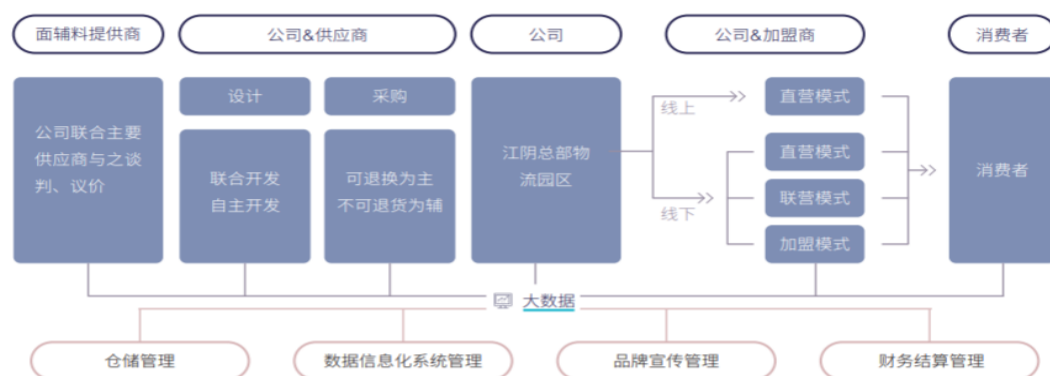
数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 公司品牌经营模式

公司主品牌 之家的销售环节分为线下销售和线上销售。线下销售环节主要采取自营和加盟相结合的类直营管理模式。加盟店是加盟商自筹资金、以自身名义办理工商税务登记手续设立的, 加盟商拥有加盟店的所有权。但门店的内部管理由之家全面负责, 加盟商不参与加盟店的具体经营, 只负责支付相关费用。之家与加盟商之前的销售结算采取委托代销模式, 之家拥有商品的所有权, 加盟商不承担库存滞销风险, 商品最终销售后, 加盟店与之家根据协议约定结算公司的营业收入。线上销售则由公司全资子公司负责, 销售渠道除了一些主流电商平台以外, 还有公司官网及移动APP无线平台, 之家品牌的线上销售一部分商品采取与线下同时同款同价的销售模式, 另外也包括一部分线上专供款。

公司主品牌 之家的生产环节采取赊购、联合开发、滞销商品退货及二次采购相结合的模式, 与供应商结为利益共同体。商品除了在入库时先付一小部分的货款外, 货款支付以零售为导向, 结合商品实际销售情况, 逐月与供应商结算, 减少采购端的资金占用。之家与供应商联合开发产品, 公司的设计中心通过对第一手销售数据的分析和总结, 进行产品规划和设计, 设计中心完成产品开发提案之后, 将提案与供应商的设计部门充分沟通, 利用供应商的设计师进行打样, 之家设计中心根据既定产品理念对供应商的样稿进行筛选和修改, 并最终确定下一季的产品款式。在联合开发模式下, 公司既始终掌握产品设计的主导权, 又充分利用供应商的设计资源。之家与供应商签订滞销商品可退货条款(一般为两个适销季节), 不承担尾货风险。为了加强与供应商的紧密合作关系, 公司通过海一家平台处理部分尾货商品, 减轻供应商的资金压力和经营压力, 同时也是对之家业务模式的有效补充。

图8: 之家品牌经营模式图



数据：公司财报，广发证券发展研究中心

公司的不可退货商品比例呈下降趋势，可退货商品比例上升。据公司财报，2018年-2022年，可退货商品占存货比例分别为55.9%、55.6%、60.8%、71.2%、71.7%。另外，在不可退货的商品存货跌价准备部分，之家品牌库龄2-3年商品计提70%、库龄3年以上商品计提100%，与其他按照库龄法计提存货跌价准备的可比公司的计提政策相比，公司计提较为充分，库存风险不大。

表3: 按照采购模式不同的公司服装连锁品牌存货结构

	2018	2019	2020	2021	2022
可退货商品（万元）	492,307.56	467,657.70	421,587.99	534,989.80	620,906.58
不可退货商品（万元）	388,534.82	373,297.43	272,162.10	215,953.79	245,297.03
合计（万元）	880,842.38	840,955.12	693,750.09	750,943.59	866,203.61
可退货商品占比	55.9%	55.6%	60.8%	71.2%	71.7%
不可退货商品占比	44.1%	44.4%	39.2%	28.8%	28.3%

数据：公司财报，广发证券发展研究中心

表4: 公司相关品牌不可退货的商品存货跌价准备的具体计提比例

品牌	库龄1年以内	库龄1-2年	库龄2-3年	库龄3年以上
之家品牌	0%	0%	70%	100%
其他连锁品牌	根据存货可变现净值单独测试			

数据：公司财报，广发证券发展研究中心

表5: 公司与其他按照库龄法计提存货跌价准备的可比公司的计提政策

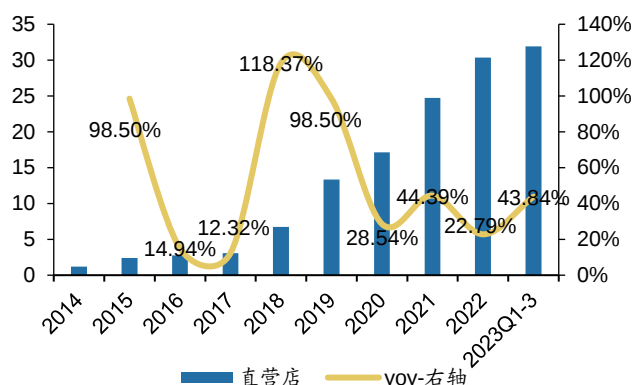
公司名称	1年以内		1-2年		2-3年		3年以上
七匹狼	0.5年内	1年内	1.5年内	2年内	2.5年内	3年内	90%
	0%	15%	30%	50%	70%	90%	
之家	0%		0%		70%		100%
迪柯尼	0%		50%			100%	

数据：迪柯尼招股书，广发证券发展研究中心

职业装品牌圣凯诺采用传统的自主生产经营模式。通过市场拓展开发获得产品订单，并根据客户订单需求完成对服装的原料采购和加工生产。随着电商发展，公司推出了线上量身定制的销售渠道，不断满足客户的需求。

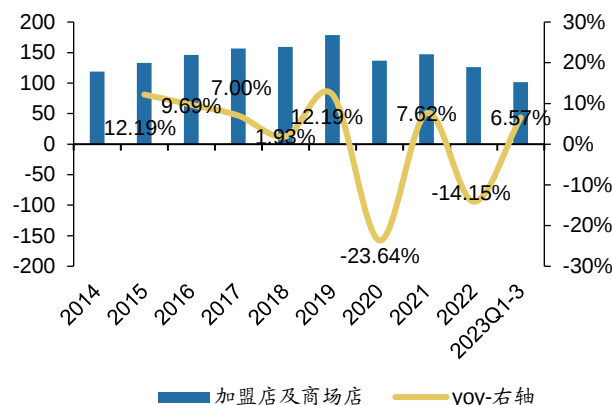
其它品牌如女装品牌OVV销售环节的经营模式以直营管理模式为主，生产环节采取买断模式，即不附滞销可退货条件。

图9：公司直营店收入及增速（亿元）



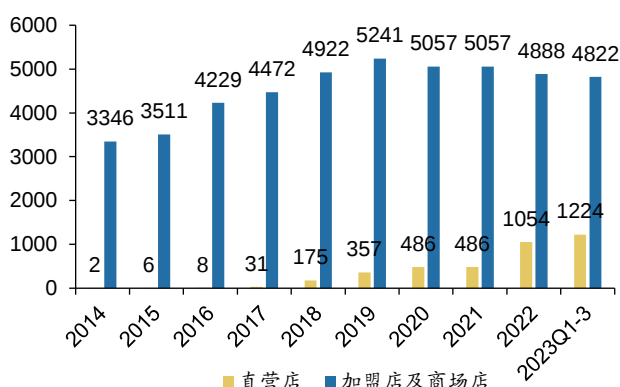
数据：公司财报，广发证券发展研究中心

图10：公司加盟店收入及增速（亿元）



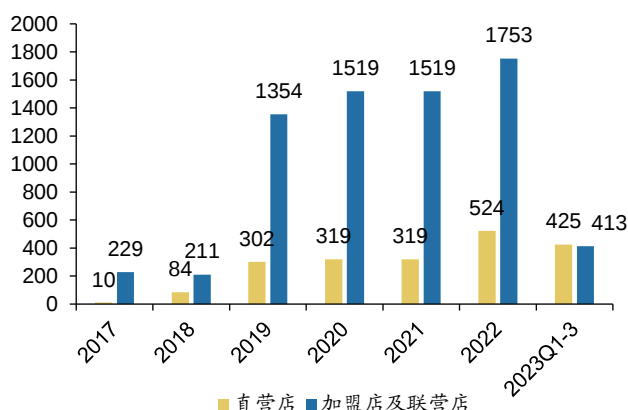
数据：公司财报，广发证券发展研究中心

图11：之家主品牌直营店和加盟店数量（家）



数据：公司财报，广发证券发展研究中心

图12：公司其他品牌直营店和加盟店数量（家）



数据：公司财报，广发证券发展研究中心

二、公司定位大众高性价比，有望受益理性消费

（一）借鉴日本经验，主打高性价比的大众服装家纺品牌有望胜出

日本在 1990 年代成为全球第二大经济体、人均名义 GDP 超过 3 万美元后，受人口老龄化等因素的影响，宏观经济增速放缓，根据 wind，日本 GDP 年复合增速由 1980-1990 年的 4.7% 从迅速下降到 1991-2000 年的 0.5%，并长期维持在低增速水平；与此同时，日本失业率不断攀升，从 1991 年的 2.1% 上升至 2000 年的 4.7%；伴随人均 GDP 增速和人均消费支出增速不断放缓，日本人口自然增长率从 1991 年的 3.2% 下降到 2000 年的 1.8%，人口老龄化加剧。回顾日本发展历史，我

们发现在宏观经济增速放缓、人口增长率下降的背景下，居民消费心理趋于谨慎，必选消费选择方面突出性价比。

表6: 日本消费社会变迁

时代划分	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034E
社会背景	从日俄战争胜利开始至中日战争；以东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生	从战败、复兴、经济高速增长期开始至石油危机大量生产，大量消费，全国一亿人口中产阶级化	从石油危机开始到低增长、泡沫，经济、金融破产，小泉改革，差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定导致收入减少；人口减少导致消费市场缩小；消费呈现“M型”分化，大众消费者消费降级、看重性价比，而高端消费仍然强劲
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5%	5%→2%	2%→1.3%-1.4%	1.3%-1.4%
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	national, 消费属于私有主义，整体来讲重视国家	family, 消费属于私有主义，重视家庭、社会	individual, 私有主义，重视个人	social, 趋于共享、重视社会
消费承担者	中等阶级家庭	小家庭	单身者，啃老单身	所有年龄层里个人
消费取向	西洋化	大量消费	个性化、多样化、差别化 品牌倾向 大城市倾向 欧式倾向	“M型”分化、无品牌倾向 休闲倾向 日本倾向 本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车	从量变到质变 每家数辆 每人一辆 每人数辆	联系 几人一辆 汽车分享 住宅分享

数据：三浦展《第四消费时代》，大前研一《M型社会》，广发证券发展研究中心

根据彭博，1991年1月1日-2024年2月5日，具体到服装家纺行业在日本交易所上市的公司中，股价涨幅5倍以上的公司有6家，股价涨幅跑赢同期日经225指数的公司有11家，根据2024年2月5日市值，除迅销（FAST RETAIL）外，市值均低于100亿美元。

表7：日本交易所1991.1.1-2024.2.6 跑赢日经225指数的服装家纺公司回报率、市值

证券代码	证券简称	首发上市日期	收益率(上市首日至 2024-2-5)	收益率(1991-01-01 至 2024-2-5)	日经指数收益率 (IPO 首日至 2024-2-5)	日经指数收益率 (1991-01-01 至 2024-2-5)	总市值 (亿美元, 2024-2-5)
9983.T	迅销	1997-04-02	1452%	-	101.55%	-	841.49
7878.T	KOHSAI	2013-07-16	1436%	-	149.02%	-	0.14
3597.T	JICHODO	1994-02-10	821%	-	81.86%	-	2.06
8111.T	GOLDWIN	1991-12-18	643%	-	60.65%	-	31.73
7936.T	ASICS	1972-05-29	-	853%	-	40.27%	58.88
3002.T	GUNZE	1949-05-16	-	616%	-	40.27%	6.15
8114.T	DESCENTE	1980-03-03	-	498%	-	40.27%	18.21
3591.T	WACOAL	1964-09-07	-	245%	-	40.27%	14.14
8011.T	SANYOSHOKAI	1971-07-01	-	216%	-	40.27%	2.37
8029.T	LOOKHOLDING S	1981-09-16	-	65%	-	40.27%	1.37
3002.T	GUNZE	1949-05-16	-	616%	-	40.27%	6.15

数据：彭博，广发证券发展研究中心

注：收益率采取不复权的收盘价计算；1991年1月1日及之后上市的公司按照上市以来涨跌幅计算；转移交易所/重复上市的公司，按照首次IPO计；

JICHODO公司2017年12月发生并股（5:1）使股价大幅提升，按照市值计算（彭博JICHODO市值最早为1994.8.24数据），1994.8.24至2024.2.5市值变动幅度为7.53%

回顾日本发展历史，可以看出：居民必选消费突出性价比：收入增速预期不稳定环境下，居民消费心理趋于谨慎，更加注重性价比，在日常的服装、食品饮料中均有明显体现。

消费降级驱动下部分企业转向低价战略，在整体行业面临增速放缓压力下，新型平价产品放量成为制胜关键，例如服装龙头优衣库、日本啤酒龙头朝日等均在90年代实现盈利稳定甚至持续改善、并在股价表现上显著跑赢市场整体。

在日本经济萧条期崛起的最大亚洲服装品牌：迅销（优衣库）

迅销（FAST RETAIL）主要从事服装业务，旗下品牌优衣库在国内及海外市场销售平价、舒适的休闲服装，包括男士、女士、儿童和婴儿服装。

上世纪90年代的日本的大众消费出现消费降级和极简消费趋势，家庭服装消费支出显著降低，UNIQLO顺势提出追求性价比的消费理念，采取仓储式门店、IT系统和全国化物流模式，定位低价品牌中的高质产品，致力实现“物美价廉”，90年代其凭借低价策略不断耕耘拓宽市场，当下已成为亚洲服装零售的巨头。

优衣库产品定位优质、低价、百搭，强调高性价比，低于竞品定价，奉行薄利多销原则。

在产品定价方面，根据优衣库创始人柳井正《一胜九败：优衣库全球热卖的秘密》，优衣库在上世纪90年代打出“优衣库的牛仔裤为何只卖2900日元？”

“优衣库的摇粒绒衫，15种颜色，每件1900日元”（分别约折合29美元/15美

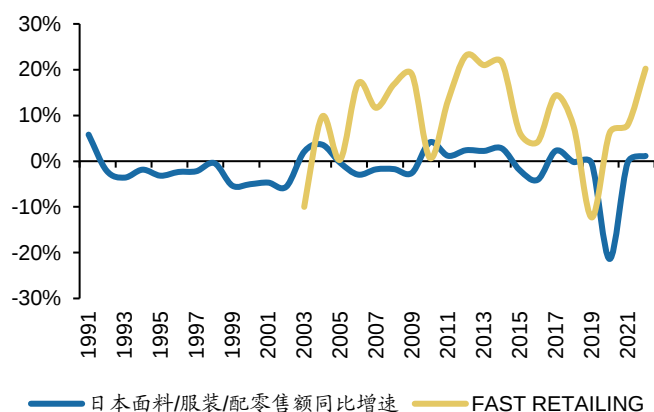
元），相较于上世纪 90 年代日本居民 25 万日元的月人均收入，优衣库产品较为平价。据公司财报披露的毛利率，对比同行 ZARA、H&M，优衣库的加价倍率处于较低水平，2020-2022 财年分别约为 2.01、2.48、2.08。

此外，优衣库在产品方面，一是注重基础百搭款式。服装企业为追逐时尚的潮流风向，无不重视款式和设计。一般做法是将市场细分后，从中定位自己的目标市场，据此来设计风格，以建立差异化竞争优势。优衣库采用完全不同的产品开发模式，进军所有年龄段和性别都能穿的基本款。根据《优衣库：颠覆库存》，优衣库 SKU 常年保持在 1000 款左右，其中 70% 都是基本款。优衣库大中华区总裁潘宁认为“我们不是奢华品牌，无论品牌层面还是设计细节，都比较容易融入一般的消费者生活。”

从成本角度看，基本款容易做量，规模生产成本低，根据《优衣库：颠覆库存》，优衣库对每一款都进行了深度开发，一款单品，往往分圆领、V 领，男女老少款全覆盖，每个 SKU 多有四五种颜色，基本款产品设计、生产等边际成本相对较低；二是持续原创产品创新，重功能性而非时尚度。优衣库产品开发注重产品功能性面料研发，与面料供应商合作推出高性价比的新功能概念的产品，并且通过不断改良使得每款产品生命周期足够长。公司历年经典产品包括摇粒绒、超轻羽绒服、UT 以及功能性内衣。

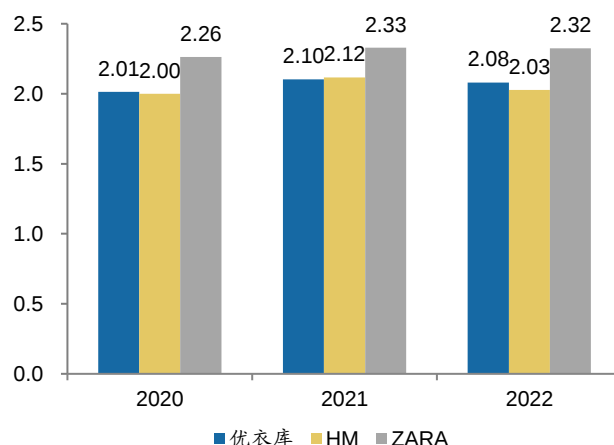
迅销上市以来，公司营收增速除个别年份外，均高于日本面料/服装/配件零售额同比增速，据 wind，近十年来（FY2013-FY2022），迅销营收 CAGR 达到 8.0%，FY2021 和 FY2022 营收增速分别达到 44.6%、15.1%，FY2022 营收达到 192.85 亿美元规模，为亚洲最大服装品牌。公司上市以来市值增长 20.56 倍（按日元计），平均 PE 稳定在 25 倍左右，截至 2024.2.5，总市值约 846 亿美元。

图13：迅销历年营收增速与日本面料服装配件零售额增速对比



数据：彭博，广发证券发展研究中心

图14：优衣库的加价倍率处于较低水平



数据：公司财报，广发证券发展研究中心

注：加价倍率据 2022 年年报对应品类毛利率和天猫旗舰店主要商品折扣数据（2024 年 2 月 6 日）估算；其中 zara 采取母公司 Inditex 毛利率

在整体行业面临增速放缓压力下，未来我国主打高性价比的大众服装家纺品牌，如之家等有望胜出。

（二） 之家品牌定位大众高性价比，有望受益理性消费

公司主品牌 之家定位大众，具有高性价比、品类丰富、注重产品质量和工艺等特点，且品牌知名度较高，随着居民消费心理趋于谨慎，对性价比关注提升，之家有望逐步提升市场份额。

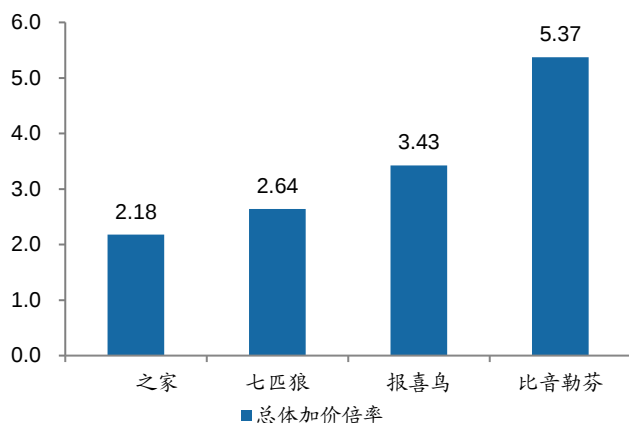
之家的平价，主要得益于三点：

一是定价策略上，公司加价倍率远低于其他主要男装上市企业的加价倍率；和优衣库类似， 之家也立足于基础款设计，以及注重各类功能性研发；

二是公司没有设置各级代理，所有加盟商均就每个加盟店直接与公司签约，加盟店直接面向消费者，形成了“供应商— 之家—门店—消费者”的最扁平化的销售层级，而最短的销售环节意味着最少的逐级加价；

三是 之家及其加盟店不承担存货滞销风险，在销售商品时，也不必在商品价格上涨增加库存风险溢价，因此可以降低商品的零售价，最充分地让利给消费者。

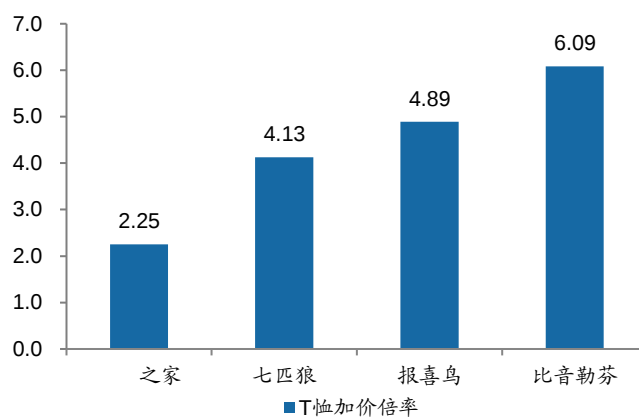
图15：公司总体加价倍率低于其他主要男装上市企业（2022年）



数据：公司财报，天猫，广发证券发展研究中心

注：加价倍率据 2022 年年报毛利率和天猫旗舰店主要商品折扣数据（2024 年 2 月 6 日）估算

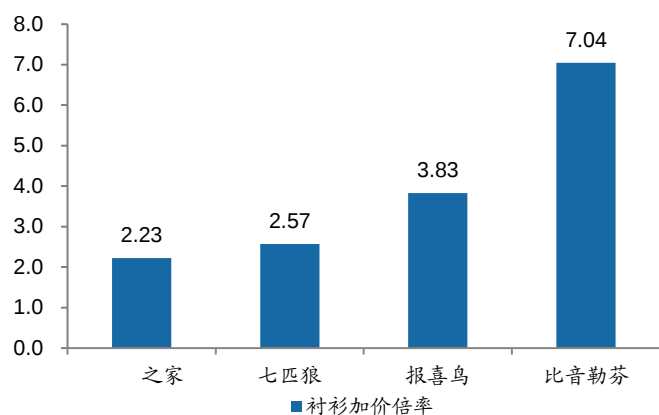
图16：公司T恤加价倍率低于其他主要男装上市企业（2022年）



数据：公司财报，天猫，广发证券发展研究中心

注：加价倍率据 2022 年年报对应品类毛利率和天猫旗舰店主要商品折扣数据（2024 年 2 月 6 日）估算

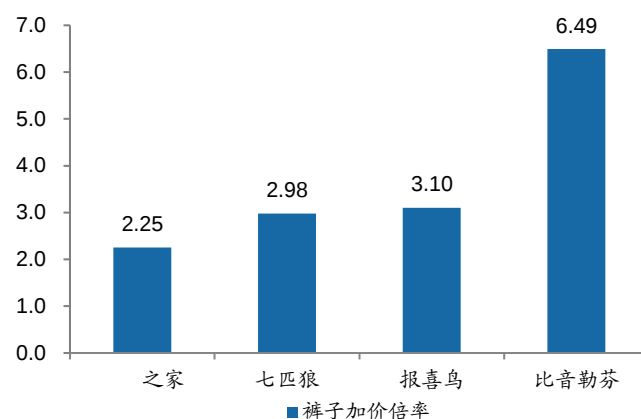
图17: 公司衬衫加价倍率低于其他主要男装上市企业 (2022年)



数据：公司财报，天猫，广发证券发展研究中心

注：加价倍率据 2022 年年报对应品类毛利率和天猫旗舰店主要商品折扣数据（2024 年 2 月 6 日）估算

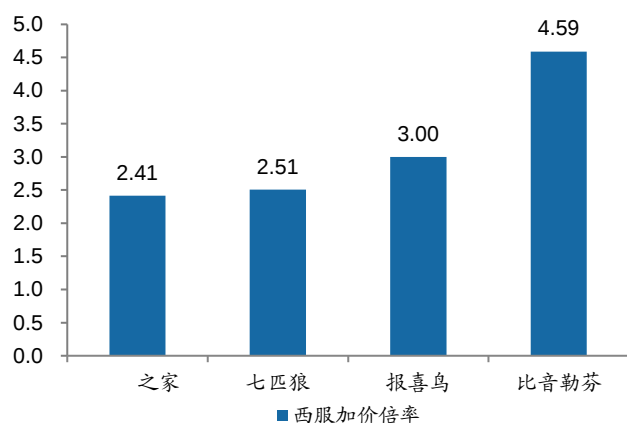
图18: 公司裤装加价倍率低于其他主要男装上市企业 (2022年)



数据：公司财报，天猫，广发证券发展研究中心

注：加价倍率据 2022 年年报对应品类毛利率和天猫旗舰店主要商品折扣数据（2024 年 2 月 6 日）估算

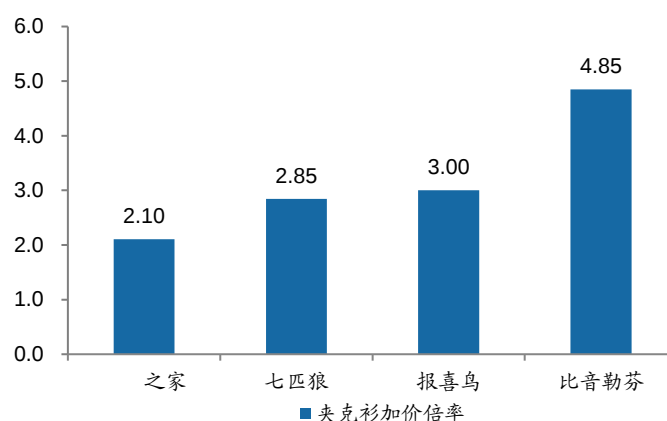
图19: 公司西装加价倍率低于其他主要男装上市企业 (2022年)



数据：公司财报，天猫，广发证券发展研究中心

注：加价倍率据 2022 年年报对应品类毛利率和天猫旗舰店主要商品折扣数据（2024 年 2 月 6 日）估算

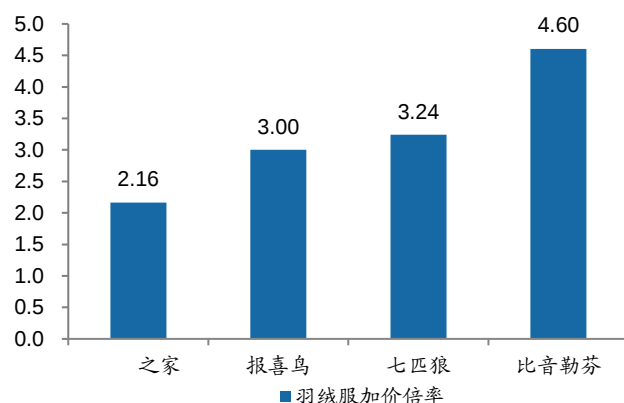
图20: 公司夹克衫加价倍率低于其他主要男装上市企业 (2022年)



数据：公司财报，天猫，广发证券发展研究中心

注：加价倍率据 2022 年年报对应品类毛利率和天猫旗舰店主要商品折扣数据（2024 年 2 月 6 日）估算

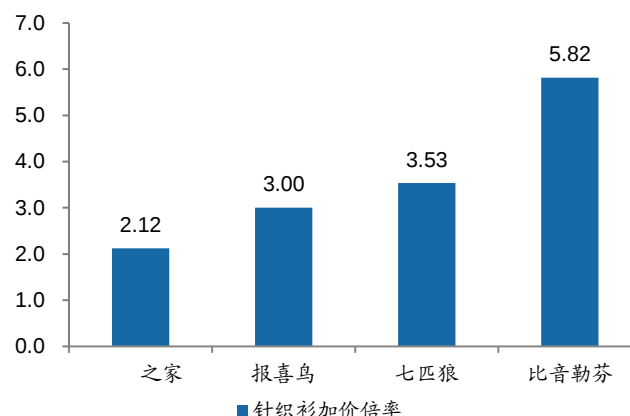
图21：公司羽绒服加价倍率低于其他主要男装上市企业（2022年）



数据：公司财报，天猫，广发证券发展研究中心

注：加价倍率据 2022 年年报对应品类毛利率和天猫旗舰店主要商品折扣数据（2024 年 2 月 6 日）估算

图22：公司针织衫加价倍率低于其他主要男装上市企业（2022年）



数据：公司财报，天猫，广发证券发展研究中心

注：加价倍率据 2022 年年报对应品类毛利率和天猫旗舰店主要商品折扣数据（2024 年 2 月 6 日）估算

三、看好公司电商业务未来高增长

（一）公司电商业务和同行比较，具备较大提升潜力

公司电商业务发展回顾：

初创期：据映盛中国，之家于2012年上线电商业务；据公司财报，2014年正式成立电商事业部，入驻天猫、京东、苏宁易购、亚马逊等电商平台，采用线上线下同款同价的方式布局O2O模式；公司从2016年起开始布局直播经济，开始建造直播（综合培训）大楼。

高速发展期：疫情期间，公司大力发展电商渠道，一方面推出线上专供款吸引消费群体，另一方面积极开拓新兴电商如抖音、快手等平台业务，建立自播矩阵助力产品销售。

2021年，据公司财报，公司在布局传统电商渠道的同时，强化微信、微博、抖音等社交内容平台自媒体矩阵建设。公司限时开启“线上奥莱活动”，活动开始仅2分钟即完成销售破亿，春秋两季奥莱活动最终斩获销售近5亿元，同年，公司立项电商平台项目，引进百胜E3+系统，实现多系统集成标准、以及商品、库存和运营数据在线归集，实现高效管理。此外公司针对电商客服系统，引进RPA（智能软件机器人技术）机器人项目，该系统已在“618”和“11.11”大促的运行中成功完成人工80%的工作量，显著提升工作效率和工作准确度。公司根据各品牌、各品类不同特点，细分店铺人群兴趣画像，多维度打造线上爆款品类，以爆款带动日销。公司推出主打年轻化和极致性价比的“国潮风三国系列”、“街潮风SPRINTING SMILE系列”、“运动风SPORTS DAY系列”等线上专供系列产品，主攻年轻消费者。

2022年，据公司财报，公司继续坚持迭代爆品矩阵打法，巩固和做强优势品类；围绕新国潮、新街潮、轻商务和轻运动“两新两轻”四大风格切入点，从产品定位、

质量、设计元素、包装等方面全新升级，提升产品年轻化属性，提高年轻客群占比。此外，持续扩大抖音、快手等平台业务，开辟自播矩阵，落实差异化流量抓取策略，更大程度获取差异化流量资源。2022年 之家首次联合抖音平台新风潮活动，荣获抖音男装店铺第一名，荣获抖音官方旗舰店的商城成交榜、搜索渠道成交榜、店铺页面成交榜等多个榜单第一。2022年全年原创短视频突破万支，抖音短视频播放量达到6亿次。此外， 之家积极布局海外直播带货的新渠道业务，入驻Tiktok平台，直播业务覆盖东南亚地区五个国家。

2023H1，据公司财报， 之家积极布局新渠道，拓展新增量，2023年5月，

电商团队策划快手 之家超品，爆款酷迷兔的联名短袖T恤荣登平台T恤类目第一名；“618”活动期间，自播业务实现快速增长， 之家品牌荣获抖音品牌男装、快手品牌男装、抖音商城等多项排名第一的佳绩，实现了品销双赢 贴合新市场，推出新产品。公司基于市场趋势和线上消费人群的诉求，以新国潮、新街潮、轻商务和轻运动“两新两轻”四大风格为切入点，推出“ 之家彩通Pantone限定色系列”，“AGAHO IP联名”，“中国心系列”，“三国演义系列”等，打开当代新青年人群市场。

从会员和粉丝数量来看，据公司财报，2018年底，公司线上会员总数达到1384万人，较2017年同比增长28%；2020年底， 之家主品牌线上全渠道会员数2497.7万人，较2019年增加921.7万人；2021年底， 之家主品牌各电商平台粉丝数超4000万，截至23H1， 之家品牌全渠道会员与粉丝数已破亿，粉丝数量增长迅速。

从收入来看，据公司财报，2020-2022年公司线上销售收入从20.50亿元增长至28.56亿元，CAGR为18.1%，主营业务线上收入占比较2020年的11.75%提升至2022年的15.95%，显著消减了疫情对线下门店的影响；2023年Q1-3公司线上收入为22.11亿元，同比增长3.45%。

展望未来，根据官网披露， 之家的2022年11月品牌20周年发布会上，公司公布“百亿电商”战略，希望通过拓展年轻客群和品类等，实现电商的GMV突破100亿（据久谦和蝉妈妈数据，2023年公司各品牌天猫/京东/抖音GMV分别为22.56/11.17/20.54亿元，合计54.26亿元GMV），电商业务未来仍有较大发展空间。

对比同行，公司线上业务仍有较大发展空间。据公司财报，2022年公司线上收入28.56亿元，占营业收入比重15.95%，和安踏、李宁、特步、波司登、森马服饰等同行业公司对比，仍有10pct-20pct的提升空间。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/207123113016006042>