



## 独领运动休闲风骚，挑战与机遇并存

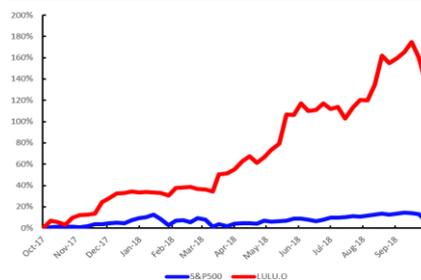
### 投资要点

- **女性瑜伽服龙头，曲折中成长。**露露柠檬 Lululemon 作为一家以女性瑜伽裤切入运动休闲市场的公司，自其成立以来，凭借着准确的市场细分、积极的经营理念、独特的社群营销、大规模的直营模式和出色的产品创新能力引领着运动休闲潮流。发展过程中屡次产品质量问题和管理层变动导致品牌多次陷入危机。危机后，公司又靠产品创新推出爆款促进业绩的复苏。2017年起，公司制定了男装+电商+北美+国际化的发展战略，促进公司业绩进一步复苏。2018年以来，公司业绩增长迅猛，上半年收入同比增长23%，同店增长20%，其中线上电商成为主要贡献力量，增长60%（线下门店增长6%），亚太区同比增长50%，男装实现同比双位数增长。
- **运动休闲风未止，百舸争流。**受千禧一代崛起和纺织行业技术（主要是面料创新）突破的推动，运动休闲风始于2003年，其中Y-3和Lululemon可看做代表品牌。伴随着人们对于服饰舒适性、功能性和时尚感的追求越来越多，以及运动的社交功能属性的增强，我们认为运动休闲品类还能延续强劲表现。据Morgan Stanley估算，预计到2020年，该市场的销售额将达到3.65万亿美元，未来3年收入复合增速为5%。在这一市场中，传统运动品牌、休闲时尚品牌以及零售商纷纷参与进来，市场竞争越来越激烈。
- **Lululemon 成功经验解析：(1) 面料创新，以优质设计撬动专属市场。**Lululemon从创立起就以高质量、高科技、重性能和舒适度著称，其非常注重各种高性能面料的研发，通过持续不断的创新，以Luon面料为核心的女性瑜伽裤作为切入点，在女性瑜伽服饰市场上站稳脚跟，后续又打造出Enlite运动内衣和ABC男裤等爆款，实现品类的扩充。**(2) 利用社群营销，精准定位消费人群。**首先，Lululemon不仅仅在贩卖衣服，而是在出售一种崇尚健康、快乐的心态和生活方式，利用独特的品牌理念，精准定位消费群体。其次，通过打造店内社区和组织线下活动，能尽可能发掘潜在消费群体，提升品牌曝光度，加强与消费者联系。与大多数体育品牌邀请娱乐体育明星作为形象代言人不同，Lululemon选择典型的、有故事的普通人以及普通运动员作为形象大使，利用普通人之间的口碑相传来提升社区的热度和覆盖面。**(3) 坚守直营，打造线上线下全融合社区。**lululemon 92%的营收来源于直营（其中，电商占比为22%）。通过稳步开拓直营渠道，公司能够更贴近消费者，感知消费者需求的变化，同时也能将店铺和销售员作为公司价值观的传导器，给予顾客最称心的消费体验。较少的批发商，保证了lululemon强势的议价能力以及也有利于维系其定位中高端的品牌形象。此外，公司利用互联网打通线上线下，利用社交媒体和官方网站构建社群，消费者可以通过线上渠道报名lululemon的线下活动，实现引流，并使之成为社群中真正忠实的运动爱好者。同时，电商也能作为其拓展海外市场的有利渠道，利用电商和线下活动培育消费群体，再进行实体店铺开拓，有利于降低海外扩张风险。**(4) 强化供应链评估，从源头保证产品质量。**由于缺乏生产线和供应商过于集中的问题，导致公司产品屡次出现质量问题。目前，公司的供应商遍布全球，面料和成衣供应商分散且稳定。公司制定了一系列评估体系和标准，每18个月对供应商评估一次，从源头保证产品质量。
- **风险提示：**产品品类单一风险，产品质量和供应链管理不善风险，男装拓展不及预期的风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师：沈雯琪  
执业证号：S1250518010002  
电话：021-58351995  
邮箱：swq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

52周区间(美元)	59.17-162.49
3个月平均成交量(百万)	121.79
流通股数(亿)	1.26
市值(亿)	198.9

### 相关研究

## 目录

<b>1 女性瑜伽服市场龙头：在曲折中成长</b> .....	<b>1</b>
1.1 女性瑜伽服巨头成长史 .....	1
1.2 业绩表现出众，负债率低 .....	2
1.3 全球体育用品市值第三企业，近 5 年股价持续横盘 .....	5
<b>2 运动休闲大风起，各家争鸣弄潮儿</b> .....	<b>7</b>
<b>3 产品、营销、渠道、供应链揭秘兴衰起伏</b> .....	<b>9</b>
3.1 以女性瑜伽服作为切入点，拓展品类延伸撬动休闲运动市场 .....	9
3.2 社群营销，精准定位消费人群 .....	14
3.3 坚守直营，打造线上线下全融合社区 .....	19
3.4 强化供应链评估，从源头保证产品质量 .....	21
<b>4 同业对比，lululemon 的未来充满挑战</b> .....	<b>24</b>
4.1 战略对比：各家企业都聚焦北美市场、国际化和电商 .....	24
4.2 Lululemon 前路充满挑战 .....	27

## 图 目 录

图 1: Lululemon 股价表现和驱动因素 .....	1
图 2: lululemon 营收增长率仅次于安踏 (图为营收增速前 5) .....	2
图 3: 过往五年, 公司净利润(百万美元)增长稳健 .....	2
图 4: lululemon 毛利率在同业中排名第一 .....	3
图 5: lululemon 净利率在同业中排名第一 .....	3
图 6: 2017 年 lululemon 营收主要来自美国 .....	3
图 7: 2017 年营收主要来自直营店 .....	3
图 8: 过往几年亚太区是收入增长最快的地区 .....	3
图 9: 过往几年电商收入增速最快 .....	3
图 10: lululemon 存货周转天数仅次于安踏 .....	4
图 11: lululemon 应收账款管理冠绝同行 .....	4
图 12: lululemon 财务风险小 .....	4
图 13: lululemon 长期负债占营运资金占比少 .....	4
图 14: lululemon 流动比率行业第一 .....	5
图 15: lululemon 速动比率行业第一 .....	5
图 16: lululemon 全球店铺拓展稳健进行 .....	5
图 17: lululemon 全球分销中心 (单位: 万平方英尺) .....	5
图 18: lululemon 市值居于体育用品行业第三 .....	5
图 19: 2009 年来, lululemon 市值持续增长 .....	5
图 20: Lululemon 股价表现和驱动因素 .....	6
图 21: 运动休闲风的简要发展史 .....	7
图 22: 2018 时尚秀场运动休闲风层出不穷 .....	8
图 23: 运动休闲市场规模 (十亿美元) 不断扩张 .....	8
图 24: 运动休闲风的主要参与者 .....	9
图 25: lululemon 面料+科技打造爆款 .....	10
图 26: lululemon 对女性运动时胸部的运动进行捕捉 .....	10
图 27: lululemon 的染色和爆款 .....	10
图 28: lululemon 主打面料 .....	11
图 29: lululemon 的产品矩阵 .....	11
图 30: lululemon 电商营收占比不断扩大 .....	13
图 31: Ivivva 产品展示 .....	13
图 32: 男性爆款 ABC 裤子系列 .....	13
图 33: 最新的 insulated jackets 系列开拓户外领域 .....	13
图 34: lululemon 形象大使: Greene (左), 王奥林 (右) .....	14
图 35: Strength to Be 广告宣传片 .....	14
图 36: lululemon 的运营费用率最低 .....	15
图 37: 耐克的 Nike Plus Membership .....	15
图 38: 中国形象大使姚晨 .....	17
图 39: 位于纽约熨斗区的冥想空间 .....	17

图 40: 2018 年 SeaWheeze 跑步路线 .....	18
图 41: 北京 Sweat life 活动现场 .....	18
图 42: Lululemon Lab 店铺设计区 .....	19
图 43: Lululemon Lab 设计产品突破瑜伽范畴 .....	19
图 44: lululemon 除直营营收占比最少 .....	19
图 45: lululemon 直营和电商占比达 70% .....	19
图 46: Lululemon 各渠道收入占比 .....	20
图 47: Lululemon 线下同店增速 (美元不变) .....	20
图 48: lululemon 电商营业利润逐年增长 (单位: 百万美元) .....	21
图 49: lululemon 电商同店收入增速 .....	21
图 50: 近年来供应商家数变化 .....	22
图 51: Lululemon 供应商分散在世界各地 .....	22
图 52: Nike、阿迪和 lululemon 发展战略对比 .....	24
图 53: Lululemon 2020 年发展目标 .....	24
图 54: lululemon 北美市场增长率稳定 (单位: 百万美元) .....	24
图 55: Lululemon 全球各地市场开设店铺对比 .....	24
图 56: lululemon 亚太增速最快 (单位: 百万美元) .....	25
图 57: Lululemon 在亚洲直营店布局 .....	25
图 58: Lululemon 亚太地区增长快 .....	26
图 59: lululemon 电商比实体店增速快 .....	26
图 60: 耐克、阿迪、露露运动背心价格比较 .....	27
图 61: 耐克、阿迪、露露瑜伽裤价格比较 .....	27

## 表 目 录

表 1: 公司不良事件回顾 .....	2
表 2: lululemon 全球店铺变化 .....	25

# 1 女性瑜伽服市场龙头：在曲折中成长

Lululemon (LULU.O) 是加拿大运动休闲服饰领导品牌，其名下子品牌包括主要经营女性儿童服饰的 Ivivva。其经营产品主要包括男士和女士体育休闲服饰和女童运动服饰，以休闲感、功能性以及高价位著称。具体产品包括瑜伽、跑步、综训所用的运动上装、短裤、长裤，以及包，袜子，内衣，瑜伽垫，水瓶等其他运动配件。其销售市场聚焦北美，同时涉及澳洲（澳大利亚、新西兰）、欧洲（英国、德国）和亚太市场（中国、韩国、日本、新加坡）。

在产品上，公司以消费者为中心，在面料和产品上的不断创新，打造出一个个销售爆款。在渠道上，利用线下 404 家门店（17 年底数据）打造社区，将品牌文化具象化以提高消费者粘性，在舒适的环境下，品牌将产品与免费瑜伽课相结合，再利用情景体验促成购买。电商平台成为其拓展未开发市场的重要工具，成为营收增长的强势力量。营销手段上，其独特的营销方式——社群营销，将其运动理念通过关键领袖（KOL）和社区活动深入人心，吸引具有相同理念的消费群体和员工，共同创造价值。在供应商方面，虽然其产品屡遭召回危机，但 2014 年后在供应商筛选和监督机制上的规范化努力，有望使其产品脱离质量和形象危机。2017 年，公司制定了电商+男装+北美+国际化的发展战略，未来几年我们认为公司有望通过这些增长点重塑品牌实力。

## 1.1 女性瑜伽服巨头成长史

Lululemon 由营销天才 Chip Wilson 于 1998 年在加拿大温哥华成立。起初，它只是一家设计工作室，白天用来做设计，晚上用来经营瑜伽房。2000 年 11 月，lululemon 在温哥华开张了其第一家实体店，并在 2001 年伊始，开始销售瑜伽服饰。

图 1: Lululemon 股价表现和驱动因素



数据来源：公司年报，西南证券整理

虽然，自成立以来，伴随着稳健的战略拓展和产品创新，公司始终能够抓住消费者的胃口，创造出一个又一个的爆款，保持较高的成长性。但是，lululemon 的发展也并非一帆风顺。尽管 lululemon 的产品强调健康、舒适、高品质，但同时也被批评为“狂热，过于时髦（作为运动产品）和价格过高”，而由于质量问题引起的召回，以及不断发生的有损公司名誉的事件也成为困扰公司发展的重要阻碍，使得公司在短短 20 年内面临了 4 次管理层换血。

**表 1: 公司不良事件回顾**

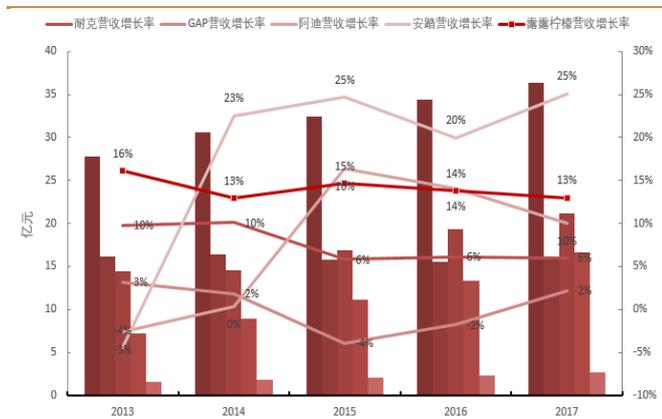
发生时间	产品召回	发生时间	管理层变动	发生时间	其他丑闻
2010	可循环使用购物袋涉及铅超标	2013	CEO Christine Day 引咎辞职	2007	纽约时报指责其主打面料 Vitasea 涉嫌虚假宣传
2013	黑色 Luon 瑜伽裤过于纤薄, 有洞、开线	2015	Chip Wilson 离任董事长	2011	门店职工 Brittany Norwood 谋杀其同事 Jayna Murray
2015	产品束带设计可能带来危险	2017	CEO Laurent Potdevin 与女性员工有染, 涉及利益输送	2013	创始人 Chip Wilson 在电视节目中指責女性过胖体型

数据来源: wikipedia, 西南证券整理

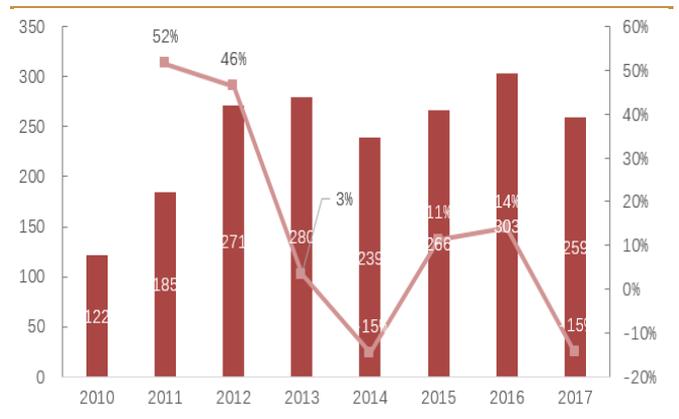
## 1.2 业绩表现出众, 负债率低

### 1.2.1 公司盈利能力强, 每年增长稳定

Lululemon 以女性瑜伽裤起家, 一路引领运动休闲风, 其竞争对手既包括运动服饰大牌 NIKE, Adidas, PUMA, Under Armour, SKECHERS, 安踏, 李宁等, 也包括休闲服饰巨头 A&F, Gap 等。由于产品品类不如其他运动品牌和传统服装品牌多, 加之消费群体的小众, lululemon 在营收规模上弱于其他公司, 但公司的营收增长最为稳定。从盈利能力上看, 公司的毛利率和净利率均位列行业第一。

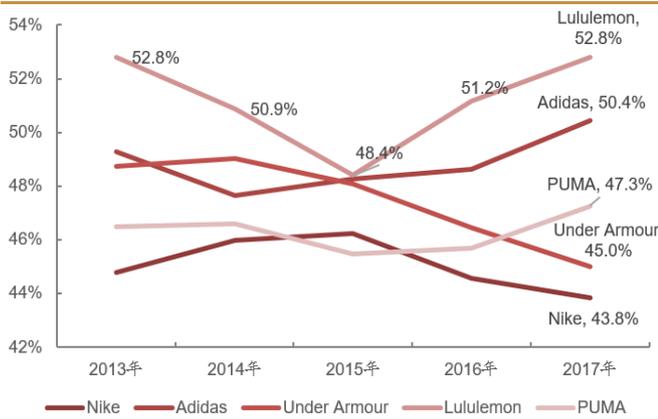
**图 2: lululemon 营收增长率仅次于安踏 (图为营收增速前 5)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 3: 过往五年, 公司净利润(百万美元)增长稳健**


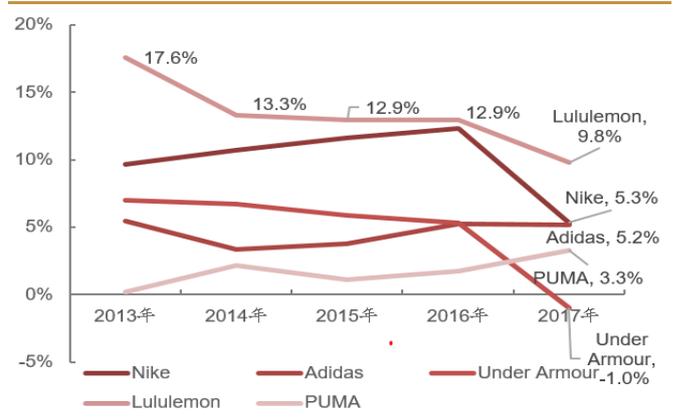
数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 4: lululemon 毛利率在同业中排名第一



数据来源: Wind, 西南证券整理

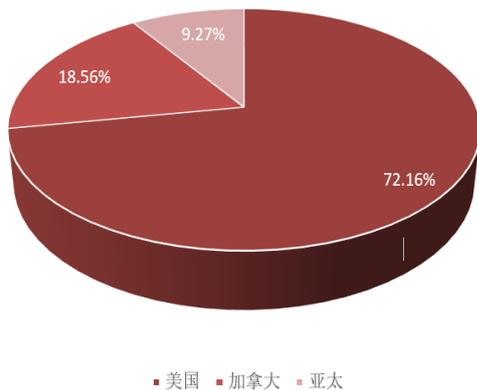
图 5: lululemon 净利率在同业中排名第一



数据来源: Wind, 西南证券整理

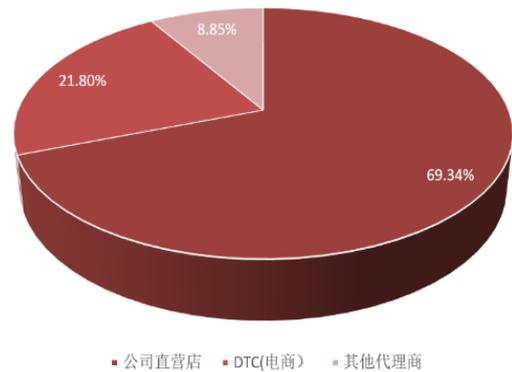
从地区分布上来看,公司的营收主要来自于北美地区,且由于公司的渠道大部分是直营店,营收也主要来自于直营店。但亚太区和电商在近几年增速较快,成为收入主要新增贡献点。

图 6: 2017 年 lululemon 营收主要来自美国



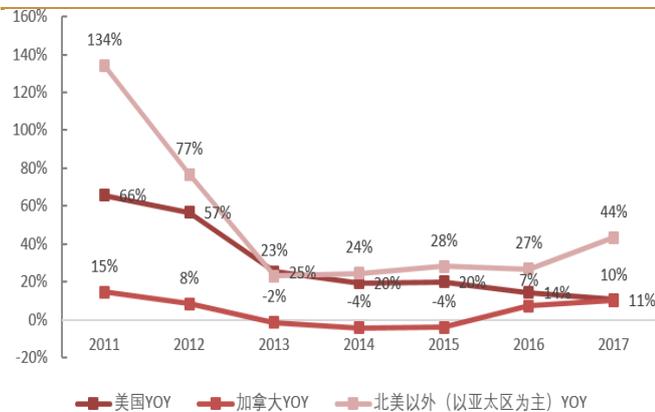
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7: 2017 年营收主要来自直营店



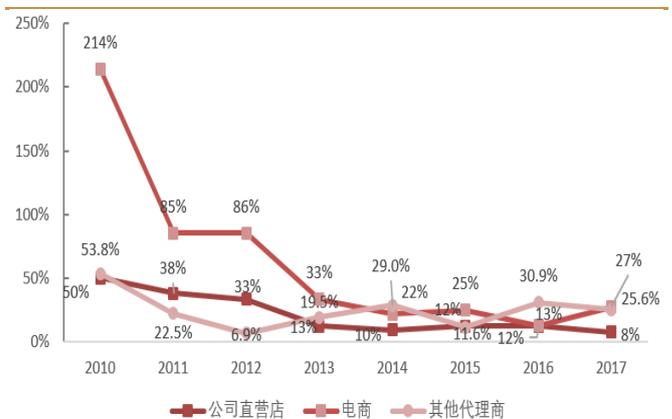
数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 8: 过往几年亚太区是收入增长最快的地区



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9: 过往几年电商收入增速最快

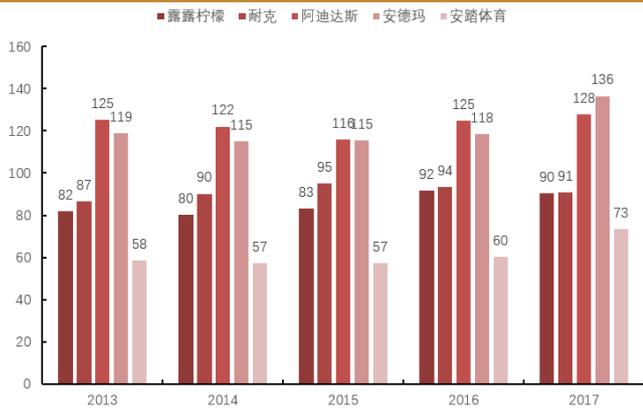


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

### 1.2.2 营运能力较强，存货管理较强，应收账款管理显示出强议价能力

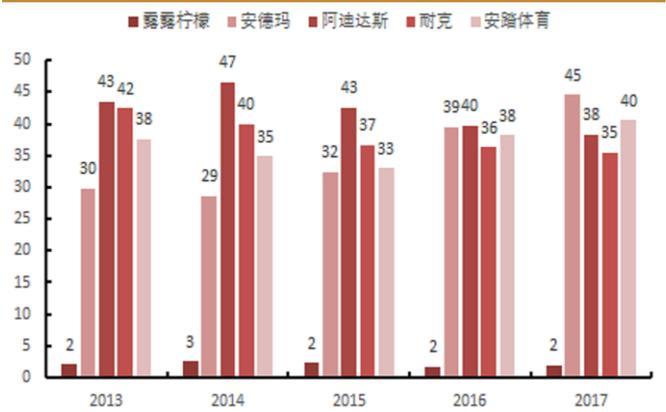
公司在存货和应收账款管理上也维持在行业前列，显示出公司较强的运营管理能力。从存货周转天数上看，lululemon 基本稳定在 80 天至 90 天。存货周转天数最少的安踏，凭借着在中国广阔的批发渠道，实现存货的高周转。反观 lululemon，直营店铺占比极高，能做到如此高效的存货周转的确体现了其强劲的产品力和存货管理能力。也正是因为较高的直营店铺占比，使得 lululemon 的应收账款相对同业来说，周转最快，有利于公司的现金流动。

图 10: lululemon 存货周转天数仅次于安踏



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 11: lululemon 应收账款管理冠绝同行

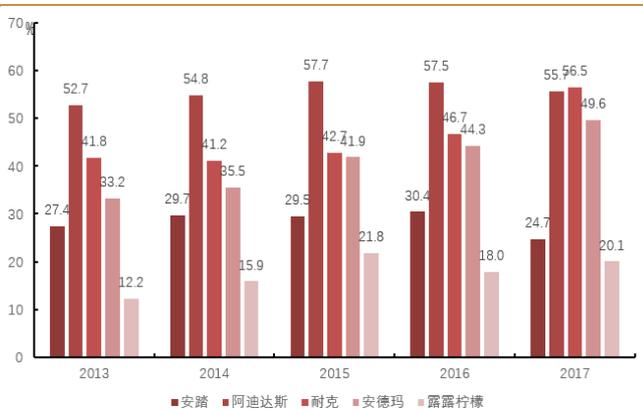


数据来源: Wind, 西南证券整理

### 1.2.3 偿债能力强，低杠杆运营减少财务风险

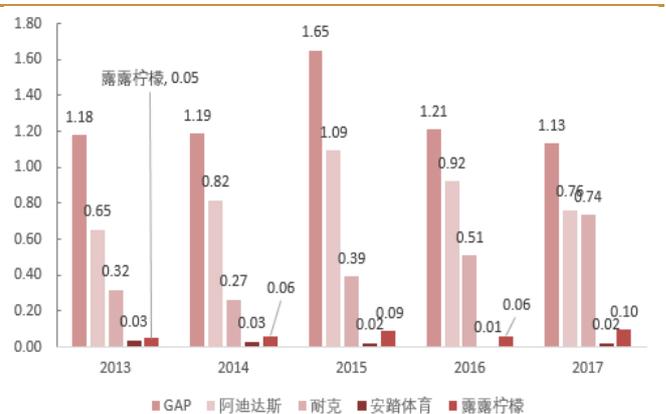
相比于行业平均 40% 的资产负债率，lululemon 的资产负债率长期在 10%~20% 之间，且流动比率和速动比率都居行业第一，这主要得益于其有效的存货管理以及应收账款管理能力，为其获得充足的现金流。此外，相较于 Nike 和阿迪遍布全球的物流分销网络，lululemon 在全球一共才 4 处，总面积不及耐克在孟菲斯的一家物流中心，而且 4 家物流中心中有 3 家非自有资产，对于资金的占用也相对更少。而其每年的拓展速度和规模也远不及其他公司速度快、规模大（2013 年以来平均店铺增速 14%，且基数不大），我们认为，在未来销售情况不出现显著转变的情况下，低杠杆运行的状态有望持续。

图 12: lululemon 财务风险小



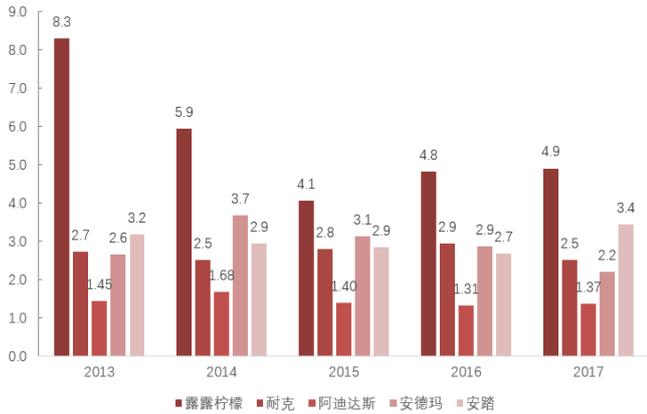
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: lululemon 长期负债占营运资金占比少



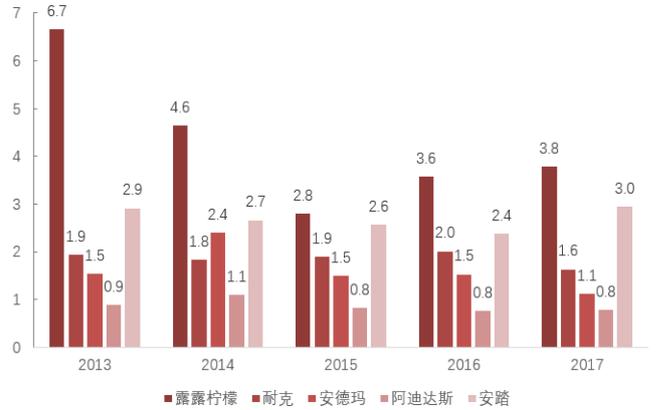
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: lululemon 流动比率行业第一



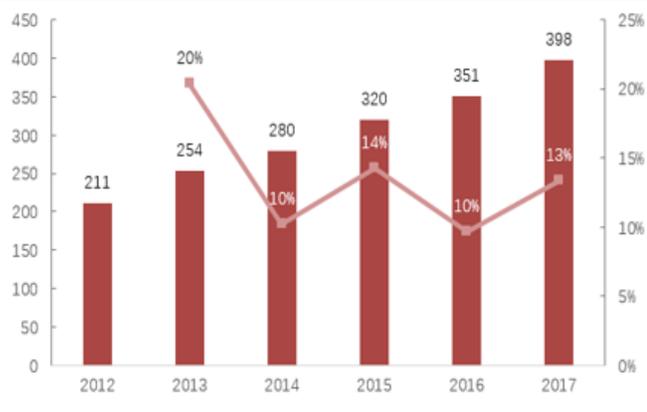
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: lululemon 速动比率行业第一



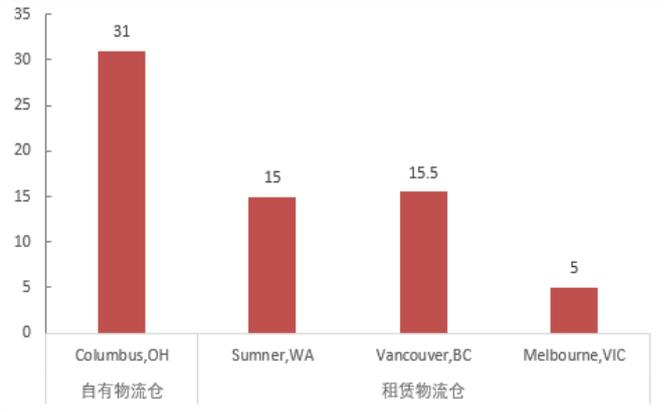
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: lululemon 全球店铺拓展稳健进行



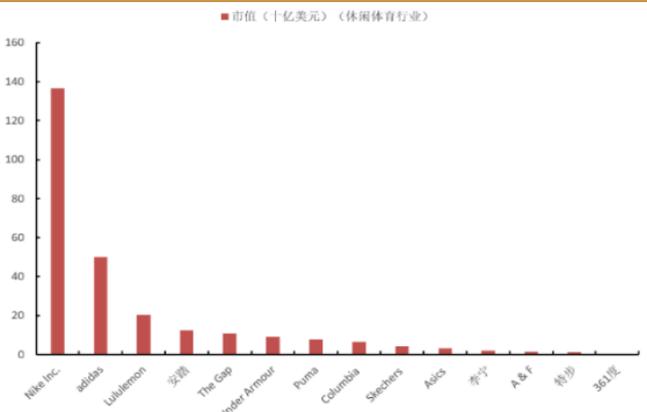
数据来源: lululemon 年报, 西南证券整理

图 17: lululemon 全球分销中心 (单位: 万平方英尺)



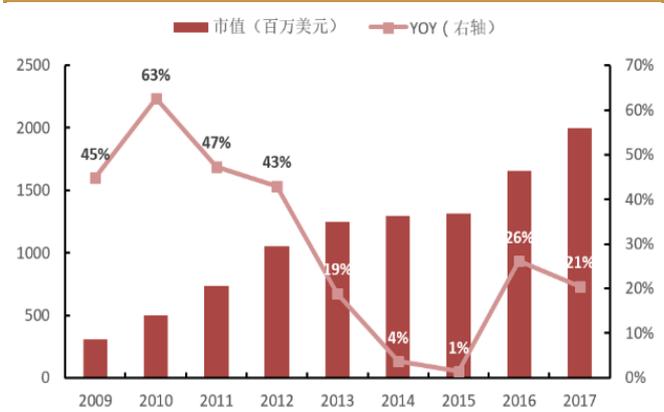
### 1.3 全球体育用品市值第三企业, 近 5 年股价持续横盘

图 18: lululemon 市值居于体育用品行业第三



数据来源: Wind, 西南证券整理

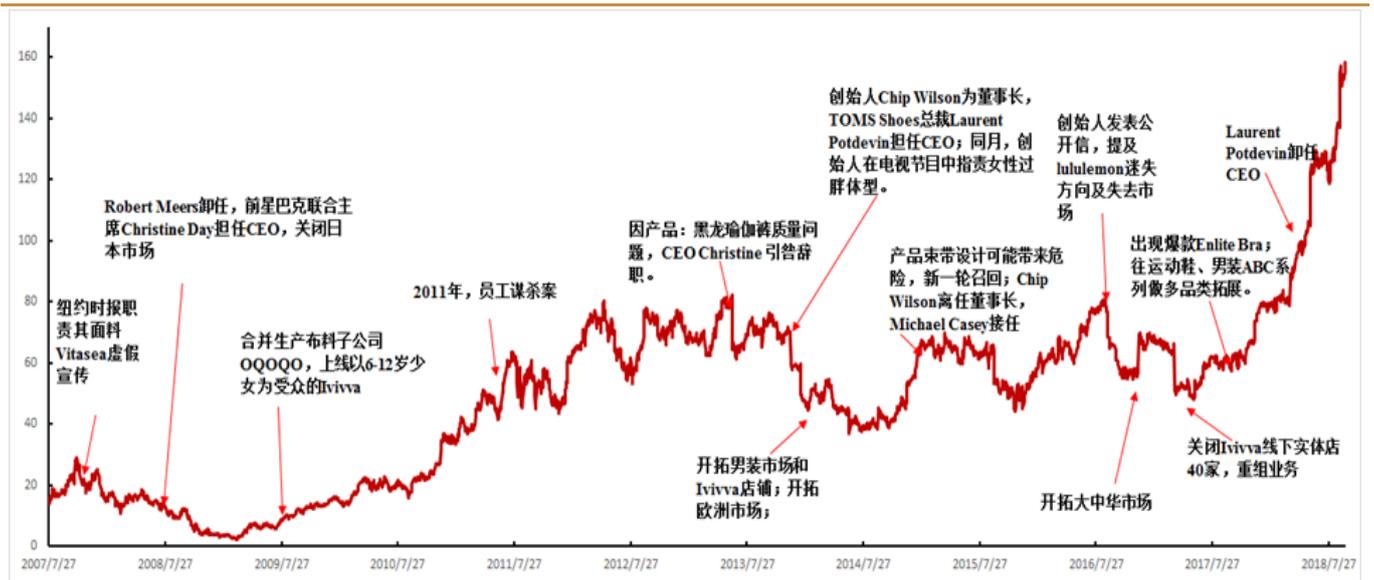
图 19: 2009 年来, lululemon 市值持续增长



数据来源: Wind, 西南证券整理

2018年，lululemon 市值在体育用品行业中排名第三，仅次于 NIKE 和 Adidas，且从 09 年上市以来，持续增长。近 5 年，由于产品质量问题、管理层动荡以及北美运动市场的低迷，公司的股价出现持续横盘。18 年以来，在北美宏观经济全面复苏的大背景下，公司业绩增长迅猛，收入同比增长 23%，同店增长 20%，其中线上电商成为主要贡献力量，增长 60%（线下门店增长 6%）。Q2 公司收入同比增长 24%，同店增长 19%（线下 10%，电商 47%），不断超市场预期。同时，男士 ABC 裤和女士 Enlite 运动内衣等爆款持续发力，电商发展加速，国际化战略的推动，公司股价创历史新高。

图 20: Lululemon 股价表现和驱动因素



数据来源: Yahoo 财经, 西南证券整理

2014 年年初开始，股价跌幅明显，主要受产品质量问题余温、男装市场开拓和 Ivivva 加速店铺开设影响，业绩增长不佳，同店增长放缓，利润同比增长 3%，加之创始人针对女性的不当言论，给公司形象带来更坏影响。

2015 年，公司再次聚焦到产品设计和供应商改善上，上线了第一个全球投放的产品系列。但同年由于产品束带设计的召回和管理层的再次换血，使得股价一直处于横盘状态。

2016 年，受 Ivivva 开店表现不如预期，Q2 公司同店增长开始放缓。同年，lululemon 宣布进军中国大陆市场，在上海开设了第一家公司直营的实体店，Q3 业绩逐步出现复苏迹象。同期，公司开始计划关闭 48 家 Ivivva 门店，使得 17 年 Q1 和 Q2 同店增速进一步放缓。

2017 年，是 lululemon 的重要变革年。其年度经营重点突出 4 项核心：电子商务，男士产品，北美市场和国际化步伐，辅以持之以恒的产品创新，差异化品牌和社群营销、垂直整合战略。在产品创新上，推出爆款 Enlite Bra 和男士 ABC 裤系列。在电商上，重新推出网站，通过升级的视觉效果、增强的故事和整合 Ivivva 产品进一步推进电商渠道。17 年 Q3 开始，同店增长复苏，剔除因关闭 Ivivva 店铺带来的成本减少，17 年创造 13% 净利润的增长，获得 7% 的同店增长，股价也开始复苏。

## 2 运动休闲大风起，各家争鸣弄潮儿

运动休闲 (Athleisure)，被定义为既可以在运动场合穿着，也可在其他场合（包括工作室、学校等其他社交场合）穿着的一种新时尚。运动休闲服饰从瑜伽裤兴起，如今还包括紧身衣、运动鞋、绑腿、短裤等等，并迅速拓展到跑步、综训等等日常运动领域。

### 运动休闲的诞生：千禧一代崛起和纺织行业技术突破的推动

伴随着面料创新能力的不断提升，服装和鞋类在透气、轻便、防水上能做到更好，从而在拥有更多功能属性和更舒适的同时，设计的时尚感也不断加深。同时，随着占美国总人口 28% 的千禧一代的崛起，他们对健康和运动的热爱不断增加，以及工作场所的文化转变，使人们更容易接受穿着运动鞋和运动裤到办公室。他们对时尚个性化以及舒适度的追求，催生了运动休闲行业的诞生。

2003 年可以看作是运动休闲的萌芽之年，PUMA 与高端服装设计师 Neil Barrett 合作推出了 96 小时时装系列，通过技术设计使得服装既实用又适用于应对其他任何随时变化的场合，帮助消费者从家庭通勤到工作会议到餐饮等等场合的随性转变。同年，“Y-3”品牌（日本设计大师山本耀司 x 阿迪达斯）诞生，该品牌可视为运动休闲领域的鼻祖之一。与此同时，Juicy Couture 的天鹅绒运动套装在帕里斯·希尔顿、布兰妮·斯皮尔斯等那一代明星的日常穿着中逐步开始流行。

### 运动休闲的风靡：以体育用品厂商跨界合作为开始，在激烈竞争中持续增长

运动休闲风真正的风靡还属时尚圈的功劳。2011 年，时任 Céline 创意总监的 Phoebe Philo 穿着黑色高领毛衣和深色宽松西裤，搭配 Stan Smith 球鞋在秀场谢幕，使得人们突然意识到运动休闲风是“酷”的，而且这种对时装毫不在乎的 easy chic 在年轻人中间逐步流行。2014 年，运动休闲这一概念被各家设计师慢慢接受。2015 年，运动休闲进入韦氏字典，被解释为“用于锻炼和一般用途的服饰”，我们认为运动休闲风这一趋势的有趣之处是，美学的界限是模糊的，运动赋予时尚以可信度，而运动被赋予了时尚的功能。15 年之后，各大体育服饰生产商开始了风风火火的与娱乐明星、时尚设计师的跨界合作，至此，名人效应彻底点燃运动休闲风暴，在时尚圈挂起一股经久不息的大风。

图 21：运动休闲风的简要发展史



数据来源: baidu, 西南证券整理

2008 年到 2015 年，运动休闲行业平均每年扩张 4.1%，而传统服装每年仅有 0.2% 的增长，并且在这 8 年当中，传统服装只有一年高于运动休闲。据摩根斯坦利估算，2017 年该市场的销售额约为 3.14 万亿美元。到 2020 年，该市场的销售额将达到 3.65 万亿美元，未来 3 年收入复合增速为 5%。尽管运动休闲风在时尚圈已经风靡了几个季度，但仍未有衰退迹象。根据美国 NPD 发布的《The Future of Apparel》的报告显示，2017 年，运动休闲服占美国服装销售总额的比例达到 24%，截至 2018 年 6 月的 12 个月里，美国运动衫销售总额实现两位数增长，运动裤的销售额则增长了 5%，伴随着人们对于服饰舒适性、功能性和时尚感的追求越来越多，以及运动的社交功能属性的增强，我们认为运动休闲品类还能延续强劲表现，而这一趋势，也在 2018 年各大品牌时尚秀场得以验证。运动风与街头风的碰撞，仍然深受设计师们的喜爱。

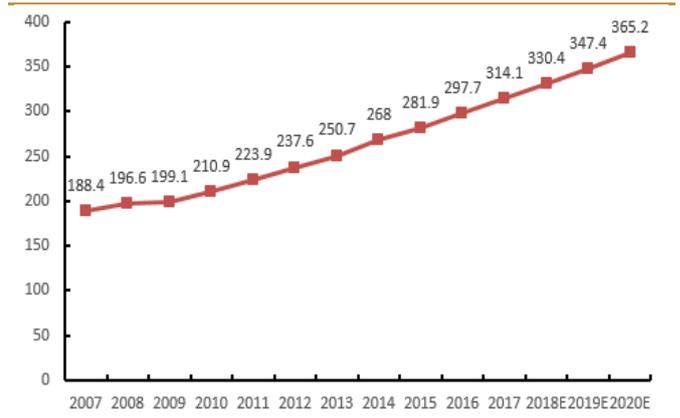
近年来，时尚圈对科技感、包容性和可持续性的关注和表现日益增多，运动风是其中最重要的体现。在全球经济复苏缓慢，关注长期可持续发展的大背景下，年轻一代更加关注自身长期的健康发展，对社会多样性、创造和环保等理念的认同使得轻便简洁、模糊场景边界以及采用环保材料的休闲运动产品更受关注。而 lululemon 作为一家重视环保、科技、关注人长期健康发展的杰出公司，必然能在长期的行业红利中立足。

图 22：2018 时尚秀场运动休闲风层出不穷



数据来源：搜狐新闻，西南证券整理

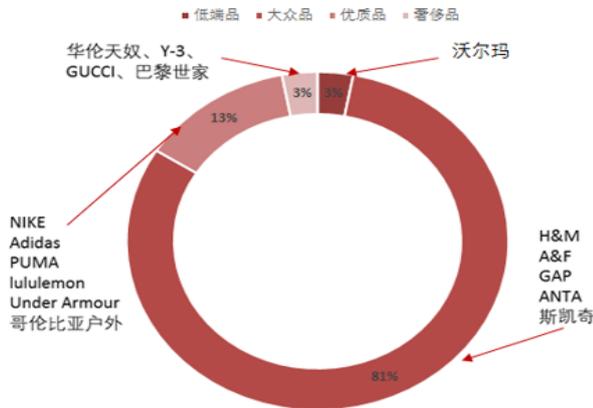
图 23：运动休闲市场规模（十亿美元）不断扩张



数据来源：Morgan Stanley，西南证券整理

伴随着运动休闲风的越刮越烈，运动休闲市场的参与者已不仅仅局限于类似于 Lululemon 这种小众品牌，很多已经存在于体育用品行业和服装行业的巨头，依靠原有的生产线、消费群体、供应链和营销网络也在快速地做出战略调整，抢夺运动休闲市场份额。此外，近年来电子商务和社交媒体的兴起，也在推动着消费者购物习惯的改变，不同品牌不同产品能够找到自己的代言人，通过网络迅速接触到对应的消费者群体，进一步加剧了运动休闲业的竞争。按 EDITD 估算，运动休闲市场集聚了低价品、大众品、优质品和奢侈品 4 种销售定位的产品，其中奢侈品和低价品分羹最少，奢侈品包括华伦天奴、GUCCI、巴黎世家等传统奢侈品品牌，低价品主要由沃尔玛、Target 等零售业巨头提供，而大众品主要是由传统快时尚品牌 A&F, H&M, GAP 等提供，占据了行业的 81% 的大部分市场。lululemon 与耐克、阿迪等一样定位稍高，属于优质品市场。我们认为，运动休闲的服饰的实质依旧在于运动，是伴随着消费者从办公室到健身房趋势来兴起的，尽管时尚和运动的边界在模糊，但消费者对于运动休闲服饰的功能性要求并未降低，而体育用品公司在供应链、运动产品功能性研发方面依旧具备更大优势，在这一风潮中还是能获得最大收益。

图 24: 运动休闲风的主要参与者



数据来源: EDITD, 西南证券整理

### 3 产品、营销、渠道、供应链揭秘兴衰起伏

#### 3.1 以女性瑜伽服作为切入点，拓展品类延伸撬动休闲运动市场

##### 3.1.1 面料+科技，以优质设计撬动专属市场

在整个运动休闲市场，Lululemon 都是一个特殊的存在，它以瑜伽裤为切入口进入市场，目前将业务拓展到运动休闲女装、男装以及女童装三个方面，涉及领域从瑜伽拓展到跑步、舞蹈、综训等，而其在质量、科技感和设计感等方面也给消费者留下了正面的印象。

由于 Lululemon 的产品基本以服饰为主，面料作为决定服饰差异性的核心因素，也是 lululemon 产品核心竞争力所在。Lululemon 以高质量、高科技、重性能和舒适度著称，为设计出具有差别度、贴近消费者需求的产品，公司通过其各项技术（原创与非原创）和独特设计，设计出具有轻质、高弹性、防菌、防水、速干、吸汗、光滑、柔软特质的面料，结合时尚、贴近自然、艺术感的印染工艺，生产出一批批热卖的系列产品，其中包括挽救 lululemon 绩效的以 Everlux 为布料的 Enlite 内衣系列；突破传统男装约束，解决男性“裆部问题”，以专利面料 Warpstreme 灯芯布为原料的 ABC (Anti-Ball Crushing) 男裤系列，成功打入男性市场。除此之外，每年 lululemon 也会发布胶囊产品，在一年一度的 SeaWheeze 半程马拉松比赛前发布，以吸引忠诚消费者的眼球。

图 25: lululemon 面料+科技打造爆款



数据来源: lululemon 官网, 西南证券整理

其前任 CEO Laurent Potdevin 表示, lululemon 本身就是一家科技公司。在宣传中, 也突出强调 lululemon 的设计结合力学, 神经学和行为心理学等前沿科技。2017 年, lululemon 又收购一家加拿大自行车服饰公司 7mesh 的少数股权, 以获得在面料技术方面的突破。

在研发 Eeverlux 时, 起初, 公司只是为了了解女性运动过程中胸部运动的位置变化, 以及对运动可能产生的妨碍和身体的不舒适感, 但随着研究的深入, lululemon 甚至在实验室采用电子捕捉女性运动时胸部各个位置的变化以获得对研发有用的信息。在两年的努力下, lululemon 成功研发高弹性、贴合人体、柔软异常、速干吸汗的 Enlite 运动内衣系列。虽然这款内衣定价高达 850 元人民币, 但该产品一经上市, 就受到忠实消费者的追捧。

图 26: lululemon 对女性运动时胸部的运动进行捕捉



数据来源: Lululemon 官网, 西南证券整理

图 27: lululemon 的染色和爆款



数据来源: Lululemon, 西南证券整理

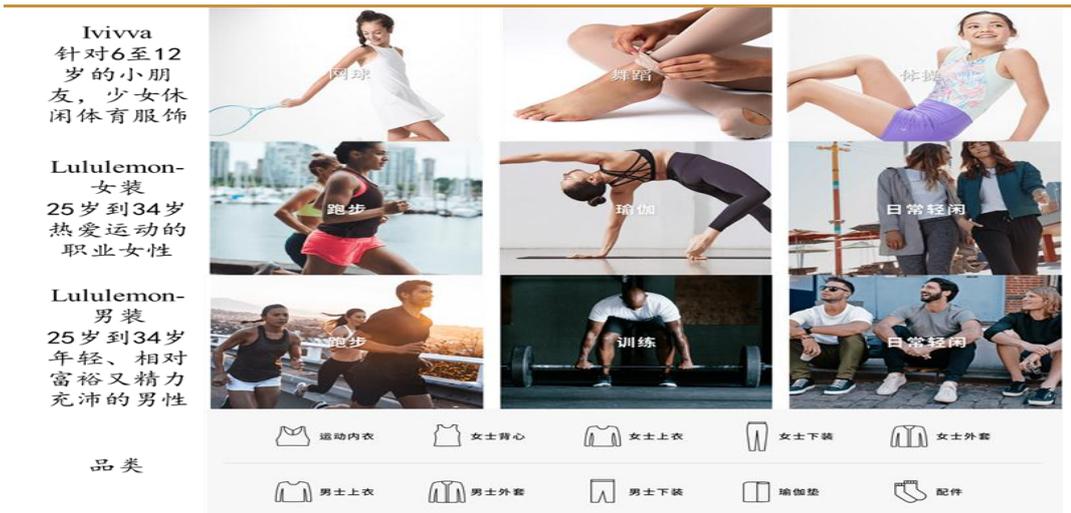
图 28: lululemon 主打面料



数据来源: lululemon 官网, 西南证券整理

### 3.1.2 多品类拓展, 有成有败

图 29: lululemon 的产品矩阵



数据来源: lululemon 官网及天猫旗舰店, 西南证券整理

尽管 Lululemon 一直以鲜明的市场定位屹立于运动休闲市场, 但这种单一的产品战略将会面临极大的市场风险。这种风险一方面来自其自身定位的狭窄, 毕竟女性瑜伽服市场相较于整个体育用品市场依旧是极小一类。2012 年, 根据《瑜伽杂志》的研究, 美国 82.2% 的瑜伽练习者是女性, 只有 17.8% 是男性。巨大的性别差异分解了 lululemon 的收益来源。此外, 伴随着耐克、阿迪、UA 对女性市场的不断加码。2017 年, 女士品类占耐克总收入的 29%, 耐克还制定了 2020 年女性品类收入扩大到 110 亿以及未来有在运动内衣这个品类上奠定领导者地位的目标。2017 年, 阿迪在女装市场上也实现了超过 20% 的增长。2016 年, Under Armour 的女性消费者已经增加到 6 亿, 快要赶上其男性业务的大小。因此, Lululemon 的多品类拓展也是做大做强必经之路, 但多品类的延伸并非一帆风顺, 旗下的女童运动服饰品牌 Ivivva 在 2017 年关闭了大部分店面, 转为线上经营, 现存的几家线下门店也是和 lululemon 主品牌一起作为综合店出现。

Iviva 的失败：错误的定位和定价，社群营销难以发挥作用。

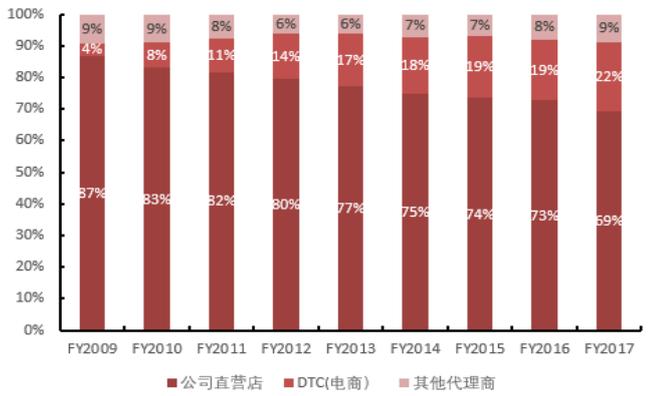
第一批 Iviva 商店在 2009 年开业于加拿大的温哥华，维多利亚和卡尔加里，其主要目的是作为线下的女童服饰拓展的试验田。2011 年，Iviva 有了线上商城。Iviva 在创立之初给 lululemon 带来了不小的收益，特别是 2014 年，当其女装产品受挫时，它的销售额增长了 17%，这使它成为当年 lululemon 为数不多的亮点之一。然而，在 2017 年，面对其销售业绩下滑，lululemon 决定关闭 40 家 Iviva 线下实体店，剩下 15 家中的 7 家改成 lululemon 男女装产品商店，8 家被忠诚消费者留下来。

虽然 lululemon 作为传统女装运动休闲品牌，在女童运动休闲产品这块处女地上有自己的优势，但是由于在数字化营销盛行的当下，Iviva 实体店未能将 lululemon 擅长的社群营销发挥出应有的水平。

**市场狭小，定价过高是 Iviva 发展失败的重要原因之一。**Iviva 的定位群体为 6-12 岁的少女，提供舞蹈、瑜伽、滑冰到各种球场运动的服装。虽然 Iviva 的价位略低于 lululemon，但是比其他品牌的女童服饰贵很多。以其女童卫衣为例，耐克最贵的为 369 元，阿迪为 499 元，而 Iviva 则为 540 元。高定价使得原本狭小的女童运动市场变得更为狭小。另一方面，其质量问题同其女装一样，Business Insider 的报告称 Iviva 的 Facebook 主页上，有许多消费者抱怨产品布料过薄以及起球问题。我们认为，年轻女孩群体对运动服装有一定的需求，但由于他们处于生长期，较快的更换衣服频率和个人喜好的变动，不足以支撑一个定价昂贵的产品网络。

**社群营销在少女群体中发挥作用力有限，电商发展略慢于其他龙头。**2008 年经济危机后，北美大多数消费者都更加关注那些降价的商品，而线上商店节省了大量的成本，使得各大品牌有能力降价，因而许多品牌都转向线上市场，而非专注于实体店市场。随着越来越多的消费者被吸引到在线渠道，那些不能够为消费者创造线下体验价值的实体商店越来越快地关闭。在运动服饰领域，商店的关闭尤其残酷，2017 年，北美运动零售商龙头 Sports Authority 和 Dick's Sporting Goods 都在大面积关店。从营收结构上看，Lululemon 的电商占比仅为 22%，相较于 Nike 的 30% 多依旧偏少，但由于 lululemon 其一贯以来的成功不是通过在实体店降价，而是通过其健康时尚的商店设计和强烈的社群营销增强消费者体验。进入商店后，购物者进入一个社区，在那里有免费的瑜伽课程，有一群热爱瑜伽的伙伴，可以获得幸福的社交体验。然而这套理论放在童装上就不成立了。主要由于 6-12 岁年龄段的儿童的购物选择大多由母亲完成，社群营销实体店对孩童的吸引力更弱，而 Iviva 的实体店没有与 lululemon 女装放在一起销售，而是单独设店，购物的母亲来逛 Iviva 是专门而来，而非像男装一样顺手挑选，和其他品牌比，购物连带率也会下降，因而在实体店影响力下降的情况下，错误的定价以及渠道战略是 Iviva 失败的主要原因。

图 30: lululemon 电商营收占比不断扩大



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 31: Ivivva 产品展示



数据来源: lululemon 官网, 西南证券整理

### 男装的成功: 产品及营销的多重助力

根据 NPD Group 统计, 在 2013 年, 美国男装市场的销量增加了 5% 至 608 亿美元, 其中男裤增长 12%。面对着过去自己专长的女装领域已进入平稳增长区间, 伴随着男装市场的日益扩大, lululemon 于 2013 年正式抓住这个弯道超车的机会开展男装业务。2016 年第一季度, 男装销售额增长了 21%, 而在之前的季度里, 男装的增速一直保持在 15% 以上。2018 年 Q2, 男装收入占比达到 19%, 运动裤系列产品的同比增长高达 30%, 男性运动裤产品系列越来越受消费者喜爱。预计在 2020 年, 男装业务乐观实现 10 亿美元的销售, 占总销售额的 25%, 男性顾客占消费者比例达到 40%。

### 创新打造爆款产品, 成功打入男性市场

成功的爆款 ABC (Anti-Ball Crushing) 裤的推出, 帮助 lululemon 快速打入男装市场。这条裤子专门解决男性裤裆太紧造成尴尬的问题, 直白地翻译过来叫做“防止蛋蛋撞击裤”, 这条裤子既舒适又有型, 比正装舒服, 又不像运动装那样松松垮垮, 又不像牛仔裤那样随便。这条裤子适用于很多场合: 婚礼、上班、骑车、登山、运动。Lululemon 还为这条裤子拍摄了一段幽默的广告, 吸引了许多消费者的目光。此外, 网上对这条裤子的好评者甚至为它专门建立了一个网站——LuluMen。除了 ABC 裤持续的提供收入外, lululemon 还在不断创新推出新品类比如适用于新的办公室通勤系列 On the Fly 也广受好评。后续公司还将进一步扩充外套等户外运动品类, 加速收入增长。

图 32: 男性爆款 ABC 裤子系列



数据来源: lululemon 官网, 西南证券整理

图 33: 最新的 insulated jackets 系列开拓户外领域



数据来源: lululemon 官网, 西南证券整理

### 鼓舞人心的营销口号，利用普通人形象大使加强与消费者之间的联系

Lululemon 男装的口号是“身着天性，尽显本色”。这条口号激励着越来越多的男性忠于、表达真实的自己；拒绝墨守成规，以传递真正贯穿内心和身体的男性力量。以其一个男性代表为例，从不会游泳到“中国第一位自由潜突破百米深度的潜水竞技运动员”王奥林在一次次的下潜中，不断习练勇气、耐心、平衡、信任及专注，在深邃的海底探索未知的世界和未知的自己。

而在 2017 年 9 月，lululemon 推出了针对男性市场主题为“Strength to be”的 5 支宣传广告，这支广告分别展示了 5 位成功男性是怎样展示内在力量和塑造自我意识的。这种营销宣传完全由其社群营销的策略脱胎而生，lululemon 从普通人中挑选男性形象大使，包括 30 岁的整骨医师加健康中心联合创始人 Greene，一位厨师和餐馆经营者 Jeff Mahin，一位基金联合创始人 Adam Garone 等等，由他们转化身边人成为男装产品的消费者。

图 34: lululemon 形象大使: Greene (左), 王奥林 (右)



数据来源: lululemon 官网及百度百科, 西南证券整理

图 35: Strength to Be 广告宣传片



数据来源: lululemon 官网, 西南证券整理

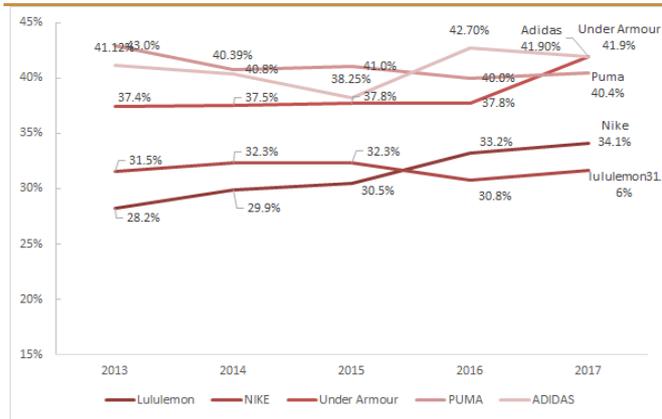
### 吸取 Ivivva 失败教训，独立门店与女装门店并行开设

2014 年，第一家男装店在纽约曼哈顿开业，随后又在洛杉矶的西田购物中心开了一家男装旗舰店，店内装修走极简风格，偏男性气息。虽然有一些专门的男装店，但总的来说，男装还是通过已有的女装店面来销售，可以提升男装产品连带率。18 年 Q2，公司新开了 7 家男女装联合门店，平均每家的增长高达 40%，男装的增速高于女装，同比增长了 70%。

## 3.2 社群营销，精准定位消费人群

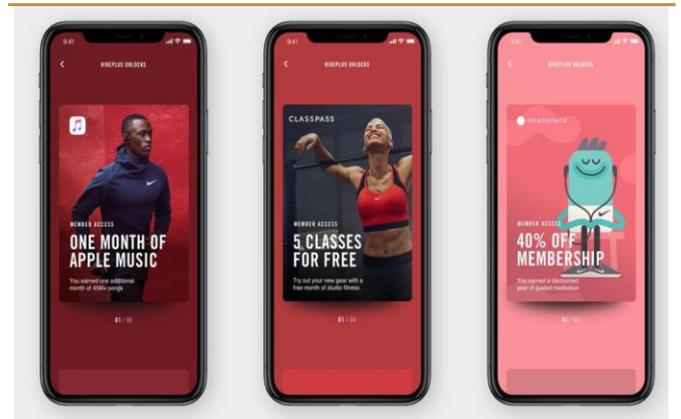
纵观体育用品三家重点公司，在营销方式上各有千秋。耐克通过独特的情感营销和埋伏营销降低营销成本、深入人心；阿迪通过投资大型赛事和形象代言人推广品牌；而 lululemon 通过独有的社群营销笼络和巩固忠实消费者，精准定位细分市场消费人群。但从整体的营销支出上看，lululemon 的营销投入并不如耐克和阿迪大，主要是由于耐克、阿迪在营销策略上，除了抽出自己的亮剑外，在其他的营销手段上投入颇多。例如耐克的营销策略从球星代言到社交媒体传播，从情感营销到埋伏营销，从社群营销到专属定制化推荐，在各种营销方式上，可谓是全面开花。

图 36: lululemon 的运营费用率最低



数据来源: wind, 西南证券整理

图 37: 耐克的 Nike Plus Membership



数据来源: nike news, 西南证券整理

但是, lululemon 在社群营销上作出了无人超越的地步, 其在社群营销上的坚持投入和专注也为其赢得了专属的忠实市场, 并形成了它的一种企业形象, 鼓励个人在群体中分享、交流、共同促进个人的健康发展, 实现每个人的人生目标。

### 3.2.1 留住忠诚顾客, 社群营销成为潮流

社群营销 (Community Marketing) 作为一种营销策略, 让消费者参与到一种积极的、非强制性的场景和对话中, 形成一种志同道合人组成的社区。社群营销可以在线下狂热团体、线上群组、在线留言板等地方形成。这些社区为成员提供了一个地方, 让顾客知道自己的需求, 并给公司提供反馈, 让顾客成为公司围绕的核心。相比于广告、促销、公关和销售等其他营销手段专注于获得新的客户, 社群营销则专注于现有客户的感知需求, 维持现有客户的忠诚度。

通常意义下, 社群营销有两种类型, 一种是自然而然发生的口碑营销, 另一种是由公司主导的, 通过投资线下活动或者承担企业社会责任而形成对公司产品感兴趣的社区。毋庸置疑, 实施社群营销的公司都或多或少地结合运用了这两种方法。

如今, 社群营销成为越来越流行的营销方式, 具体来看, 社群营销有以下几个优势:

**(1) 更少的营销费用。** Bain 公司 CEO 的 Frederick Reichheld 说过: “收购一个新客户的成本是保留现有客户的 6 到 7 倍。”而社群营销最主要做的就是留住原有的客户。社群营销不需要找市场代言人, 不需要做专门的市场调查, 不需要在价格上做出大幅度的让步, 甚至有的公司在举办社区活动时, 还需要参与者交费。Lululemon 就是很好的例子。Lululemon 2018 年 9 月在温哥华 stanley 公园举办的 SeaWheeze 日落瑜伽派对的早鸟票价为 35 加元。

著名护肤品品牌科颜氏 (Kiehl) 就是社群营销的最好例子。从 1851 年的创立到今天, 这个品牌从来没有做过广告, 包装也很简单, 店面也不花哨。其成功来自于满足客户需求的产品、口碑营销、免费的店内产品试用以及员工与客户之间建立的积极的个人关系。

**(2) 保证忠诚度。** 社群营销试图满足人类最需要的归属感和被理解的感觉。通过参与家庭、俱乐部和社区的活动, 公司与员工, 员工与顾客, 员工之间, 顾客之间形成良好的情

感纽带。顾客和员工在公司的产品、运营甚至营销方面都担任着重要的角色，给人以被需要的感觉。

虽然耐克在营销方面也采用了广告、促销和明星代言等手段，但是其社群营销同样有亮点。例如，耐克的 Facebook 页面接近 1000 万个赞。耐克的忠实拥护者可以获得耐克独家的技术支持、励志名言、照片和视频，以及志同道合的运动爱好者。反过来，耐克通过接触客户的想法、担忧和偏好改进产品和进行技术创新。此外，耐克在培养社区方面做得不错，从推动跑步成为运动潮流，到支持城市篮球运动，到提供机会让女孩成为运动员，耐克用很多活动笼络住了更多的消费者群体。

**(3) 可靠的保证。**社群营销给消费者和公司决策层之间开启一个双向沟通的渠道。公司可以及时地获取消费者的反馈，了解消费者新的需求，从而形成以消费者为中心的产品策略。其次，这种沟通有利于在公司出现危机时及时地与自己忠实的消费者进行沟通，起到良好的公关效果。

星巴克也采用社群营销，他们为咖啡爱好者提供一个叫“咖啡剧场”的体验，每一个细节都经过精心设计。随着越来越多的顾客提出不同的要求，星巴克安排咖啡师们参加跨国的学习，为品牌开发一点多维度的尝试。当科技化的进程导致越来越多的人要求独特，很多消费者也反映星巴克没有自己的特别之处。而星巴克则是受到消费者和咖啡师的创新提议，关注到一种文化潮流叫做“基于消费进行自我表达”，给顾客提供独特的裱花以及可以自由添加的调料。而星巴克的 CEO Howard Schultz 也专门利用新网站 [mystarbucksidea.com](http://mystarbucksidea.com) 建立消费者的线上社区。

**(4) 提供自然而然的创新和再发展。**在变革的时代，企业必须不断改造自己才能生存。不同于向渠道合作伙伴、员工、政府、社会和投资者求助，通过与客户合作，公司可以以一种有机的方式进行自我改造。没有新增价值的产品和活动可以被取消、下架，为新计划释放资源。公司将活动的目的集中在理解和满足社区不断变化的需求上，举办活动不仅是在播种新的增长点，也为更大的扩张奠定了基础，加上，不同于广告、促销和代言，公司在举办活动上的开支更加稳定，能够减少财务上的风险。

### 3.2.2 精准定位+社群营销，树立独特企业形象

#### 将客户画像与生活方式相结合，精准定位消费群体

Lululemon 不仅仅在贩卖衣服，而是在出售一种崇尚健康、快乐的心态和生活方式，它对自己的消费者进行了明确的市场定位。男士和女士主要是 25-34 岁的成年人，而 Iivva 主要定位 6-15 岁的女童。而且 lululemon 总能给自己的消费者做出正向的详细描述。“我们主要的目标顾客是成熟又有教养的女士，她们知道健康积极生活的重要性。她们面对职业和家庭的双重责任，怎样平衡工作，生活和健康是她们生活的挑战。她们期望通过健身来获得身体健康和内心的宁静。”而男性消费者则被定义为幽默、有魅力、健康阳光的绅士。

#### 社群营销有利于获得稳定客户群，客户粘性高

Lululemon 利用一系列的社群营销策略来获得稳定、忠诚的消费者。这些策略包括打造店内社区、在普通人中寻找形象大使、定期举办活动、利用社交媒体传播品牌、发展与公司具有相同愿景的员工、电商战略以及独特的定制化设计。

**打造店内社区，尽可能发掘潜在消费群体。**Lululemon 的一个重要销售渠道是瑜伽馆、健身房，健身房的会员们参与瑜伽课程，会批发采购 lululemon 的产品。lululemon 不仅每周定期提供瑜伽教学，也通过与周边酒店等场地跨界开展活动，增强消费者之间的社交体验。在新进入一个市场前，lululemon 会先开设 showroom 发掘瑜伽和健身爱好者，提高他们对瑜伽活动的参与度，在活动体验中增强对公司品牌文化的认知度和认同感。例如 Lululemon 北京三里屯店有一块面积不大的专门供人们交流和报名课程的地方。

与大多数体育品牌邀请娱乐体育明星作为形象代言人不同，Lululemon 选择典型的、有故事的普通人以及普通运动员作为形象大使，利用他们的激情来提升社区的热度。其官网上展示的形象大使就多达 1465 位。包括专业的运动员、健身教练、运动爱好者、各行业的佼佼者，而每个人都有自己强项的运动。这些形象代言人首先通过转化身边的家人、邻居、朋友等为 lululemon 的消费者，再由这些人向外传播，形成不断向外扩张的良好口碑。在中国，lululemon 选择对“Sweat Life”运动有自己理解，通过个人影响力为社区带来更多健身及健康灵感的忠实客户——姚晨为形象大使。在中国北京开展的“*This Is Yoga*”活动上，主办方也挑选了 7 位分享人分享自己的运动故事。

图 38：中国形象大使姚晨



数据来源：搜狐新闻，西南证券整理

图 39：位于纽约曼哈顿区的冥想空间



数据来源：Lululemon Lab 官网，西南证券整理

**定期活动提升品牌曝光度，加强与消费者联系。**lululemon 在一年内会举办多场大型活动，包括每年在温哥华举办的 SeaWheeze 半程马拉松赛、北美 15 个城市的“*Ghost Race*”慢跑活动、伦敦以及跨越中国多个城市的“*Sweat life*”大型瑜伽活动。2016 年，lululemon 通过第一次举办全球营销活动“*This is Yoga*”来推进国际化进程，也是这一年，lululemon 推出专注男性的“*Strength To Be*”活动。此外，假日里，lululemon 还会推出“*Breathe It All In*”活动。

图 40: 2018 年 SeaWheeze 跑步路线



数据来源: lululemon 官网, 西南证券整理

图 41: 北京 Sweat life 活动现场



数据来源: 搜狐新闻, 西南证券整理

利用社交媒体和明星效应, 进一步提高知名度。和耐克阿迪一样, lululemon 也积极利用线上社交媒体传播自己的口碑。Lululemon 的“铁杆粉丝”建立起 Lululemon 博客以及 Facebook 群。而其良好的口碑更是随着艾薇儿, 波姬·小丝, 詹妮弗·加纳、凯特·温丝莱特和凯特·哈德森等明星的选择, 而在 Instagram 等社交媒体上广为流传。

加强电商平台投入, 提升消费者消费体验。当代商业环境下, 社群营销最重要的组成部分就是向消费者直销的电商模式。电商模式既可以帮助公司超越地理限制发展更多忠实的消费者, 又可以帮助公司减轻渠道运营的成本, 提高品牌认知度。而 lululemon 的官网经过多次改造, 丰富的配图和视频, 鲜明的按运动和按品类的分类设计, 专门的线上社区板块设计以及对布料、特点、洗涤要求等的详细说明对消费者能够形成良好的消费体验。

注重消费者个性化需求, 推出定制化服务。大多数的 lululemon 的店铺都会配备裁缝, 帮助顾客现场修改衣服。同时, lululemon 还建立了类似高端成衣店的 lululemon lab, 更好的满足消费者定制化需求。2011 年, 第一家 lululemon Lab 在温哥华开业, 第二家在纽约 Bond Street。作为一个特殊的存在 (更像是 lululemon 的高端成衣店), 其店内的男女装一共有 20 几种, 完全由两位在店内的设计师完成, 他们的办公室就在店铺的后半段, 成为 lululemon 店铺设计的一部分。在这里, 几乎可以看到一件产品是如何诞生的。设计师和助理对着多几十种布料小样或者苹果电脑显示屏进行探讨, 各种草图铺在桌上, 角落里还有几个越南裁缝。这里设计的产品最终会在印度尼西亚或者越南的工厂制作完成。此外, 通过与智能公司 AligOne 合作, 整合消费者在实体和线上的销售数据, 分析消费者偏好, 向消费者提供个性化的推荐。

**图 42: Lululemon Lab 店铺设计区**


数据来源: lululemon 官网, 西南证券整理

**图 43: Lululemon Lab 设计产品突破瑜伽范畴**

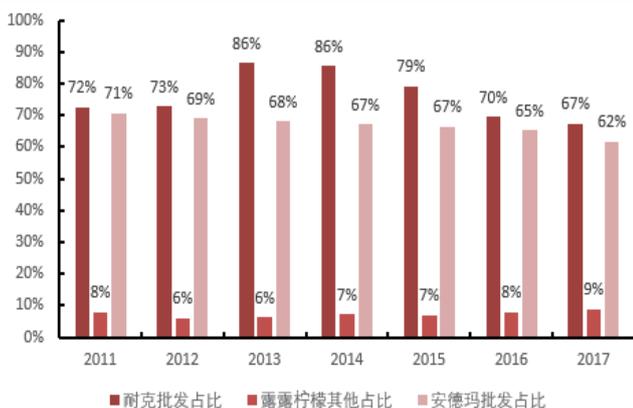

数据来源: 搜狐新闻, 西南证券整理

培育与公司具有相同愿景的员工, 将员工也变成公司价值观的传递者。lululemon 发展了一种独特的企业文化, 其使命是生产出为人们带来快乐、健康、有趣的生活体验的产品。贯穿 lululemon 业务的是一套核心价值观, 其中包括承担个人责任, 培养企业家精神, 以诚实和勇气行动, 重视与消费者的联系和对愉悦生活的选择。这些核心价值观吸引了热情而有进取心的员工, 公司会为员工开展交流活动, 鼓励员工有自己的职业和生活发展计划, 鼓励他们去成功, 努力实现“让世界从平庸变成伟大”的目标。

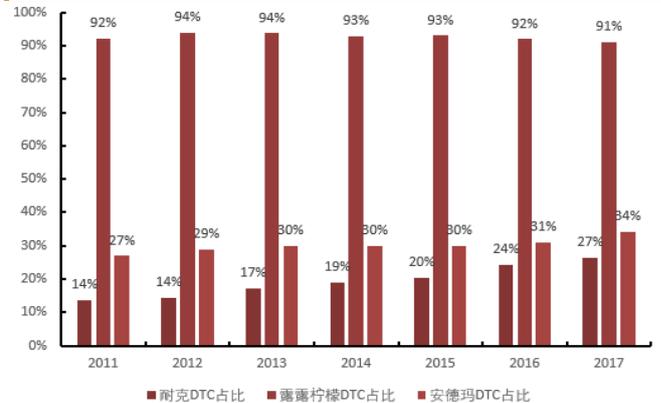
### 3.3 坚守直营, 打造线上线下一融合社区

#### 3.3.1 坚守直营, 确保有效的渠道管理

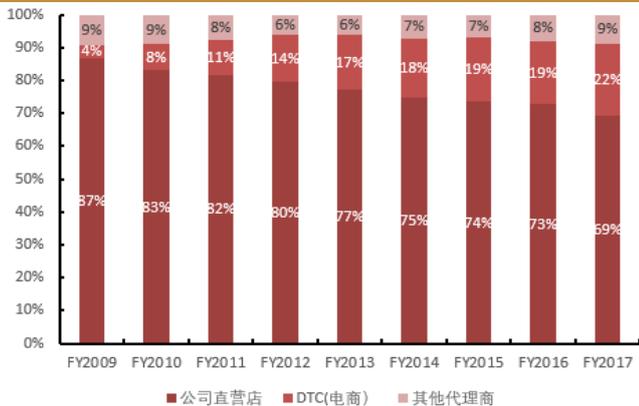
lululemon 实现了公司直营店、DTC 电商、工厂奥特莱斯、临时展示厅、样品间、许可经营商和批发商等全渠道覆盖。与同业不同的是 (如耐克和安德玛主要采用与经销商对接的模式进行销售), Lululemon 一直坚守直营渠道, 不关注批发市场, 即使做批发市场, 也是定位在瑜伽馆、健身房等, 这些地点都是其聚焦的产生品牌认知感的社群场所, 而不是通过传统意义上的间接渠道接触到消费者, 产品在这些场所的销售能够提高品牌在消费者心中的印象, 而且, 通过这些批发商买到产品的终端消费者往往是 lululemon 的忠实消费者。同时, 直营模式下, 管理能更精细化, 使得 lululemon 的营收增速也一直保持着较高的水准。

**图 44: lululemon 除直营营收占比最少**


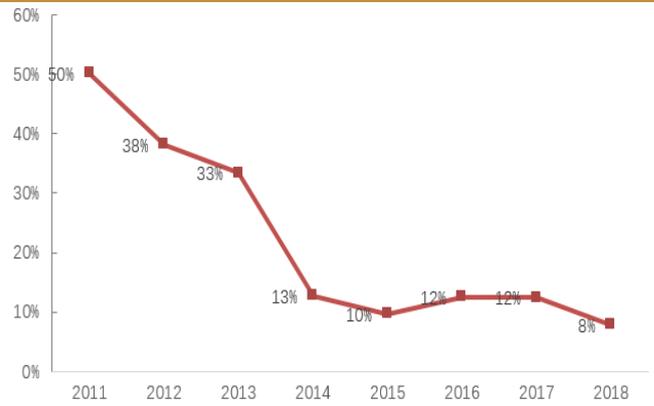
数据来源: 彭博, 西南证券整理

**图 45: lululemon 直营和电商占比达 70%**


数据来源: 彭博, 西南证券整理

**图 46: Lululemon 各渠道收入占比**


数据来源: 彭博, 西南证券整理

**图 47: Lululemon 线下同店增速 (美元不变)**


数据来源: 彭博, 西南证券整理

在直营方面, 2017 年 lululemon 在北美、亚太、欧洲市场运营 404 家直营店, 其中 7 家为 Ivivva 品牌。其直营店主要位于街道、生活馆和购物中心。**2017 年, 经营 1 年以上的店铺的平均面积约 290 平方米, 平均销售额为每平方米 16727 美元。**在公司直营上, lululemon 采用一种“房地产策略”, 即与租赁者协商签订 5-10 年的租赁合同, 在合同期内, 该店铺完全由 lululemon 改造、使用, 但是合同期内不能终止, 至少要支付基本租金, 而合同期止, lululemon 也可能面临着租赁者不继续续约的风险。虽然“房地产策略”从一方面看是 lululemon 重要的运营风险(业绩差劲不得不运营到到期, 业绩良好却可能面临关闭), 但该项政策保证了公司对直营店的控制权, 公司可以在租赁期内对店铺进行随意地改造, 以符合消费者要求的体验感受。而且店内服务人员都是公司直接挑选委派的, 与公司价值主张共鸣, 理解消费者的需求。

较少的批发商以及以公司直营和电商为核心的渠道战略, 保证了 lululemon 强势的议价能力以及有利于维系其定位中高端的品牌形象。较少依赖批发商, 就能够减少因零售商促销而带来的品牌价值的损失, 同时, 公司能与这些批发商建立直接的联系, 确保其符合公司的运营理念, 利于两者建立起长期的合作关系。同时, 较少促销保证的 lululemon 的品牌形象和定位反过来也保证了批发商的商品能够成功以全价售出。

### 3.3.2 加速发展电商, 决战数字化战场

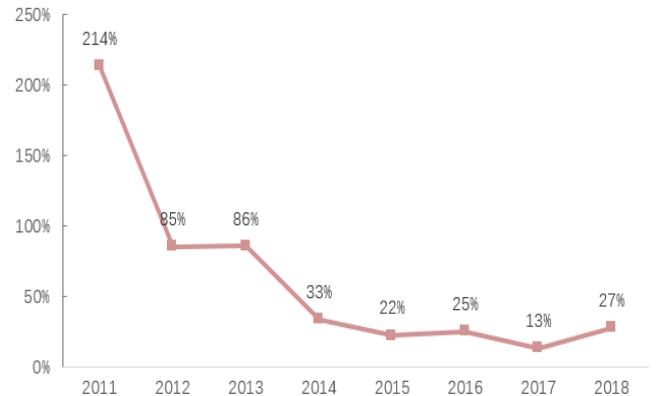
2016 年以来, lululemon 进一步加强了电商发展, 电商也是近几年来公司收入增长较快的贡献点之一。目前, lululemon 将线上线下融合, 打造全渠道社区。利用社交媒体建立线上社区, 发展品牌的潜在关注者。与耐克, 阿迪等运动大牌一样, lululemon 利用社交媒体发展新顾客, 聚集忠实消费者。2011 年以来, Twitter 上的 Lululemon 追随者上涨了 621%, Facebook 上的追随者也增加了 200%。

同时, lululemon 在线上与线下融合上有自己独特的一套。Lululemon 的官网上有形象大使这一专门界面, 截止 2018 年 10 月, 一共有 1465 形象大使, 他们都有自己的个人资料。用户可以过滤页面, 找到特定类型的大使, 这些大使可能与他们自己的兴趣或地理位置相关。这些大使的好处是, 他们是运动领域的专家, 许多教师、培训师和专业运动员, 因此给顾客带来了更大的信任感。比起只看到一个产品或一个展示新系列跑步服装的模型, 一个真正的人的倡导对消费者来说更为可靠。**而在活动界面下, 消费者还可以根据自己的地区找到并报名 lululemon 的线下活动。**Lululemon 通过这些方式将线上顾客引流到线下, 使之成为社群

中真正忠实的运动爱好者。Lululemon 还利用消费者线上消费数据对消费者偏好进行收集，更好的指导未来的产品企划。

**图 48: lululemon 电商营业利润逐年增长 (单位: 百万美元)**


数据来源: 彭博, 西南证券整理

**图 49: lululemon 电商同店收入增速**


数据来源: 彭博, 西南证券整理

此外, 利用电商平台能迅速拓展海外市场。以中国市场为例, lululemon 通过立足天猫, 拓展中国市场。2018 年第二季度 lululemon 电商销售额同比增长 66%, 其中, 中国市场电商业务同比增长 200% 以上。2015 年 11 月, Lululemon 天猫官方旗舰店正式上线, 带来瑜伽、跑步、休闲、训练等类型产品, 每两周就会上架一次新品, 逐步与加拿大同款上新。事实上, 据天猫 2015 数据, 被列为最高等级的天猫 T4 会员数量已经超过 800 万, 是上年同期的两倍, 他们在淘宝、天猫月均消费额超过 4000 元。而 Lululemon 看上的, 就是这些庞大的中国新中产阶级群体, 这与他们自身的客户定位吻合。根据前 CEO Potdevin 的说法, Lululemon 到目前为止在中国的业绩要得益于新门店高效的生产率, 除此之外就是天猫上业务的增长, 据悉, 单是天猫的线上销售就上涨了 175%。除此之外, 2018 年, lululemon 在中国上线微信购物平台和微信小程序, 进一步加快数字化构建。

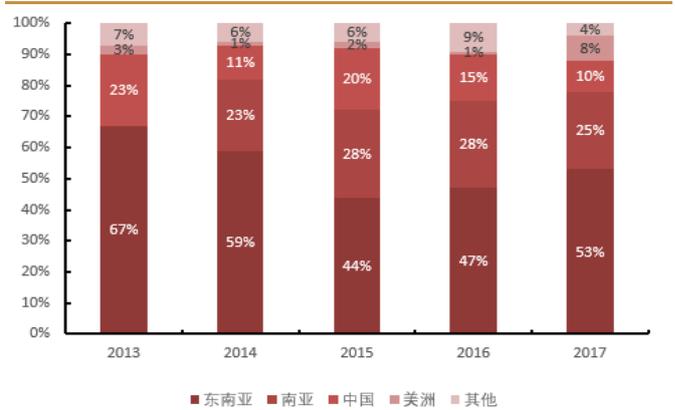
### 3.4 强化供应链评估, 从源头保证产品质量

2013 年, lululemon 由于黑色瑜伽裤 Luon 布料太薄等问题导致营收严重下降, 公司用 90 天召回所有质量问题产品, 但该事件严重影响公司接下来几年的发展。Luon 布料是 lululemon 的核心布料品种, 在 2016 年以前有 30% 的产品都需要这款布料。召回事件后, 公司将 luon 布料的供应商从 2013 年的一家扩充 2014 年的 2 家, 再到 2015 年的 4 家, 越来越分散的供货商使得公司在控制产品质量上更有话语权。为了确保公司产品品质的稳定性, lululemon 与供应商建立了的长期伙伴关系, 其生产布料的厂家稳定在 57 家或 65 家, 前 5 家最大供应商占比也稳定在 63%~64%。

从供应商的地域分布上看, 公司的供应商分散在世界各地。可见, 近年来, 中国供应商的占比在不断下降, 生产规模在不断地向东南亚和南亚转移, 这主要是由于中国快速发展而带来的劳动力、原料成本上升等原因。另一方面, 公司在北美市场的生产线也在加强, 展现了其对北美市场的重视, 其在北美市场的生产线主要是为了及时灵活地对市场变化做出反应, 这与运动时尚市场的特性密切相关。

**图 50: 近年来供应商家数变化**


数据来源: lululemon 2013-2017 年报, 西南证券整理

**图 51: Lululemon 供应商分散在世界各地**


数据来源: 彭博, 西南证券整理

同时, lululemon 也加强了对供应商的信息披露, 通过说明供应商的故事, 让消费者对产品形成更鲜明的形象。位于斯里兰卡的 MAS Active 工厂, 生产 lululemon 的快跑装备, 上装的金属排气部件, Ebb & Flow 系列以及其他产品的切割和缝合。在经过 5 天的考察后, 考察团队对工厂非常满意, 网站也公布了该工厂具体的生产设备和工人的工作环境。而这些展示和披露无疑给消费者留下了正面的印象, 对改善其 2013 年产品质量带来的危机大有裨益。

2014 年以来, lululemon 进一步加强在产品质量方面的管理, 登录其网站可以在“可靠供应链”模块下阅读到其详细的供应链管理规定, 这也从一方面加强了供应链的透明度, 给消费者更加可靠的感觉。其质量管理主要分为供应商道德规范 (VCoE)、供应商评估、原材料来源、环境影响、人权和工作环境要求、长期合作关系六个部分。其中, 对于 lululemon 的质量和形象管理最为重要的就是供应商社会责任的承担和严谨的评估流程。

### 3.4.1 提倡供应链全责任, 保证企业形象

lululemon 希望所有的供应商都能分享其价值, 认识和维护法律和道德标准, 并关心环境, 这对于 lululemon 向消费者树立良好的社会形象十分重要。如果供应商爆出丑闻, 其产品和持续供应能力将会影响公司的发展, 消费者也会将供应商的丑闻与公司联系在一起。因而 Lululemon 为供应商制定了详细的道德规范要求 (Vender Code of Ethics), 要求包括零容忍条款 (Zero Tolerance) 和道德要求条款 (Code of ethic requirement), 虽然不同国家之间法律和文化存在差异, 但所有供应商必须都遵守这些基本的原则并达到最低要求。此外, lululemon 的 VCoE 是一个动态更新的文档, 会随着社会变化和市场要求不断地增减条款。

### 3.4.2 严谨评估流程, 保证产品质量

Lululemon 对生产商的评估主要包括生产前的协议约定、全面的生产标准和能力评估、生产能力提升、供应商评级和持续的后续评估等五个方面。

预生产协议是指在开展新合作之前, 供应商要签署供应商道德规范 (VCoE)。特别是零容忍标准和最低要求必须得到满足, 公司才开始考虑建立合作关系。如果在评估过程中发现任何违规行为, 就会采取纠正和预防措施 (CAPA) 计划, 包括商定的解决方案、时间框架和关键职责。

预生产评估内容。lululemon 会与管理层人员会面，参观工厂现场（如果可能的话，要求包括宿舍和食堂），审查文件，并采访公司各个级别的员工，包括工会代表，除了考察其生产管理能力和供应链是否满足劳动法的要求，保证人权和承担基本的社会责任也在考察范围内。评估会选择公司的内部团队或者第三方专家组织，而评估过程参照 VCoE，评估过程可能持续几天。最后，与管理层的最后的会议中，lululemon 的团队将展示评估过程中发现的问题、评分和共同商定的行动计划的时间框架。

生产能力的持续改进。大多数供应商不会在所有评估标准中获得百分之百的评级（但是在零容忍政策中的内容必须百分百达标），本着持续改进的精神，纠正和预防行动计划 (CAPAs) 将结合培训、咨询和公司的指导，以帮助供应商达到标准。

采购评级。Lululemon 对供应商进行评级。根据评估结果对供应商进行分类，将不同的布料和产品分配到不同的生产商。此外，公司通过对供应商的激励来实现变革。如果供应商没有改进，lululemon 将减少业务。当供应商合作伙伴表现良好时，lululemon 会考虑提高评级分数，以及增加业务。

持续监督评估。lululemon 至少每 18 个月对一个工厂进行重新评估，包括所有设施和人员。对于关键生产商，每年至少一次进行重新评估。此外，供应商需要接受来自 lululemon 的提前通知的、半通知的和不通知的突击评估。Lululemon 也会对供应商进行季度绩效评估，包括整体性能的更新，质量、交付和可持续性的审查。在温哥华，会举办一年一度的供应商峰会，帮助供应商了解品牌价值，活动内容甚至包括上一堂瑜伽课。所有的这些努力都保证了 lululemon 能够与优质的供应商建立长期的合作。

除了以上这些公司内部对于供应商的管理和监督，lululemon 还与许多行业组织开展了合作，以对供应商进行第三方非盈利及行业联盟联合起来进行监督筛选。这些组织包括美国服装鞋业协会、国际劳工组织更好工作项目、责任采购网络、可持续服装联盟、bluesign® 技术组织、加拿大零售理事会和纺织品交易所等。相信通过公司内部评估、供应商规则自守和来自外部第三方的检查，lululemon 的产品质量和公司形象能够得到更多的保证。

### 3.4.3 向巨头看齐，供应链管理仍需加强

在供应商方面，耐克、阿迪、lululemon 三家公司在筛选和监督上都有十分严格的把控：三者都重视工厂的企业责任与评估过程，评估过程都会分为内外监督两个部分。相对于 lululemon 较为宽松地要求供应商不能违反零容忍原则，每 18 个月对工厂进行再访，耐克和阿迪的供应商监控就更为严格。耐克内部团队对供应商每季要进行 SHAPE (safety, health, attitude, people, environment) 评估，并邀请 PwC (Pricewaterhouse Cooper) 公司定期对工厂进行全面的评估，只有达到或经改善达到要求的供应商才能被留下来。而阿迪一方面有自己的速度工厂保证速度、精准和创新，在供应商的选择上显得更为细节而苛刻。2017 年，阿迪对供应商进行了 1015 项道德与环境责任审计，并用 C 和 E-KPI 两套系统对工厂评级，1C 的工厂会被直接裁掉，2C 的工厂需要在公司的帮助下改善，而公司会对长期保持 3C 以上的工厂进行全面考察，以划分长短战略合作关系，而所有的评估统计结果都会在年报中刊发，在透明度上也比 lululemon 更胜一筹。此外，lululemon 2017 年最大供应商占比 30%，高于耐克（制衣 13%）和阿迪（制衣 11%），可能导致公司对上游的议价能力不强，对某家供应商依赖程度较强，存在较大风险。因而，在供应链管理上，lululemon 还需要在供应商资料的透明度、评估过程以及多样性上再多做考虑，以减少产品质量风险、持续生产及成本上升风险。

## 4 同业对比, lululemon 的未来充满挑战

尽管 lululemon 作为休闲运动服饰市场的龙头, 目前的发展看似顺顺利利, 但也充满了挑战。各家运动巨头纷纷加码发力女性运动市场, 这一市场的竞争激烈程度将进一步增加。

### 4.1 战略对比: 各家企业都聚焦北美市场、国际化和电商

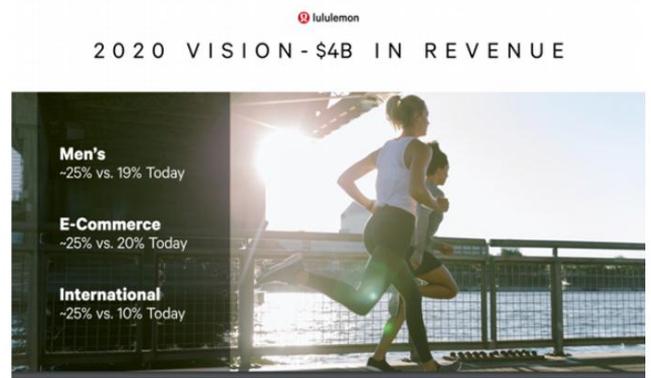
在长期战略上, 耐克、阿迪、lululemon 各自制定了不同的规划, 但三者的短期发展战略都共同聚焦了北美市场、国际化进程和电商, 虽然在各自具体的措施和深入程度上有所差别, 但核心争夺点依旧一致。

图 52: Nike、阿迪和 lululemon 发展战略对比

Lululemon	战略	产品创新		社群营销		直营	
	重点	北美	国际化	电商	男装		
NIKE	战略	速度		创新		DTC	
	重点	北美	国际化	电子化	个性化		
ADIDAS	战略	速度		中心城市		广泛材料	
	重点	北美	品牌整合	电子化	一个阿迪		

数据来源: 彭博, 西南证券整理

图 53: Lululemon 2020 年发展目标

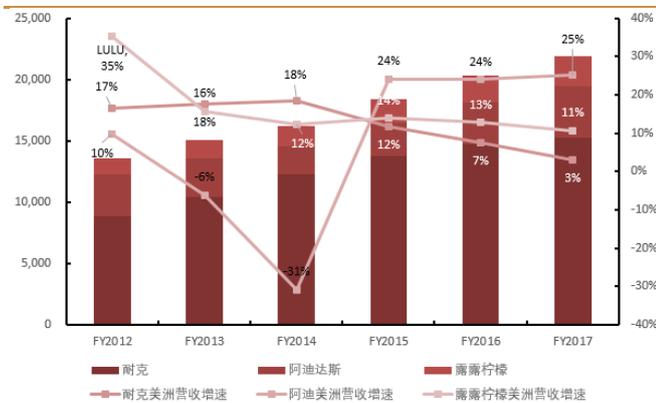


数据来源: 彭博, 西南证券整理

#### 北美市场依旧是重点发展区域

由于北美市场的消费者消费能力强, 符合各公司定位要求, 且北美市场是各家公司发展的起点, 北美市场一直是各家运动休闲公司关注的重点。此外, 由于各公司的市场目标大多为北美诞生的千禧一代奠定了运动休闲的基调, 也最能够反应时尚体育潮流风向的变化。而耐克、阿迪、安德玛等体育用品巨头近些年都聚焦北美市场, 目标是维持北美市场的稳定可持续增长。虽然 lululemon 在众多品牌中北美市场占比最小, 但其增速却稳定在 10% 以上的水平, 我们认为未来随着其在男装市场的不断突破, lululemon 在北美市场上还有比较大的发展空间。

图 54: lululemon 北美市场增长率稳定 (单位: 百万美元)



数据来源: 彭博, 西南证券整理

图 55: Lululemon 全球各地市场开设店铺对比



数据来源: 彭博, 西南证券整理

### 加速国际化布局，争夺国际市场份额

近年来，亚太地区，特别是中国市场成为运动休闲公司关注的热点。首先，中国的中产阶级人群越来越多，成为中断消费的主力。其次，千禧一代的数量已经超过了4亿，这些年轻力量越来越多地倡导健康积极的生活，符合运动休闲的定位和价值。据 lululemon 估计，中国的体育装备市场将超过 280 亿美元。

在中国，瑜伽已经成为一种生活方式，被越来越多人所接受。全球市场调研机构 Mintel 研究数据显示，中国大约有 1000 万人参与瑜伽练习，并以美国的三倍速度在增长。而在 2015 年双 11 当天，天猫卖出 18 万张瑜伽垫、15 万件瑜伽服，瑜伽用品总体销售额同比去年增长 101%，是所有运动用品中同比增速最快的分支。2016 年，瑜伽服销量增长 112%。可见中国市场对于 lululemon 业务拓展的重要影响。

表 2: lululemon 全球店铺变化

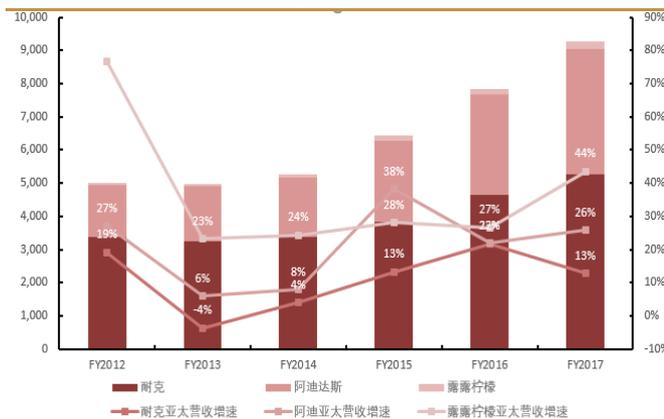
	亚洲						北美		澳洲		欧洲			
	新加坡	香港	中国大陆	韩国	台湾	日本	美国	加拿大	澳大利亚	新西兰	英国	德国	爱尔兰	瑞士
2014	1	0	0	0	0	0	200	46	26	5	2	0	0	0
2015	2	2	0	0	0	0	230	48	26	5	6	1	0	0
2016	3	3	3	2	0	0	246	51	27	5	9	1	0	1
2017	3	3	11	3	1	2	270	57	28	6	9	3	1	1

数据来源: lululemon 年报, 西南证券整理

从 2014 年开始，lululemon 从新加坡开始布局亚太市场，紧接着是香港、韩国、大陆和台湾。而中国大陆的门店增长速度最令人吃惊，从 2016 年的 3 家到 2017 年 11 家，上海浦东国金中心、上海静安嘉里中心、北京三里屯、成都远洋太古里，所落户地点都属于城市核心商务区，定位高端人群。

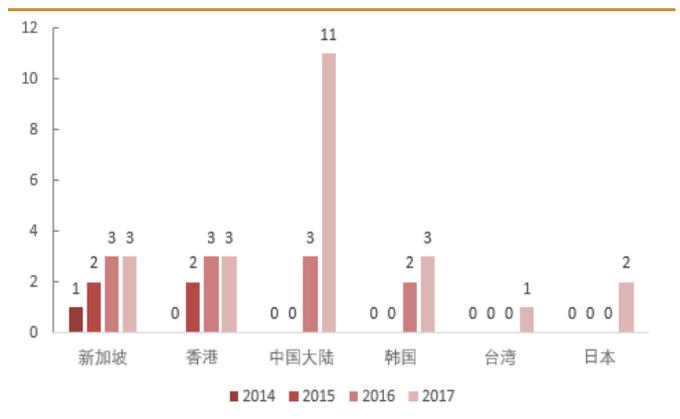
2017 年，亚洲市场业绩增长 44%，中国市场更是高达 350%。而中国单店的销售业绩可以达到每平方米 15000 美元，接近于北美市场的 16727 美元。

图 56: lululemon 亚太增速最快 (单位: 百万美元)



数据来源: 彭博, 西南证券整理

图 57: Lululemon 在亚洲直营店布局



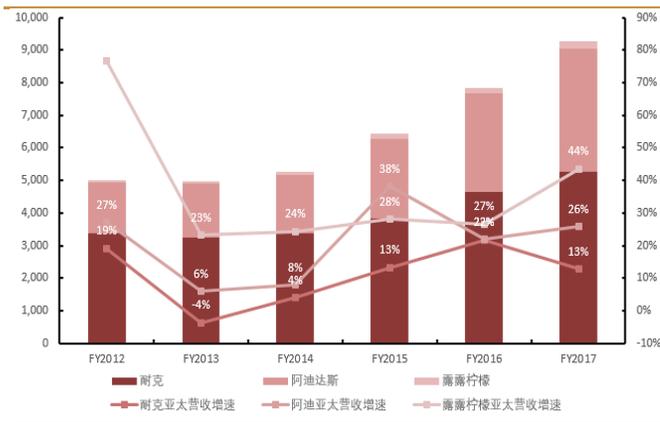
数据来源: 彭博, 西南证券整理

在全球化的布局上，阿迪和 Nike 均制定了核心城市辐射战略。阿迪通过进入各大市场的主要城市，以扎根和服务各市场，一旦有新品或者活动上市，通过一个城市将影响力和产品辐射到整个国家或地区市场。2017 年，这些重点发展城市包括洛杉矶和纽约，巴黎和伦敦，上海和东京。此外，2017 年阿迪决定开拓以巴西和阿根廷为核心的南美市场。Nike 将纽约、伦敦、上海、北京、洛杉矶、东京、巴黎、柏林、墨西哥城、巴塞罗纳、首尔和米兰等 12 个城市作为核心城市，预期到 2020 年，它们将占公司全球业务增长的 80%。可以预见，未来全球核心城市间，各家体育用品企业的竞争将越发激烈。

### 电商渠道成为持续发展不可或缺的一部分

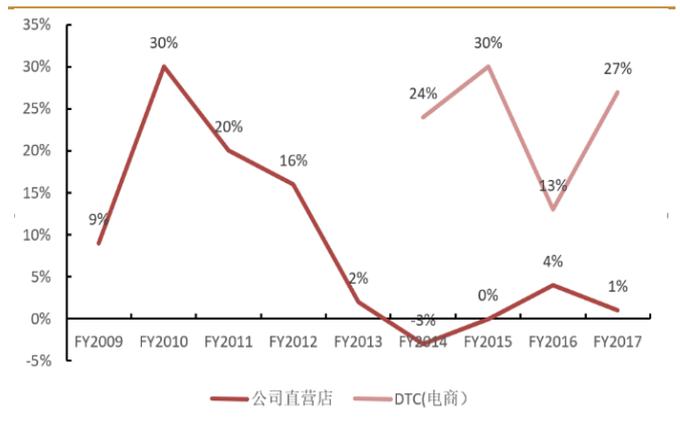
随着科技和移动通讯的普及，越来越多的年轻一代会选择更为便捷的线上购物，特别是电商发展成熟的中国市场。在直营实体店增速日益下滑的今天，电商渠道成为各大体育用品商新的增长点。利用网站、app 整合线上线下，建立全渠道网络，lululemon 成功将线上流量引流到线下加强社区体验和品牌认知。此外，电商渠道在拓展新顾客、新市场方面也展现出了强大的生命力。在投入大量运营资金建立直营店之前，通过电商渠道考察市场消费能力和偏好已经成为惯用的做法。Lululemon 2015 年登陆天猫，详细考察了中国市场后才于 2016 年打开内地实体店市场。

图 58: Lululemon 亚太地区增长快



数据来源：彭博，西南证券整理

图 59: lululemon 电商比实体店增速快



数据来源：搜狐新闻，西南证券整理

不同于 lululemon 简单地将数字化技术应用在营销手段上，耐克和阿迪的数字化战略显得更为全面和彻底。首先，从营销上说，除了对客户数据进行分析，以帮助制定生产、销售策略和产品设计，耐克和阿迪还利用大数据对客户进行个性化推荐，两者也都开发了各种移动终端，全面覆盖消费场景（包括赛事直播中直接购买、提供健身服务时提供购买意见）。更令人称道的是耐克和阿迪为顾客开放的个性化通道，允许客户自己设计独一无二的产品。而耐克更是利用互联网，发挥 O2O 思维，将线上流量引流到线下，以帮助消费者获得更棒的消费体验。

除了在营销上的数字化，耐克和阿迪的数字化战略更体现在供应链管理和生产制造的方法方面。耐克推行的 Express Lane 计划，是一个“端到端”的交付系统，包括了设计，产品和商品推销的全部流程。目前，Express Lane 已经在北美和西欧运营，新的系统将于今年夏天在中国启动，服务于上海，首尔和东京。而在生产上，耐克采用 3D 打印技术并通过严谨的计算机计算设计新产品。同样，阿迪在本土德国建设的“高速工厂”更是其数字化生产的核心表现。

## 4.2 Lululemon 前路充满挑战

虽然 lululemon 在产品、营销、渠道、供应链管理上有自己的特色和成就，然而面对日益激烈的运动休闲市场的竞争，lululemon 仍做的不够，仍旧存在着不可忽略的风险。

### 产品缺乏性价比优势，长期发展战略不够明晰

虽然 lululemon 已经开拓了表现良好的男装市场，但在休闲运动领域，考虑到技术壁垒较弱，市场竞争激烈，lululemon 的产品品类依旧比较单一。相对于传统运动用品品牌耐克、阿迪、安德玛、哥伦比亚等，他们都在鞋类和运动装备上有相当的业务；相对于传统休闲服装品牌 A&F, GAP, H&M 等，他们本身在服饰市场里就有着不可被替代的业务；而凭借着分销和营销优势，涉足运动休闲市场的零售巨头更没必要担心自己因为服装业务的丢失，失去在原有市场里的优势。因而，虽然 lululemon 的细分定位给其赢得了专属市场，但长期来看，可能会由于多样性的缺失和消费者时尚偏好的改变，lululemon 如果不再进行更广泛范围内的产品拓展，将难以在长期内屹立市场。

由于品牌定位中高端，具备一定的品牌溢价，lululemon 的产品定价缺乏性价比。一旦品牌形象受损，产品的溢价可能就不会被消费者接受。相比于受消费者广泛喜爱的耐克、阿迪，lululemon 在产品的定价方面更胜一筹。例如，在运动内衣方面，耐克的最高价格为 449 元，阿迪为 480 元，而露露柠檬为 850 元，是耐克和阿迪的两倍。在瑜伽裤方面，耐克的最高价格是 899 元，阿迪为 1030 元，而露露柠檬为 1180 元。甚至在女童装上亦是如此。在打折上，由于 lululemon 几乎不在自己的直营实体店打折，主要是批发商和电商开展折扣活动，而其渠道主要以直营店为主，因而打折力度也不如耐克和阿迪的范围广。如果高溢价没有相应的产品质量做匹配，lululemon 的市场份额可能会快速失去。

图 60：耐克、阿迪、露露运动背心价格比较



数据来源：耐克、阿迪、露露官网，西南证券整理

图 61：耐克、阿迪、露露瑜伽裤价格比较



数据来源：耐克、阿迪、露露官网，西南证券整理

此外，虽然 lululemon 在战略上以产品创新、直营模式和社群营销为重要指导，但相比于耐克和阿迪，始终是缺乏对战略更加明确的表达以及长远的战略眼光。耐克和阿迪在每年的财报中都会公布自己在每个发展重点上制定的具体目标以及完成程度，并且耐克将自己三个方向的战略明确表达为“三双战略”，意在提高一倍。而阿迪将可持续发展的战略明确地列入自己的战略规划上，耐克也在环境保护上采取了有影响力的行动，相比之下，lululemon 对可持续的理解更像是一个追随者。再反观 lululemon 的三个战略方向，目前，大多数的体育用品公司都在产品创新上大下功夫，lululemon 依旧需要增强研发实力。而其社群营销完

全依赖于当前年轻人积极健康的生活理念，且 Nike 和阿迪也在模仿社群营销的方式去做推广。直营模式也在一定程度上加大了其财务风险。因而，在长期战略上的考虑不足可能会导致公司长期上的风险。

#### 供应链管理能力有待提升，自有工厂缺乏不利于推进供应链的快速反应

虽然在 2014 年以后，lululemon 已经强化了供应链管理，将企业理念贯穿到供应链整体，但相比于耐克、阿迪更细致、更严谨、更透明的供应链管理方式和力度，lululemon 在供应链上的控制仍然不够，对供应商评估结果公示透明度的缺失，也在一定程度上没法给消费者以完全信任的形象。然而，从 lululemon 过去的产品管理表现来看，并不如人意。由于其完全没有自己的生产线，导致与供应商的合作中会出现许多问题。

**专利控制能力弱。**用于生产其产品的技术、面料和工艺的知识产权由其供应商拥有或双方共同控制，并不是公司专有。因此，其产品获得知识产权保护的能力是有限的。加之，与公司合作的大多数生产商也生产其他公司的产品，因而其他公司仿制其产品、面料和技术的可能性很大，在产品技术上的竞争力不强。

**产品质量和名誉损害风险。**由于 lululemon 取得成功最主要的因素就是成功的品牌形象的塑造，因而通过高质量的产品保持良好的公司形象对其十分重要。因而就要求供应链上的各方能够认同、保持、推广 lululemon 的价值和定位，提供与公司一致的、高质量的产品和客户体验。Lululemon 已经由于对供应链的把控不严格而导致的在产品质量上的纰漏，如果再次出现大规模的产品召回对于公司来说可能是无法接受的。因为对于公司来说，短时间内重新找到新的价格合理、能力充足、距离适合、符合公司价值观的供应商十分困难。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn