

迅销 (9983.T)

2025 财年二季报点评：业绩超预期，入境游火爆带动日本优衣库持续增长 中性（维持）

2025 年 4 月 15 日

分析师
张景之

(852) 3982 3217

zhangsue@dwzq.com.hk

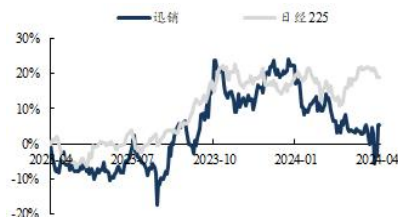
盈利预测与估值	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入（十亿日元）	3,103.8	3,462.4	3,846.2	4,261.2
同比	12.2%	11.6%	11.1%	10.8%
归母净利润（十亿日元）	372.0	389.6	430.8	484.2
同比	25.6%	4.7%	10.6%	12.4%
每股收益-最新股本摊薄（日元/股）	1210.8	1268.1	1402.2	1575.9
P/E（现价&最新股本摊薄）	39.8	38.0	34.3	30.5

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

投资要点

- **营收符合预期，入境游火爆带动日本优衣库持续增长。** FY2Q25 公司实现营收 8,950 亿日元，同比增长 13.6%，基本符合我们预期的 9,028 亿日元。**分业务来看**，日本优衣库/海外优衣库/GU 分别实现营收 2,749/5,124/752 亿日元，同比分别+14%/+16%/+5%。日本优衣库营收增速持续超预期，主要系日元贬值背景下，日本入境游持续火爆，带动同店销售净额（含线上销售）同比增长 9.8%。海外优衣库则受到大中华区业务的拖累，增速有所放缓，我们测算大中华区优衣库同店销售净额同比仅略微增长约 2%。**展望 25 财年**，公司维持营收指引为 3.4 万亿日元。
- **营业利润超预期，销售强劲带动折扣率下行。** FY2Q25 公司实现营业利润 1,467 亿日元，同比增长 32.8%，超出我们预期约 9.6%，对应营业利润率 16.4%，同比增长 2.4pct。**分业务来看**，日本优衣库/海外优衣库/GU/全球品牌分别实现营业利润 455/850/40 亿日元，同比分别+48%/+16%/+36%。日本优衣库营业利润率同比提升 3.7pct 至 16.5%，主要系销售强劲，折扣率改善带动毛利率同比提升 0.8pct；同时员工薪酬及租赁费用增长慢于营收，费用率同比改善 1.4pct。**展望 25 财年**，公司对营业利润的指引由原来的 5,300 亿日元（同比+5.8%，对应营业利润率 15.6%）上调至 5,450 亿日元（同比+8.8%，对应营业利润率 16.0%）。
- **大中华区优衣库&GU&全球品牌业务转型进度仍待验证。** 尽管欧美优衣库已开启正循环，为业绩增长提供了一定保证，但我们认为仍需持续跟踪以下转型进度：**1）大中华区优衣库**：FY2Q25 营收同比下滑约 3%，经营溢利同比下滑约 9%，主要系中国不同地区气温、审美差异较大，叠加消费者消费意愿较低。公司计划利用中国大陆作为制造和零售中心的优势，进一步减少销售期初期的订单，并根据销售情况更频繁地调整生产。但我们认为公司若想从存量市场甚至是萎缩的市场中脱颖而出，仍需进行更多的本地化尝试。**2）GU**：公司仍在探索适合 GU 的品牌定位及库存管理体系；**3）全球品牌**：公司主动关闭亏损门店，调整定价策略，Theory 等多个品牌的盈利能力有所提升，但持续性仍待验证。
- **盈利预测与投资评级**：我们预计 FY2025-27 公司营收分别为 3.5/3.8/4.3 万亿日元，归母净利润分别为 3,896/4,308/4,842 亿日元，当前股价对应 PE 分 38/34/31 倍。我们维持目标价 53,000 日元，维持“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。

股价走势



数据来源：Wind

市场数据

收盘价(日元)	46,480
一年最低/最高价	35,140/55,310
市净率(倍)	7.3
流通日股市值(万亿日元)	14.8

数据来源：Wind

基础数据

每股净资产(日元)	6,901.8
资产负债率(%)	40.9
总股本(百万股)	318.2
流通股(百万股)	318.2

数据来源：Wind

相关研究

《2025 财年一季报点评：业绩基本符合预期，中国优衣库&GU 对业绩造成一定拖累》

2025-01-10

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)				
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	2,363	2,644	2,969	3,356	营业收入	3,104	3,462	3,846	4,261
现金及现金等价物	1,194	1,431	1,755	2,096	日本优衣库	932	963	987	1,007
贸易及其他应收账款	84	94	104	115	海外优衣库	1,712	2,010	2,338	2,703
存货	474	508	499	533	极优	319	348	378	409
其他流动资产	611	611	611	611	全球品牌	139	140	140	140
非流动资产	1,224	1,266	1,310	1,353	其他业务	2	3	3	3
物业、厂房及设备	246	280	318	355	主营业务成本	-1,431	-1,629	-1,801	-1,982
使用权资产	417	417	417	417	毛利	1,673	1,833	2,045	2,279
商誉及无形资产	101	108	114	119	销售、一般及行政开支	-1,188	-1,305	-1,459	-1,616
其他非流动资产	461	461	461	461	其他经营支出	16	0	0	0
资产总计	3,588	3,910	4,279	4,708	营业利润	501	528	587	663
流动负债	852	901	953	1,009	融资收入	67	70	73	77
贸易及其他应付款项	389	434	482	534	融资成本	-11	-9	-8	-8
其他流动金融负债	105	105	105	105	所得税前溢利	557	589	651	732
租赁负债	131	134	138	142	所得税费用	-164	-177	-195	-220
其他流动负债	228	228	228	228	年内溢利	394	412	456	512
非流动负债	667	676	684	693	以下各方应占:				
非流动金融负债	211	211	211	211	母公司拥有人	372	390	431	484
租赁负债	347	356	365	373	非控股权益	22	23	25	28
其他非流动负债	108	108	108	108					
负债合计	1,519	1,577	1,637	1,701	每股收益-摊薄 (日元)	1,211	1,268	1,402	1,576
归属母公司股东权益	2,017	2,259	2,543	2,879	每股股息 (日元)	400	480	480	480
少数股东权益	52	74	99	127					
所有者权益合计	2,068	2,333	2,642	3,007	收入增长率 (%)	12.2%	11.6%	11.1%	10.8%
负债和股东权益总计	3,588	3,910	4,279	4,708	归母净利润增长率 (%)	25.6%	4.7%	10.6%	12.4%

现金流量表 (十亿日元)					重要财务与估值指标				
	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E		FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	652	498	598	627	每股净资产 (日元)	6,732	7,594	8,599	9,787
投资活动现金流	-82	-125	-139	-151	最新发行在外股份 (百万股)	307	307	307	307
筹资活动现金流	-269	-135	-135	-135	ROE-摊薄 (%)	19.39	18.22	17.94	17.86
现金净增加额	300	238	323	342	资产负债率 (%)	42.3	40.3	38.3	36.1
折旧和摊销	-204	-84	-95	-108	P/E (现价&最新股本摊薄)	39.8	38.0	34.3	30.5
资本开支	-106	-125	-139	-151	P/B (现价)	7.2	6.3	5.6	4.9

数据来源: 公司公告, 东吴证券 (香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券 (香港) 预测。

分析師聲明:

本人以勤勉、獨立客觀之態度出具本報告，報告所載所有觀點均準確反映本人對於所述證券或發行人之個人觀點；本人於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與本人薪酬無關。過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

此外，分析員確認，無論是本人或關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）沒有擔任本報告所述上市公司之高級職員；未持有相關證券的任何權益；沒有在發表本報告 30 日前交易或買賣相關證券；不會在本報告發出後的 3 個營業日內交易或買賣本報告所提及的發行人的任何證券。

利益披露事項:

刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。

研究分析員之薪酬或酬金並不與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。

研究分析員或其聯系人並未從事其研究／分析／涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。

研究分析員或其聯系人並未擔任其研究／分析／涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

東吳證券國際經紀有限公司（下稱「東吳證券國際」或「本公司」）或其集團公司並未持有本報告所評論的發行人的市場資本值的 1% 或以上的財務權益。

東吳證券國際或其集團公司並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

東吳證券國際或其集團公司与報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

東吳證券國際或其集團公司或編制該報告之分析師與上述公司沒有任何利益關係。

免責聲明

本報告由東吳證券國際編寫，僅供東吳證券國際的客戶使用，本公司不因接收人收到本報告而視其為客戶。如任何司法管轄區的法例或條例禁止或限制東吳證券國際向收件人提供本報告，收件人並非本報告的目標發送對象。本研究報告的編制僅供一般刊發，並不考慮接收本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況、投資目標及特別需求，亦非擬向有意投資者作出特定證券、投資產品、交易策略或其他金融工具的建議。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下應尋求獨立法律、財務、會計、商業、投資和/或稅務意見並在做出投資決定前使其信納有關投資符合自己的投資目標和投資界限。本報告應受香港法律管轄並據其解釋。

本報告所載資料及意見均源自或源于東吳證券國際可信之數據源，但東吳證券國際並不就其準確性或完整性作出任何形式的聲明、陳述、擔保及保證（不論明示或默示），於法律及／或法規准許情況下，東吳證券國際概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。

本報告所發表之意見及預測為于本報告日的判斷，並可予更改而毋須事前通知。除另有說明外，本報告所引用的任何業績數據均代表過往表現，過往表現亦不應作為日後表現的可靠預示。在不同時期，東吳證券國際可能基於不同假設、觀點及分析方法發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。分析中所做的預測收益可能基於相應的假設，任何假設的改變可能會對本報告預測收益產生重大影響，東吳證券國際並不承諾或保證任何預測收益一定會實現。

東吳證券國際的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口头或書面表達與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點，本公司沒有將

此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。東吳證券國際及其集團公司的各業務部門，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決策可能與本報告所述觀點並不一致。

本報告及其所載內容均屬機密，僅限指定收件人閱覽。本報告版權歸東吳證券國際所有，未經本公司同意，不得以任何方式複製、分發或使用本報告中的任何資料。本報告僅作參考用途，任何部分不得在任何司法管轄權下的地方解釋為提呈或招攬購買或出售任何于報告或其他刊物內提述的任何證券、投資產品、交易策略或其他金融工具。東吳證券國際毋須承擔因使用本報告所載數據而可能直接或間接引致之任何責任，損害或損失。

特別聲明

東吳證券國際可能在法律准許的情況下參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，也可能為有關發行人提供投資銀行業務服務或招攬業務，及／或于有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。閣下應考慮到東吳證券國際及／或其相關人員可能存在影響本報告及所載觀點客觀性的潛在利益衝突，請勿將本報告視為投資或其他決策的唯一信賴依據。

本報告及其所載信息並非針對或意圖發送給任何就分派、刊發、可得到或使用此報告而導致東吳證券國際違反當地法律或規例或可致使東吳證券國際受制于相關法律或規例的任何地區、國家或其他司法管轄區域的公民或居民。接收者須自行確保使用本報告符合當地的法律及規例。

評級標準：

公司投資評級：

- 買入：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤在 15%以上；
- 增持：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤介于 5%與 15%之間；
- 中性：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤介于-5%與 5%之間；
- 減持：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤介于-15%與-5%之間；
- 賣出：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤在-15%以下。

行業投資評級：

- 增持： 預期未來 6 個月內，行業指數相對強于大盤 5%以上；
- 中性： 預期未來 6 個月內，行業指數相對大盤-5%與 5%；
- 減持： 預期未來 6 個月內，行業指數相對弱于大盤 5%以上。

東吳證券國際經紀有限公司

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

香港皇后大道東 1 號太古廣場 3 座 17 樓

Tel 電話：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客戶服務)

公司網址：<http://www.dwzq.com.hk/>

