

品牌服饰困境反转系列之二：露露柠檬如何从小众品牌升级至运动服饰巨头

核心观点

- **露露柠檬**：北美知名的瑜伽运动服饰龙头。公司的产品有着“顶级瑜伽服”的美誉，是北美消费者进行瑜伽、健身等活动的首选，2007 年公司正式在纳斯达克上市。公司成立至今经历了不少波折，但从 2018 年起经营数据又强劲反弹，18 年收入和盈利分别增长 24%和 87%，最新的 19 年一季报显示，公司实现营业收入 7.82 亿美元，同比增长 20.4%，归母净利润为 0.97 亿美元，同比增长 28.5%，延续了 2018 年的快速增长趋势。
- **回眸**：从历史盈利能力和 PE 估值角度，我们将公司的发展划分为三个阶段，分别为：**1. 快速发展期（-2012 年）**：凭借“产品+营销+渠道”形成的闭环，公司在瑜伽小众市场占据龙头地位。**2. 困境期（2013-2017 年）**：公司由于自身原因错失瑜伽黄金发展期。公司分别在 2013 年和 2015 年遭遇两次较大的产品质量问题，特别是 2013 年的产品召回事件大幅影响了后续年份的收入和利润增速，但另一方面，从行业数据来看，美国瑜伽市场自 2012 年流行趋势进一步深化，公司遗憾错失黄金发展期。**3. 走出困境期（2018 年-）**：补齐短板重回龙头轨道，逐步升级为多品类运动服饰国际龙头。2015 年，公司启动供应链改革计划，深度改进公司运营效率，经过两年的努力已取得初步成效，新任管理层也趋于稳定，公司走出困境重回“正常”增速。展望未来，公司将在运动全品类和全球化两方面发力，逐步成长为多品类运动服饰国际龙头。公司股价在 2018 和 2019 年（截至 7 月 15 日）分别累计上涨 54.7%和 55.8%，获得资本市场认可。
- **探寻**：在寻找公司困境反转前的财务指标时，我们发现，公司发起的供应链改革效果明显，各指标自 2015 年起开始改善。**从盈利能力来看**，公司毛利率受供应链改革推动改善显著；**从运营效率来看**，受应付账款周转天数拉动，现金周转周期好转；**从盈利质量来看**，经营活动现金流/净利润指标向好。
- **借鉴**：从公司的发展历史和资本市场的表现看，我们认为对国内服饰品牌主要有以下几点启示：**1. 精准定位赛道**，以差异化占领消费者心智是品牌经历起伏仍然能够实现反转的最大先发优势。**2. 紧抓主流人群**，采取高性价比的社交营销、网红营销等方式充分贴近年轻消费者。**3. 直营化奠定整体零售能力**。**4. 电商在类标准化品类市场的发展十分重要**。**5. 全球化、多品牌和多品类的扩张成为全球性运动品牌做大做强必经之路**。

投资建议与投资标的

- 借鉴露露柠檬的发展历史，落实到 A 股投资建议，我们认为优质的赛道与足够大的市场空间为大市值企业的诞生以及传统品牌的逆袭提供了更多的潜力与机会。从细分行业来看，国内体育户外、化妆品、大众休闲、家纺等子行业相对投资机会更多，落实到投资标的，中长期看好安踏体育(2020，中性)、李宁(2331，买入)、波司登(3998，买入)、海澜之家(600398，买入)、珀莱雅(603605，买入)等，围绕困境反转主题，建议关注探路者(300005，未评级)和梦洁股份(002397，未评级)等公司。

风险提示

- 经济减速背景下国内品牌服饰零售终端持续低迷的风险；人口代际切换带来的时尚潮流变迁风险；天气波动对品牌服饰销售的影响等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

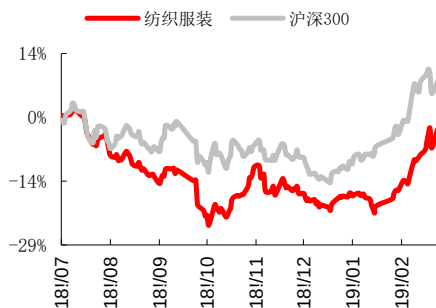
行业

纺织服装

报告发布日期

2019 年 07 月 16 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

联系人

张维益

021-63325888-7535

zhangweiyi@orientsec.com.cn

相关报告

短期关注中报增长预期良好的高景气品 2019-07-15
类标的

继续看好低估值白马以及优质赛道龙头 2019-07-08

下半年重视涨幅靠后的龙头公司估值修 2019-07-01
复机会

目 录

露露柠檬：北美知名的瑜伽运动服饰龙头	5
回眸：公司曲折的发展历程.....	7
快速发展期（-2012 年）：“产品+营销+渠道”形成闭环，在瑜伽小众市场占据龙头地位	8
1、产品：重视技术创新，融入时尚元素	9
2、营销：社区营销精准定位，延伸品牌内涵获得产品溢价	10
3、渠道：聚焦线下直营，持续提升客户体验	13
困境期（2013-2017 年）：公司由于自身原因错失瑜伽黄金发展期	14
行业向好，美国瑜伽流行程度持续深化	14
产品问题+管理层震荡，公司发展陷入低迷	15
走出困境（2018 年-）：补齐短板重回龙头轨道，升级多品类运动服饰国际品牌	16
加强供应链管理+管理层稳定，公司发展重回正轨	17
运动全品类+全球化，升级多品类运动服饰国际品牌	18
探寻：公司困境反转前的财务信号	24
盈利能力：毛利率受供应链改革推动改善显著	24
运营效率：受应付账款周转天数拉动，现金周转周期好转	24
盈利质量：经营活动现金流/净利润指标向好	25
借鉴：对国内服饰品牌的启示及投资建议	26
风险提示	27

图表目录

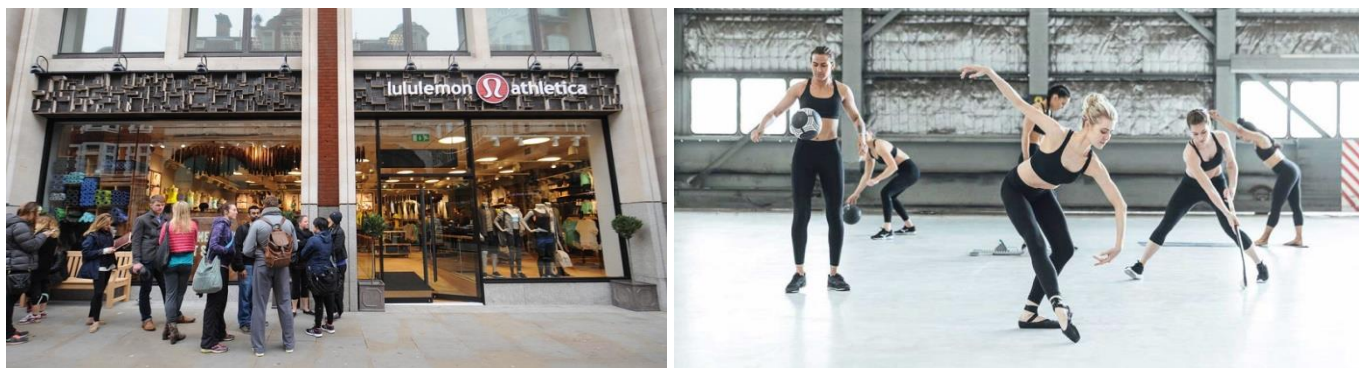
图 1：公司门店和产品展示	5
图 2：公司营业收入及增速（2014–2018，百万美元）	5
图 3：公司归母净利润及增速（2014–2018，百万美元）	5
图 4：公司毛利率和归母净利率变化（2007–2018）	6
图 5：公司按渠道划分销售收入占比（2018）	6
图 6：公司按地区划分销售收入占比（2018）	6
图 7：公司直营门店数量分布（2018）	6
图 8：公司近 10 年净利润及增速变化（2009–2018，百万美元）	7
图 9：公司近 10 年 PE band 变化（2009–2019）	8
图 10：公司早期成功三要素	8
图 11：美国消费者选购瑜伽产品时的考虑因素排序	9
图 12：瑜伽爱好者锻炼练习频率（2016）	11
图 13：瑜伽爱好者未来 12 个月继续练习的可能性（2016）	11
图 14：瑜伽爱好者与非爱好者在其他体育项目的参与程度比较（2016）	11
图 15：公司官网中“精英大使”介绍页面	12
图 16：公司在公园开设公开瑜伽课程	12
图 17：明星带货街拍照片	12
图 18：公司同店增速（2007–2018）	13
图 19：美国成人和儿童的瑜伽参与率（2002–2017）	14
图 20：美国瑜伽爱好者数量估算（2008–2016，百万人）	14
图 21：美国瑜伽爱好者分布（2016）	15
图 22：美国瑜伽爱好者消费总额拆分（2012–2016，十亿美元）	15
图 23：公司与竞争对手投资回报率比较	16
图 24：公司产品和布料供应商数量（2014–2018）	17
图 25：公司前五大产品供应商供应金额占比（2014–2018）	17
图 26：公司首家男装门店（位于纽约曼哈顿）	18
图 27：明星产品保护私处运动裤	18
图 28：线上个人护理产品销售页面	19
图 29：公司与美妆及个人护理类上市公司毛利率比较（2018）	19
图 30：公司北美以外区域销售占比（2007–2018）	20
图 31：公司未来五年区域增长规划	21
图 32：运动服饰及相关产品市场规模比较（十亿美元）	21
图 33：公司线上销售额（2007–2018，百万美元）	21
图 34：公司销售渠道拆分（2007–2018）	22

图 35：公司直营和线上营业利润率比较（2009–2018）	22
图 36：中国瑜伽市场规模（2016–2020E，十亿元）	23
图 37：中国瑜伽爱好者年龄分布（2018）	23
图 38：公司天猫旗舰店展示	23
图 39：公司在中国地区（包括香港）线下门店数	23
图 40：公司毛利率变化（2012–2018）	24
图 41：公司现金周转天数变化（2012–2018，天）	24
图 42：公司经营活动现金流/净利润变化（2012–2018）	25
表 1：公司主要面料技术分类及描述	9
表 2：公司主要营销项目举例	12
表 3：公司直营和加盟门店数量（2007–2018）	13
表 4：公司毛利率变化（2014–2018）	18
表 5：应收、应付和库存周转天数变化（2012–2018，天）	25

露露柠檬：北美知名的瑜伽运动服饰龙头

露露柠檬 (Lululemon) 是北美知名的瑜伽运动服饰龙头品牌，公司由创始人奇普·威尔逊 (Chip Wilson) 于 1998 年在加拿大温哥华成立，旗下包括 lululemon 主品牌瑜伽服饰以及运动相关的辅助器材及配件。公司产品凭借贴身舒适、时尚有型的特点从众多体育服装品牌中脱颖而出，迅速成为广受女性追捧的时尚运动品牌，在北美它是人们进行瑜伽、健身等活动的首选，有着“顶级瑜伽服”的美誉，2007 年正式在纳斯达克上市。

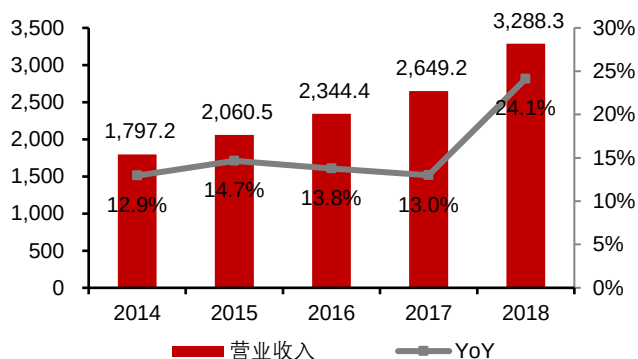
图 1：公司门店和产品展示



数据来源：网络图片，东方证券研究所

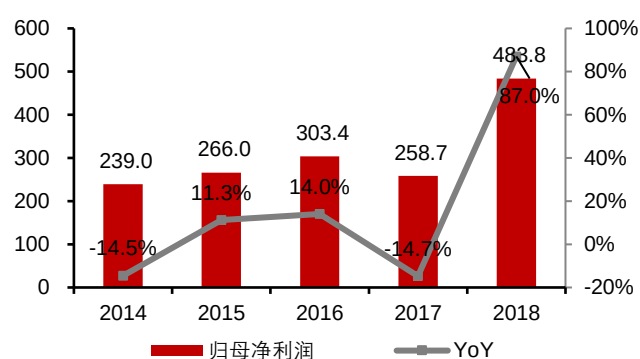
从成立至今，公司发展经历了不少曲折，2018 年起公司营业收入和利润显著反弹。2018 年，公司的营业收入为 32.88 亿美元，同比增长 24.1%，归母净利润为 4.83 亿美元，同比增长 87%，与 2017 年相比边际改善明显，两者均为近 5 年来最快增幅。根据最新 2019 年一季报显示，公司营业收入为 7.82 亿美元，同比增长 20.4%，归母净利润为 0.97 亿美元，同比增长 28.5%，延续 2018 年的增长趋势。

图 2：公司营业收入及增速 (2014–2018，百万美元)



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速 (2014–2018，百万美元)

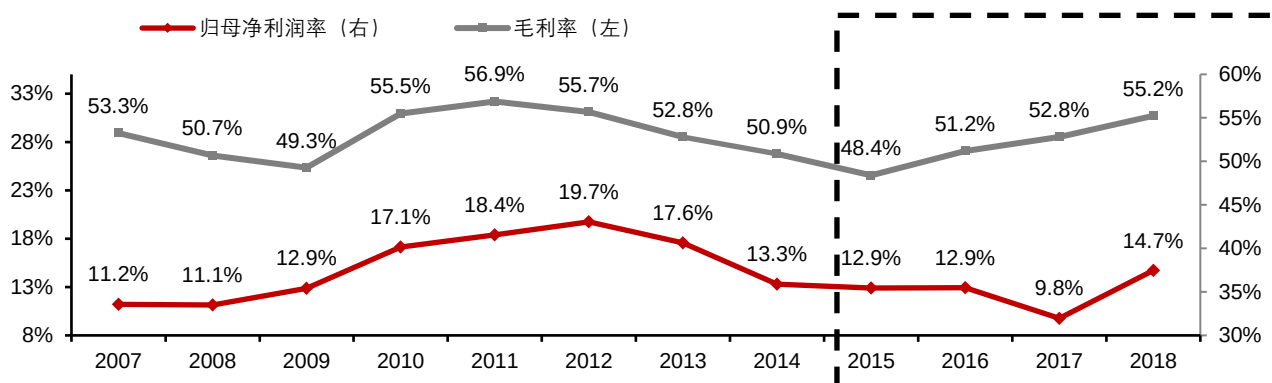


数据来源：公司年报，东方证券研究所

毛利率和净利率自 2015 年起就已逐年改善，2015-2018 年的公司毛利率分别为 48.4%、51.2%、52.8%和 55.2%，毛利率逐年上升系有效的成本控制、不断提升的客单价等所导致；净利率也从

2015 年开始企稳，除了 2017 年由于受到 Iivva 关店一次性影响，其余年份净利率均超过 10%，2018 年更是反弹至 14.7%。

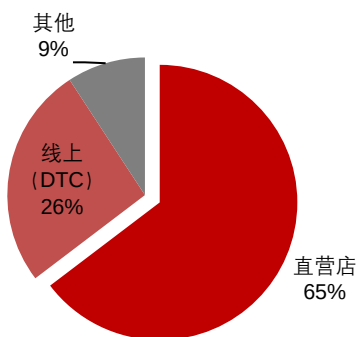
图 4：公司毛利率和归母净利率变化（2007–2018）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

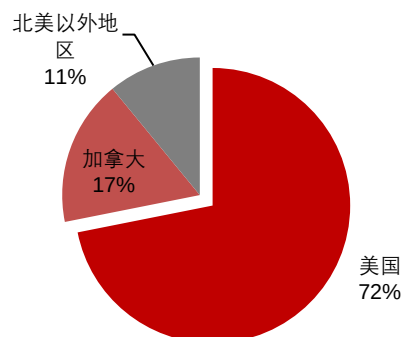
从业务结构看，公司以直营门店销售，北美地区经营为主。按渠道结构划分，公司以直营门店销售为主，截止 2018 年底，公司直营门店占比为 65%，线上（DTC）和其他收入占比分别为 26%和 9%；从销售区域来看，2018 年，美国地区销售额最高，占销售收入的 72%，线下门店数量为 285 家，加拿大地区其次，占销售收入的 17%，线下共有 64 家门店，北美以外地区销售额仅占 11%，其中澳大利亚和中国（包括香港）分别共有 29 和 22 家门店。

图 5：公司按渠道划分销售收入占比（2018）



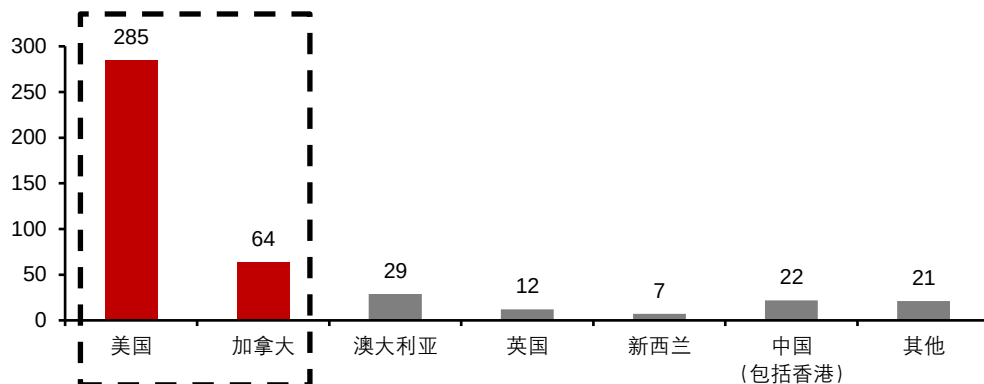
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 6：公司按地区划分销售收入占比（2018）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 7：公司直营门店数量分布（2018）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

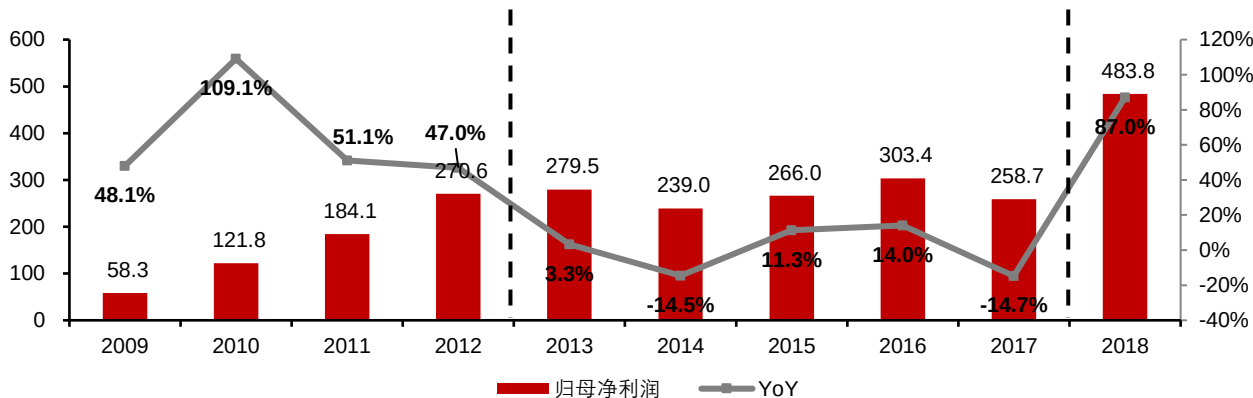
回眸：公司曲折的发展历程

结合公司的历史盈利能力和 PE 估值，我们将公司的发展划分为三个阶段：

1. 2012 年之前：公司的盈利能力较为强劲，2009-2012 年期间净利润年增速均保持在 45% 以上，分别为 48.1%、109.1%、51.1% 和 47%，在此阶段公司的 PE 水平也屡创新高，2011 年曾经突破 55.7 倍，两者叠加形成戴维斯双击，此阶段属于公司的快速发展期。
2. 2013-2017 年，公司经营业绩出现大幅波动，2013 和 2014 年净利润增速分别为 3.3% 和 -14.5%，2015 和 2016 年虽稍有反弹，但也仅保持在低双位数增长区间，2017 年再次下跌至 -14.7%，在此阶段，公司的 PE 始终不足 37.5 倍，最低达 19.3 倍，股价也较为低迷。
3. 2018 年开始，公司盈利能力迅速反弹，当年净利润增速达 87.0%。市场对公司的业绩和改革认可度高，PE 估值不断攀升，最高超过 46.6 倍。股价也一路上扬，屡创历史新高。

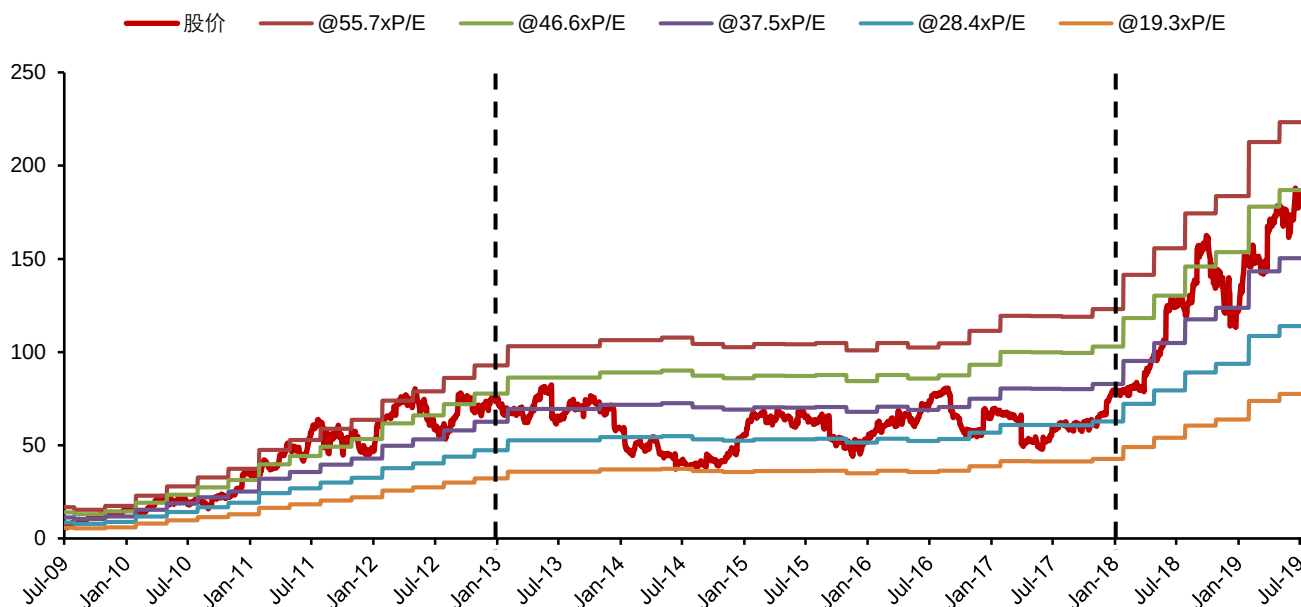
我们将从以上三个阶段入手，详细梳理公司的发展历程，重点回顾公司陷入困境以及走出困境的缘由。

图 8：公司近 10 年净利润及增速变化（2009—2018，百万美元）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 9：公司近 10 年 PE band 变化（2009–2019）



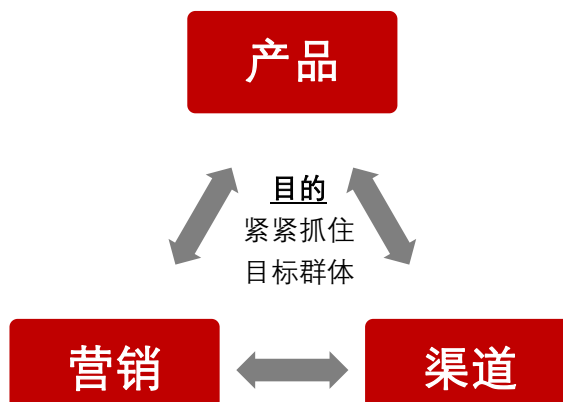
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

快速发展期（-2012 年）：“产品+营销+渠道”形成闭环，在瑜伽小众市场占据龙头地位

通过深入研究我们发现，公司在发展初期的市场打法与传统体育品牌（例如 Nike、Adidas 等）有明显差异，但却极好地迎合了瑜伽这一小众市场的特点。总结来看，公司紧密围绕目标群体，从产品、营销和渠道三方面发力形成闭环，在初期迅速奠定公司在瑜伽服饰市场的垄断地位：

- ✓ **产品层面：**重视技术创新的同时，融入更多时尚元素，目的是利用时尚元素打造产品差异化，通过产品特质吸引并扩大现有客户群体，；
- ✓ **营销层面：**社区营销精准定位，延伸品牌内涵取得产品溢价，目的是对目标客户群体开展针对性的宣传，使消费者不仅接受产品本身，更认可品牌的内涵价值；
- ✓ **渠道层面，**发力线下直营，持续提升客户体验，直营能够保证公司的对外形象以及客户体验的一致性，提升消费者购物体验。

图 10：公司早期成功三要素

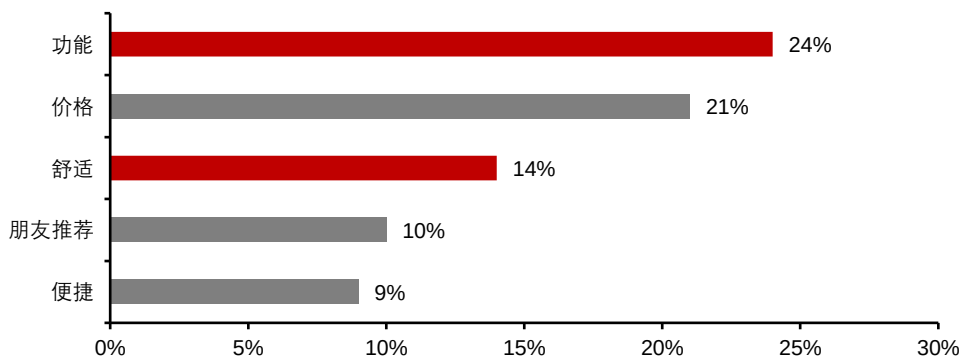


数据来源：东方证券研究所

1、产品：重视技术创新，融入时尚元素

产品的功能性是美国消费者选购瑜伽产品时的首要考虑因素。根据 Ipsos Public Affairs 的数据，美国消费者在选购瑜伽产品时，24%的消费者认为功能是最主要的考量因素，其次是价格、舒适度、朋友推荐和便捷性，分别占 21%、14%、10%和 9%。前五大考虑因素中，功能和舒适分别位列第 1 和第 3，体现出消费者对于产品品质的重视。

图 11：美国消费者选购瑜伽产品时的考虑因素排序



数据来源：Ipsos Public Affairs，东方证券研究所

公司产品融入了前沿的科技元素，解决了瑜伽服装的传统痛点。在公司创立初期，创始人就已有效解决了当时瑜伽服舒适感弱、排汗性差、不够贴身等短板。面料方面，公司始终从客户角度出发，针对不同的使用和运动场景，创新出各种类型的面料技术，以公司著名的“Align Pants”为例，产品使用了 Nulu 技术，具备“裸裤感”，穿着时仿若无物，在锻炼时毫无束缚感，广受消费者好评和赞誉。

表 1：公司主要面料技术分类及描述

主要技术	子系列	描述
Luon	- Seriously Light Luon - Light Luon	四维弹力招牌面料，吸湿排汗，触感柔软；

	• Full-on Luon	• 适用于瑜伽或其他低强度运动之产品的核心构成要素。
Luxtreme	• Light Luxtreme • Full-on Luxtreme	• 吸湿排汗的四维弹力面料，触感凉爽，如同第二层皮肤； • 为大汗淋漓状态设计。
Rulu	• Rulu Light	• 吸湿排汗的四维弹力面料，经过双面拉绒处理，柔软而温暖； • 适用于寒冷却要出汗的运动中保持温暖和干爽，常用于冬季产品，例如 Speed Tight IV 速度劲跑长裤。
Nulu		• 裸感亲肤系列的第一款面料，穿着时仿若无物，具备轻盈和柔滑的触感，在锻炼时毫无束缚感； • Align Pant 完美流线女士裸感亲肤瑜伽裤就是用此材料制成。
Swift	• Swift Ultra • Swift Ultra Light	• 强韧而轻薄的多功能针织面料，完美融合防水性和吸汗性，是外层夹克和内搭的完美选择； • 适用于最高强度的训练和长途通勤。
Mesh and Coolmax	• Mesh • Coolmax	• 轻盈、弹力、吸湿排汗，具备包裹性和轻盈透气性。
Evonaturals	• Tech Terry • Tech Pima • Qwick Oxford • Qwick Chino	• 结合了触感柔软、自然的面料和全新的高科技性能。
Natural Blends	• Boolux • 棉质抓绒布 • 比马棉 • 弹性毛圈布 • Tencel • Vitasea	• 以天然纤维和纱线混纺而成的天然透气面料。
Silverescent		• 适用于多汗运动设计的产品中，例如 Metal VentTech 透气专家系列和 Swiftly Tech 轻盈极速系列以及适合热瑜伽或高温瑜伽的精选产品和配件。

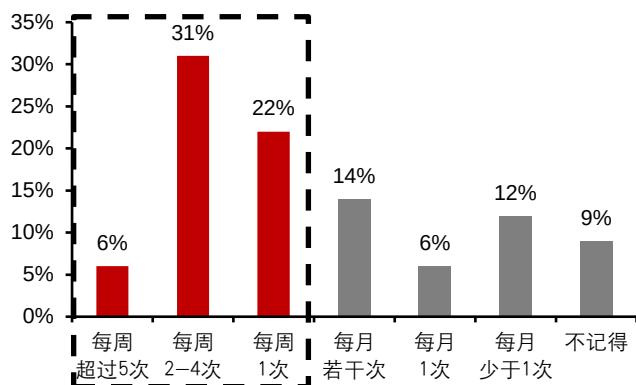
数据来源：公司官网，东方证券研究所

同时，与当时大多数综合类运动服饰品牌不同，公司的产品还融合了很多人性化及时尚感的设计，例如隐形口袋，裤脚反光等细节设计既实用又充满时尚感，此外，公司改变了运动裤一贯的单一纯色调，以各色花样、图案融入到款式中，使得人们在运动之后可以随意走出健身房，出入公共场合。我们认为，这是公司与其他国际运动品牌相比的差异化 and 竞争力所在，早期市场上的运动品牌普遍注重运动功能，对时尚的关注度不高，这使得同时具备功能和时尚性的公司产品能迅速脱颖而出，很多不练瑜伽的女性都注意到了该品牌。

2、营销：社区营销精准定位，延伸品牌内涵获得产品溢价

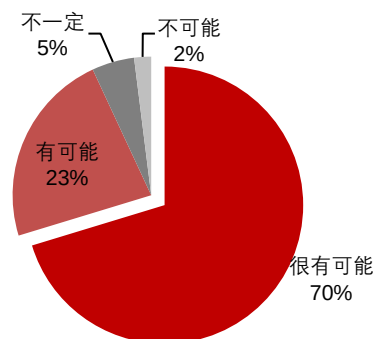
瑜伽爱好者是高度活跃、联系紧密的群体。根据 Ipsos Public Affairs 的数据，2016 年，瑜伽爱好者练习频率为“每周 5 次”、“每周 2-4 次”和“每周 1 次”的比率分别为 6%、31%和 22%，即 59%以上的爱好者每周练习瑜伽的频率超过 1 次，另外有 70%的爱好者表示，未来 12 个月会继续选择参与瑜伽运动。值得一提的是，瑜伽爱好者在其他运动项目如武术、普拉提、棒球等热门运动的参与程度均显著高于非瑜伽爱好者。由于瑜伽运动的专业性，大部分爱好者均会选择在瑜伽中心和健身房开展练习，这也为他们提供了较好的交流平台和空间。

图 12：瑜伽爱好者锻炼练习频率（2016）



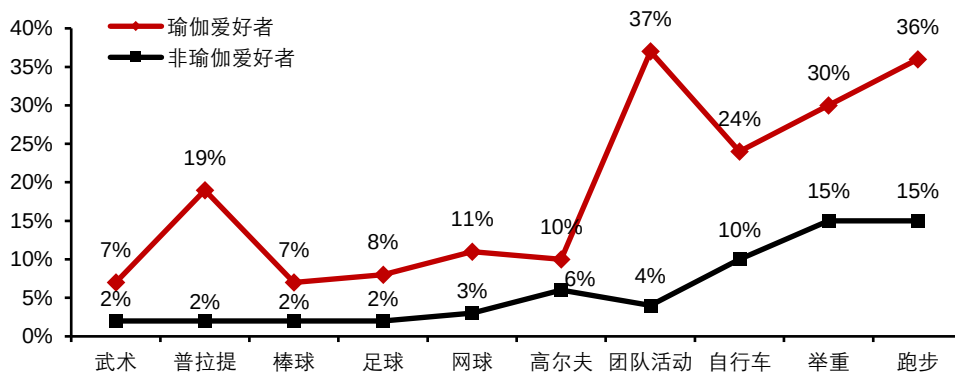
数据来源：Ipsos Public Affairs，东方证券研究所

图 13：瑜伽爱好者未来 12 个月继续练习的可能性（2016）



数据来源：Ipsos Public Affairs，东方证券研究所

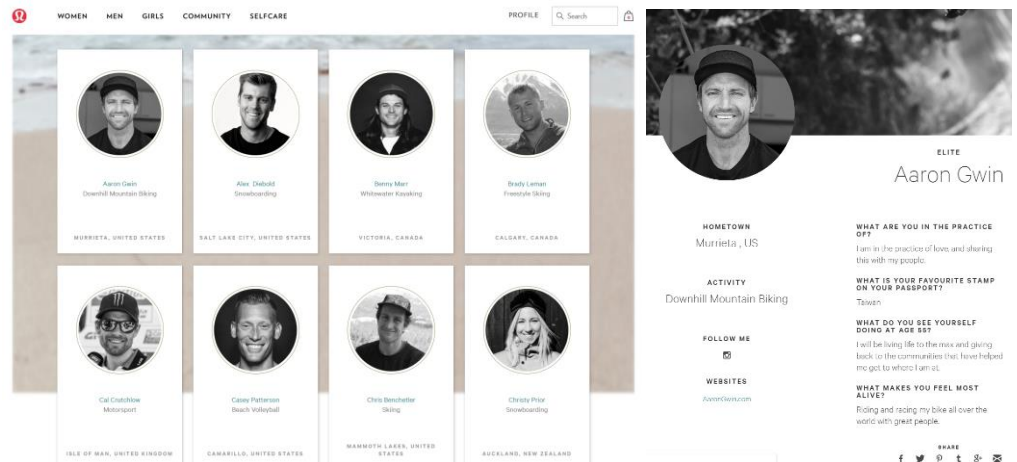
图 14：瑜伽爱好者与非爱好者在其他体育项目的参与程度比较（2016）



数据来源：Ipsos Public Affairs，东方证券研究所

公司摒弃代言人等传统营销手段，依靠 KOL 精准社区营销。如前所述，由于瑜伽爱好者的活跃性、社群性等特点，公司采用社区营销手段对瑜伽爱好者团体实施“精准打击”。公司发起了著名的“运动大使”项目，大使按能力和属性可细分为“精英大使”、“门店大使”和“瑜伽大使”三类，每位大使的信息均可在公司官网中公开查询到，包括家乡、特长、个人首页、爱好等，给予大使充分的资源和曝光率。公司每次向新城市扩张业务，就会联系当地最红的 20 位健身教练、瑜伽老师等，给他们提供免费的服装，并在门店内挂上他们的海报，在借助他们宣传的同时也增加了这些老师们的知名度，加深对客户的影响力，增加产品的渗透率。

图 15：公司官网中“精英大使”介绍页面



数据来源：公司官网，东方证券研究所

不断扩大品牌内涵，提升消费者品牌忠诚度。公司不仅为女性提供舒适合体的瑜伽服饰，并且利用各种形式的营销活动赋予公司品牌更多健康生活的内涵。例如曼哈顿的 Bryant 公园里，公司每周举办两次开放式瑜伽课程，每次有 400 多名女性参加、公司门店中也会开设免费的瑜伽体验项目，通过这些活动，公司与顾客之间不再是简单的买卖关系，而是更为亲密的朋友伙伴式关系，以此进一步加强客户粘性和忠诚度，逐步由“卖产品”衍变为“卖生活方式”，从而享有更高的定价权。

产品的时尚属性吸引明星自发主动“带货”。由于公司过硬的产品品质和时尚的外观设计，受到了美国许多明星的追捧，众多女明星被街拍到使用 Lululemon 系列的产品，相当于为公司产品和品牌做了免费的宣传和背书。

图 16：公司在公园开设公开瑜伽课程



数据来源：网络图片，东方证券研究所

图 17：明星带货街拍照片



数据来源：网络图片，东方证券研究所

表 2：公司主要营销项目举例

项目	描述
----	----

大型活动赞助	赞助马拉松，开放式瑜伽课程等活动。
店内免费瑜伽体验	在公司门店中开设免费瑜伽课程，使得消费者在课程结束后更倾向于购买门店内的相关产品。
研发项目	经过公司认证的运动大使或其他专业的瑜伽老师等都可以通过提供产品反馈获得 15% 的折扣，改善公司产品的设计和制造流程。
Lulu 购物袋	在购物袋上印着各式各样的励志或表达生活态度的语句。
团体折扣	选出在当地能展现公司品牌内涵的体育团体，给予产品折扣。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

3、渠道：聚焦线下直营，持续提升客户体验

线下渠道方面，公司始终坚持以直营门店为主的销售方式。2018 年，直营门店销售占比为 65%，是公司的主力销售渠道。从历史来看，2010 年后，公司收编了剩余的 4 家加盟店，全部改为直营的销售模式，并在后续年份坚决执行贯彻。

瑜伽由于其专业属性，对店员及导购的要求较高，公司门店的店员均接受过专业的训练，对瑜伽和服装相关知识非常熟悉，在营销产品的同时，能给予客户专业的体育运动知识，营造店铺时尚专业的购物氛围，我们认为，通过直营模式销售，公司能够对终端有较强的把控力度，保证客户体验在不同门店中的一致性。

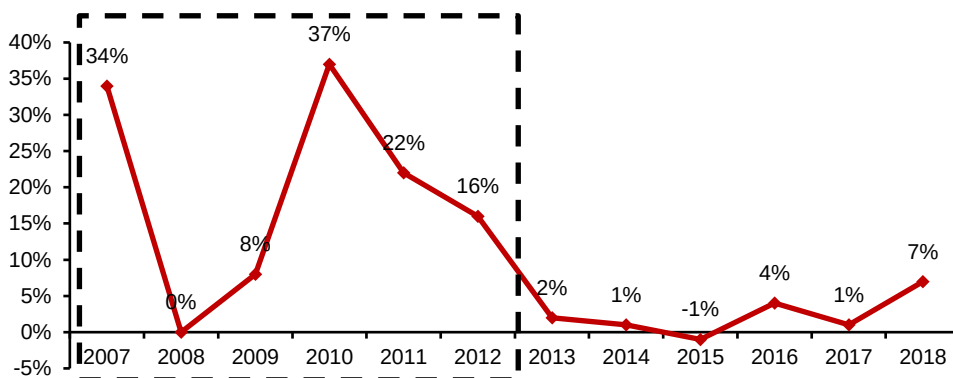
表 3：公司直营和加盟门店数量（2007–2018）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
直营门店数	71	103	110	133	174	211	254	302	363	406	404	440
加盟门店数	10	10	14	4	0	0	0	0	0	0	0	0

数据来源：公司年报，东方证券研究所

2012 年前，同店平均保持高双位数增长。2012 年前，公司同店增速较快，仅在 2008 年由于金融危机导致当年同店增速为 0%，2009 和 2010 年迅速反弹，2010 年更达到了 37% 的高增速，同店的优异增长也从侧面反映了公司长期坚持直营战略获得了成功。

图 18：公司同店增速（2007–2018）



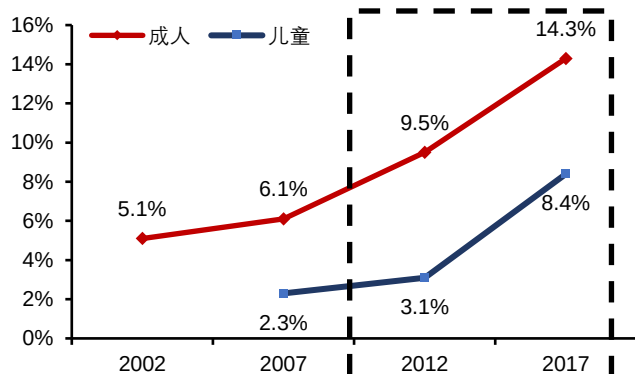
数据来源：公司年报，东方证券研究所

困境期（2013-2017 年）：公司由于自身原因错失瑜伽黄金发展期

行业向好，美国瑜伽流行程度持续深化

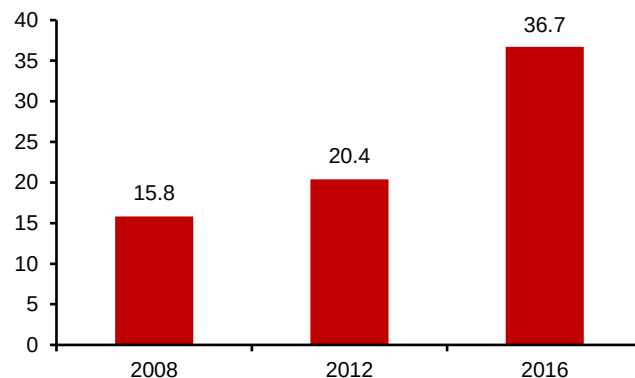
根据 NHIS 的数据，进入 21 世纪之后，美国成人和儿童的瑜伽参与率逐年上升，成人参与率从 2002 年的 5.1% 逐步增长至 2012 年的 9.5%，2017 年迅速攀升至 14.3%，儿童参与率也从 2007 年的 2.3% 增长至 2012 年的 3.1%，2017 年高达到 8.4%。根据 Yoga Alliance 和 Yoga Journal 的数据，美国瑜伽爱好者的数量从 2008 年的 1,580 万增长至 2012 年的 2,040 万人，到 2016 年进一步增长至 3,670 万，相比 2012 年翻了 1.8 倍。两组数据都显示，2012 年后美国瑜伽运动呈现加速流行的态势，儿童层面普及程度的大幅上升预示着未来瑜伽的流行趋势将进一步延续。

图 19：美国成人和儿童的瑜伽参与率（2002—2017）



数据来源：National Health Interview Survey，东方证券研究所

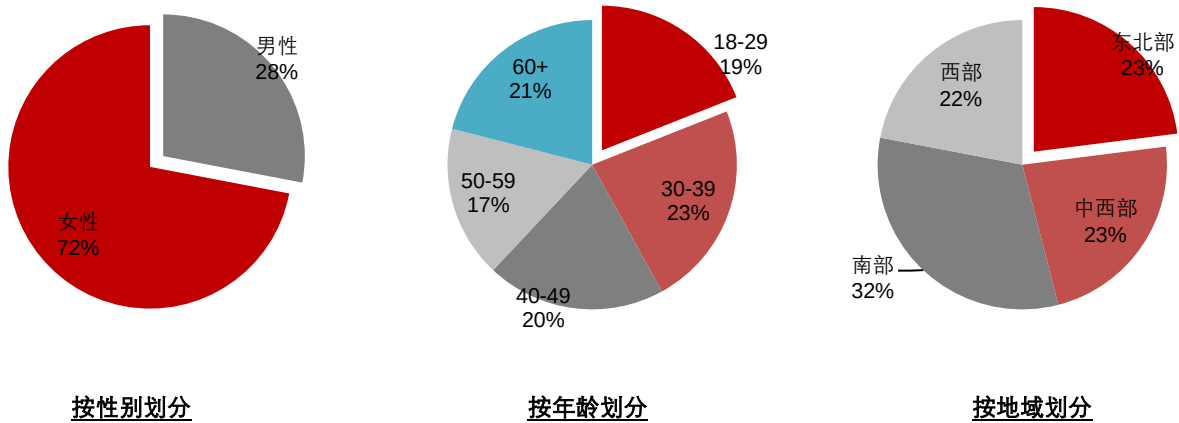
图 20：美国瑜伽爱好者数量估算（2008—2016，百万人）



数据来源：Yoga Alliance，Yoga Journal，东方证券研究所

美国瑜伽爱好者以女性为主，已经涵盖各个地区与年龄层的人群。根据 Ipsos Public Affairs 的数据，从性别来看，瑜伽爱好者以女性为主，占 72%；从地域来看，西部、东北部、中西部和南部的瑜伽爱好者占比分别为 22%、23%、23%和 32%，分布较为均衡；从年龄分布来看，19-29、30-39、40-49、50-59 和 60+ 的瑜伽爱好者占比分别为 19%、23%、20%、17%和 21%，瑜伽运动对美国各个年龄层的人群均有触及。

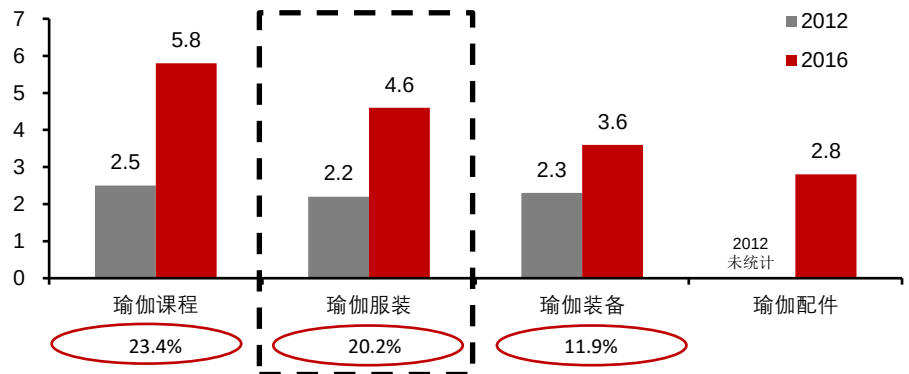
图 21：美国瑜伽爱好者分布（2016）



数据来源：Ipsos Public Affairs, Sports Marketing Survey USA, 东方证券研究所

瑜伽市场高景气带动瑜伽服装产业高速增长。根据 Ipsos Public Affairs 的数据，2016 年，美国瑜伽用品市场规模已超过 160 亿美元，其中瑜伽课程、瑜伽服装和瑜伽装备的市场规模分别为 58 亿、46 亿和 36 亿美元，从过去四年复合增速来看，瑜伽服装为 20.2%，增速仅次于瑜伽课程，我们认为，未来受益于瑜伽服饰渗透率的提升，市场的高增长趋势有望得到延续。

图 22：美国瑜伽爱好者消费总额拆分（2012–2016，十亿美元）



数据来源：Ipsos Public Affairs, Sports Marketing Survey USA, 东方证券研究所，下方红框为年复合增速

产品问题+管理层震荡，公司发展陷入低迷

虽然北美瑜伽市场需求一片向好，但公司却分别在 2013 年和 2015 年遭遇两次重大产品质量问题，对公司的形象造成较大的影响，特别是 2013 年的产品召回事件大幅影响了后续年份的收入和利润增速，导致公司的经营风格也逐步趋于保守。此外，随着高层的震荡，大批核心员工离职，公司由于自身原因错失瑜伽市场黄金发展期。

第一次产品召回：2013 年，公司所推出的新款瑜伽裤，由于面料过于单薄涉嫌暴露隐私，被迫召回问题产品，造成巨大损失。召回事件后，公司加强质检流程，但这也间接造成 13 年秋季新品的延迟交货，预计营收损失约 6,700 万美元。

影响：

管理层： CEO Christine Day 和首席产品官 Sheree Waterson 双双辞职。随后创始人 Wilson 竟然不合时宜地发表言论称：“公司召回的瑜伽裤面料透明，并非因为质量问题，而是因为穿着者过于肥胖，以这样的身材并不适合穿 Lululemon 的服饰。”威尔逊此番言论被认为是公然歧视女性，最终在 2014 年 5 月被迫辞去董事会非执行独立主席的职务。

财务层面：该事件对公司 2013 年和 2014 年的收入利润均产生较大影响，2013 年公司的收入和利润增速分别下降至 16.1% 和 3.3%，2014 年利润增速更是下滑至 -14.5%，以这一事件为起点，公司陷入长达 5 年的困境期。

第二次产品召回：2015 年，公司被爆出其出售的 20 款连帽夹克与上衣有潜在安全顾虑，即公司采用弹性材料来制造上衣帽子的系带，造成 7 起颜面与眼部受伤事件。为此，公司再次进行大规模的召回处理，并将系带更换为无弹性的材质，公司分别在美国和加拿大回收了 13.3 万件和 18.5 万件，总计回收了 31.8 万件上衣。

影响：

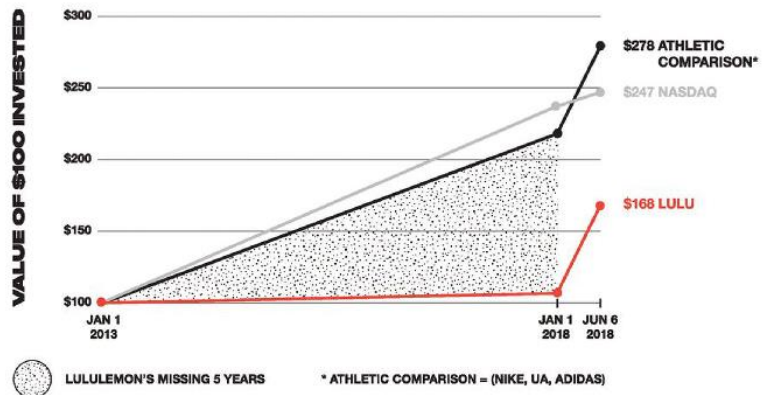
管理层：管理层大幅改组，撤销首席产品官 Tara Poseley 的职务。

财务层面：虽然该召回事件未对当年利润产生实质影响，但却伤害了公司的品牌形象，间接影响了产品销售。2015 年底，公司遭遇库存积压问题，很少打折的公司产品折扣率一度上调至 40%。

走出困境（2018 年-）：补齐短板重回龙头轨道，升级多品类运动服饰国际品牌

2018 年开始，公司的收入和利润增速大幅攀升，分别达到 24.1% 和 87%，均创近 5 年新高，股价也大幅上扬，表明公司已成功走出困境。我们认为，在美国瑜伽运动加速流行的背景下，公司在 2018 年后的业绩表现仅仅是修复至龙头“正常”的发展速度，假设投资者在 2013 年初投资 100 美元至公司的股票，2018 年初仅能获利 8 美元，相反，投资公司的竞争对手（Nike、UA 和 Adidas）则能获利 119 美元，投资纳斯达克指数能获利 138 美元，因此将投资周期拉长来看，公司在 2018 年的股价涨幅可看作为对过去低迷增长的“弥补”，虽然公司此前陷入了 5 年左右的困境期，但是其在瑜伽服饰领域品牌力仍然强劲，其他运动服饰巨头并未在公司经营动荡期有效削弱公司在细分领域的地位。

图 23：公司与竞争对手投资回报率比较



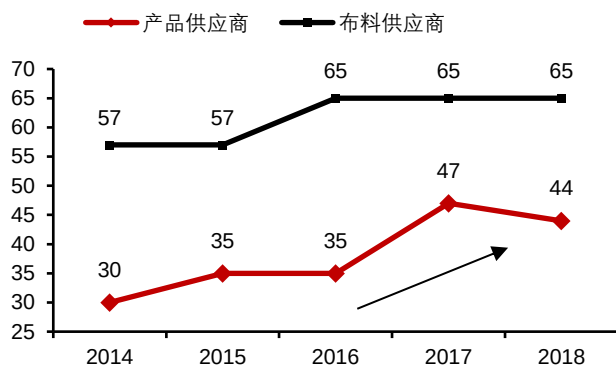
数据来源：《Little Black Stretchy Pants》，东方证券研究所

加强供应链管理+管理层稳定，公司发展重回正轨

公司吸取 2013 年产品召回教训，2015 年正式启动供应链改革计划，深度改进运营效率和产品质量，经过 2 年的努力取得初步成效，改革主要体现在以下 3 个方面：

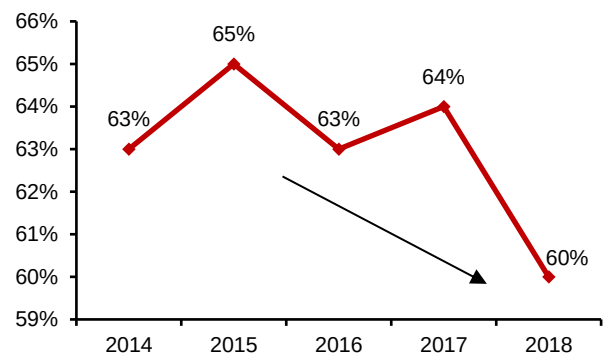
a. 引入新供应链合作方，降低成本并且提升产品质量。公司逐步扩大与产品和布料供应商的合作范围，截止 2014 年底，公司的产品和布料供应商分别为 30 和 57 家，到 2018 年底扩张至 65 和 44 家，新合作方的引入促进了供应商直接的良性竞争，在削减成本的同时也提升了产品质量。此外，公司对核心供应商的依赖程度有所下降，公司前五大产品供应商占比从 2014 年的 63% 下降至 2018 年的 60%。

图 24：公司产品 and 布料供应商数量（2014–2018）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 25：公司前五大产品供应商供应金额占比（2014–2018）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

b. 提升供应链的响应时间。公司采取多种手段提升供应链效率，举例如下：1. 在 3D 打印技术上的投入大幅增加，缩短了产品样本的研发时间。2. 生产基地大举移至西半球地区，减少货物运送间及成本。3. 公司对采购流程进行了优化，从以往的统一采购策略，转变至依据产品生命周期来制定采购规划，提高了货品的周转率。我们认为，供应链响应时间的提升也间接促进了零售部门的工作效率，能够进一步巩固公司的产品优势。

c. 对外投资拓展产品品类，助力面料研发。2017 年，公司做出了第一笔对外投资，宣布与加拿大高性能骑行服品牌 7mesh Industries Inc. 达成战略合作协议，7mesh 出售男女骑行服，包括短裤、夹

克、上衣等，售价在 60 到 475 美元之间，双方将在研发层面加大合作开发高功能服装。我们认为，两者的合作表明：公司一方面将大力拓展瑜伽运动服以外的品类，另一方面也将更加专注面料创新，提升产品长期的竞争力。

供应链改革效果明显，毛利率提升迅速。公司毛利率自 2015 年跌入低谷 48.4% 后连年反弹，2016-2018 年公司的毛利率分别为 51.2%、52.8% 和 55.2%，同比增长 2.8、1.6 和 2.4 pct。

表 4：公司毛利率变化（2014-2018）

	2014	2015	2016	2017	2018
毛利率	50.9%	48.4%	51.2%	52.8%	55.2%
变化幅度 (pct)	-1.9	-2.5	2.8	1.6	2.4

数据来源：公司年报，东方证券研究所

新任 CEO 就位，管理层预期保持稳定。2018 年 2 月，公司宣布前任 CEO Laurent Potdevin 辞职，原因是他与公司前女性设计师可能存在利益输送问题。公司对下一任的 CEO 寻找过程较为谨慎，历时 5 个月，零售业经验丰富且履历干净的 Calvin McDonald 上任。McDonald 在加拿大食品零售巨头 Loblaw Cos 开启自己的职业生涯，2011 年跳槽进入加拿大百货公司 Sears Canada，担任总裁及首席执行官，成功带领公司走出收入萎缩困境，2014 年 1 月后，McDonald 供职于化妆品零售商 Sephora，担任美洲区总裁兼首席执行官。

公司董事会主席 Glenn Murphy 公开表示，“他是 Lululemon 品牌和文化的理想匹配者，因为他拥有强大的消费者意识、以业绩为导向的领导方式，以及有能力培养人才。”

运动全品类+全球化，升级多品类运动服饰国际品牌

随着公司在瑜伽服饰行业龙头地位的稳固和市场渗透率的提升，以及竞争对手例如 Nike, Adidas 的步步紧逼，公司迫切需要进行战略升级获得更大的发展空间，通过多年来业务上的布局和规划，公司已初步从区域性的瑜伽小众服饰品牌，逐步升级至全品类运动服饰国际品牌。我们认为，通过在运动全品类和全球化两个领域的深耕，公司有望进一步延续 18 和 19 年的复苏态势。

1、全品类：运动休闲男装+运动周边产品，持续寻找女性产品外的新增长点

在近期的业绩报告中，公司已不再宣传自己是“以瑜伽为灵感的运动服饰品牌”，转而宣传是“以健康生活方式为灵感的运动品牌”，体现了公司在产品开发层面的战略升级，表明公司未来将会持续拓展新的产品品类，具体如下：

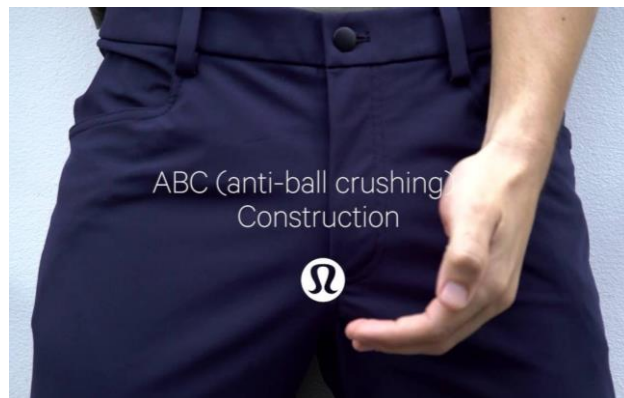
a. 运动休闲男装：近年开始公司逐步重视男装业务，特意聘请了经验丰富的 Felix del Toro 作为集团男装业务的高级副总裁和总经理，Felix del Toro 之前供职于 Gap 和 Calvin Klein。2014 年，公司在纽约曼哈顿 SOHU 开业了首家男装旗舰店，该店有 1,600 平方英尺的空间，设计方面融入了受男性欢迎的移动支付、数字影音等元素。在产品创新方面，公司推出了爆款 Anti Ball Crushing 裤子（即保护私处运动裤），以保护男士隐私部位为核心设计亮点，运动和日常生活穿着皆可，实用性非常强，至今仍然是男装系列的明星产品。根据**公司最新发布的 2018-2023 年五年规划**，公司预期男装业务年均复合增速达到 20%。

图 26：公司首家男装门店（位于纽约曼哈顿）

图 27：明星产品保护私处运动裤



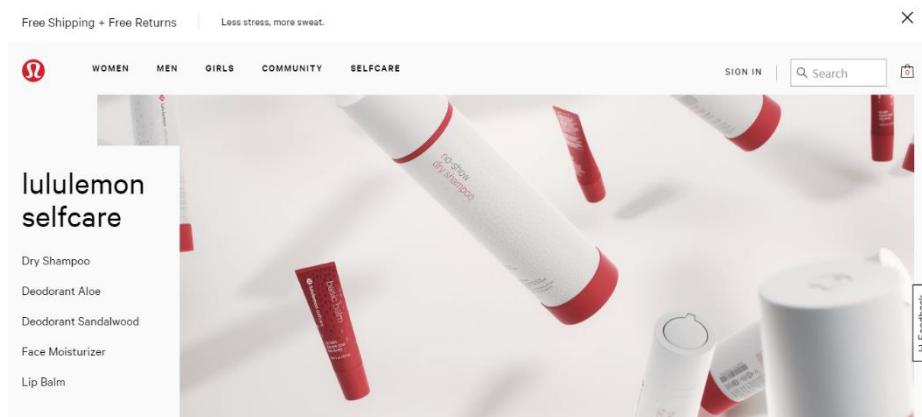
数据来源：网络图片，东方证券研究所



数据来源：公司官网，东方证券研究所

b. 运动周边的个人护理类产品：公司在线上已经开始销售，线下方面，2018 年 10 月起已试点了 17 家门店，2019 年 6 月预计将扩展到 50 家门店，销售的产品包括免水洗发露、芦荟、除臭剂、爽肤水、润唇膏等。

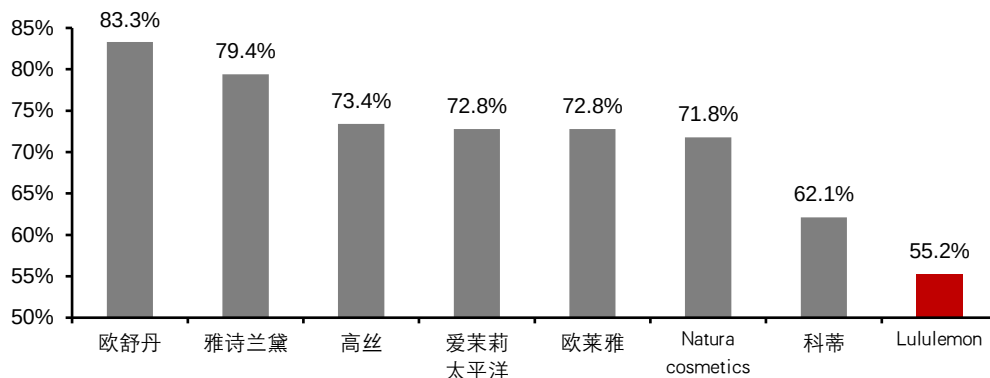
图 28：线上个人护理产品销售页面



数据来源：公司官网，东方证券研究所

随着公司围绕运动周边的个人护理类产品的布局，未来公司销售将获得新的增长点，整体利润率水平也可能获得一定提升。结合美妆行业的整体特点，我们选取了几家专注于美妆及个人护理类产品的上市公司，包括欧舒丹、雅诗兰黛、高丝、爱茉莉太平洋、欧莱雅、Natura cosmetics 和科蒂，2018 年平均毛利率为 73.7%，均显著高于公司 55.2% 的综合毛利率水平，我们认为随着公司在该产品线的销售发力，公司未来的盈利能力有望得到进一步改善。

图 29：公司与美妆及个人护理类上市公司毛利率比较（2018）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

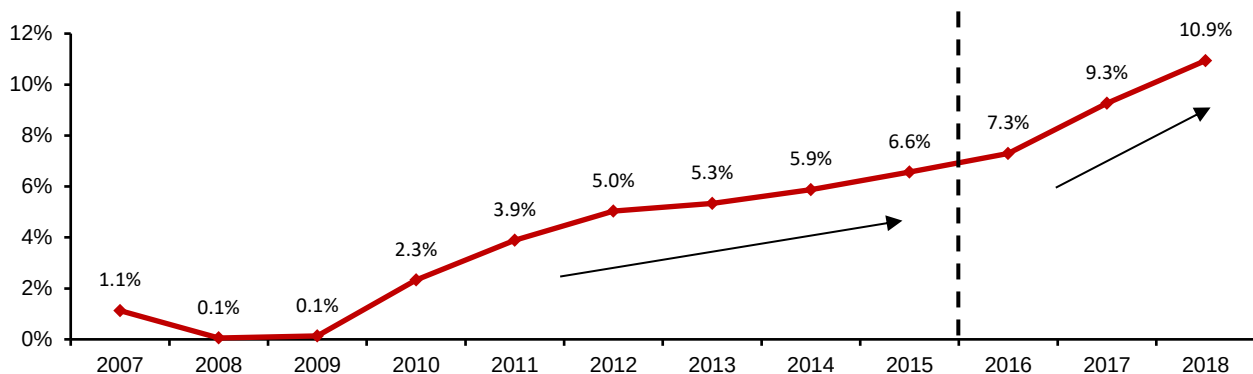
c. 运动周边配件：公司希望通过手提袋、瑜伽设备（例如瑜伽垫）、袜子、发饰等运动周边配件增加用户的购买连带率，以及用低价吸引年轻客户群体。

d. 其他运动品类产品：公司通过打造跑步、训练、游泳等产品线，在公司门店就能给客户一站式的运动装备。

2、全球化：借力线上销售，发展海外市场

海外地区的销售额占比不断上升。公司海外市场（北美以外地区）的销售额占比从 2010 年的 2.3% 上升至 2018 年的 10.9%，2016 年后开始进一步提速，2018 年已经达到 10.9%。从销售趋势来看，海外市场有望超过公司所在地加拿大市场成为公司第二大销售来源。

图 30：公司北美以外区域销售占比（2007-2018）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

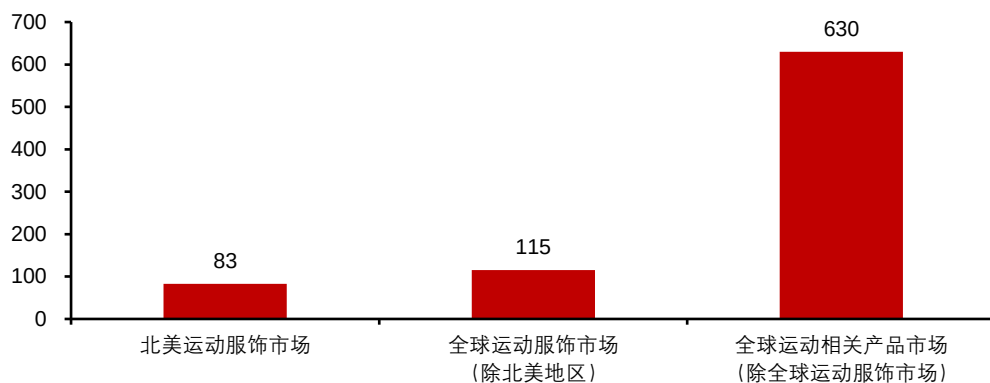
未来五年海外销售扩张是公司战略关注的重点。根据公司发布的五年区域规划，2018-2023 年，公司预计在北美以外地区的销售保持 30% 以上的年均复合增长率，与此同时，北美地区仅保持低两位数增长，海外的销售扩张将成为公司收入增长的新来源或主要驱动力。根据 Global wellness Institute 的数据，北美以外区域的运动服饰市场规模为 1,150 亿美元，将比北美本土 830 亿美元的市场规模高出 38.5%，如前文所述，如果公司多品类扩张成功，全球运动相关产品的市场将更为广阔，达 6,300 亿美元，潜力巨大。

图 31：公司未来五年区域增长规划



数据来源：公司公告，东方证券研究所

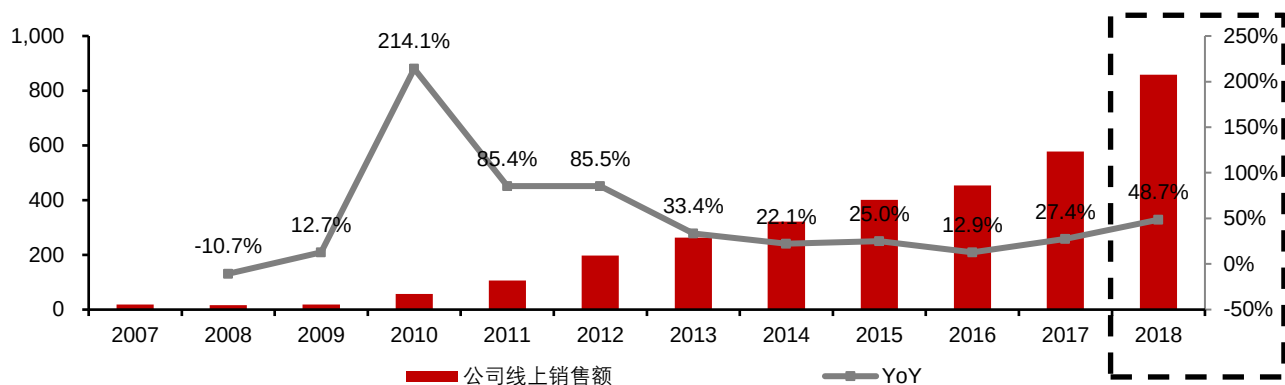
图 32：运动服饰及相关产品市场规模比较（十亿美元）



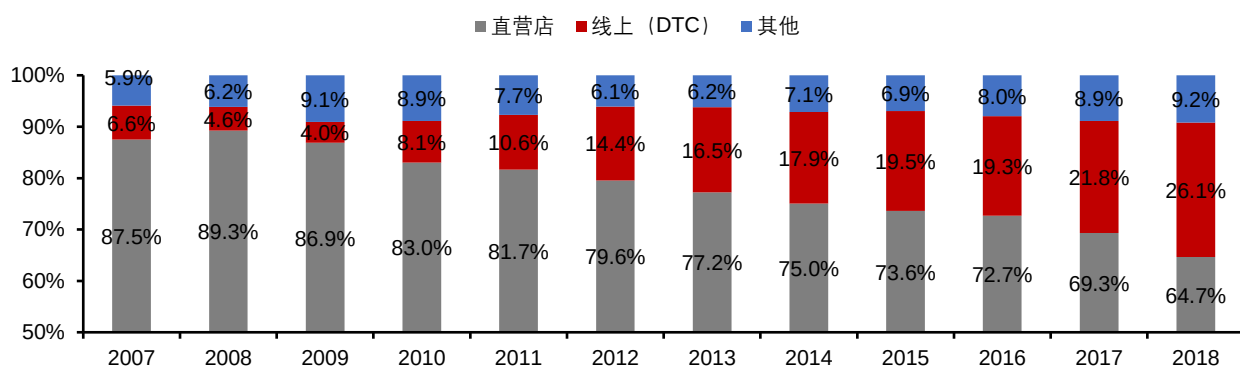
数据来源：Global wellness Institute，东方证券研究所

线上销售是公司拓展海外市场的重要工具。2018年，公司线上收入为8.59亿美元，同比增长48.7%，为近5年最快，自2010年后，公司线上收入常年保持在20%以上的高增速。公司线上收入在所有销售渠道中的占比也逐年提升，2018年，线上销售收入占比已达到26.1%，同比增长4.3 pct。

图 33：公司线上销售额（2007—2018，百万美元）

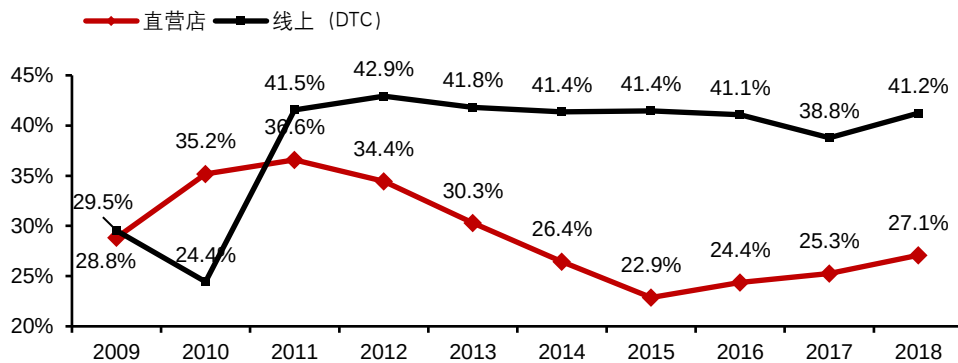


数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 34：公司销售渠道拆分 (2007-2018)


数据来源：公司年报，东方证券研究所

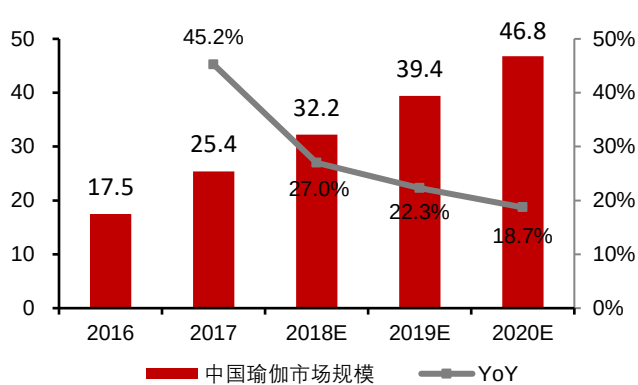
随着线上销售额的扩大，公司的盈利能力也将改善。从营业利润率来看，线上销售的平均水平近五年来维持在约 41% 的水平，尽管直营门店营业利润率自 2015 年后有所回升，从 2015 年的 22.9% 提升至 2018 年的 27.1%，但与线上水平相比仍然有 10 pct 以上的显著差距。

图 35：公司直营和线上营业利润率比较 (2009-2018)


数据来源：公司年报，东方证券研究所

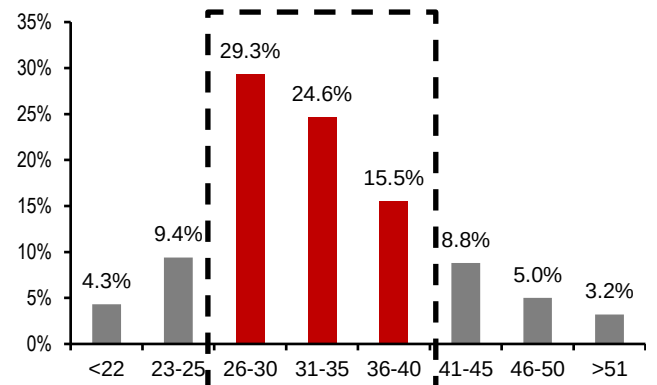
中国市场是公司海外扩张中最重要的一环，市场潜力巨大。根据艾瑞咨询的数据，2018 年中国瑜伽市场规模预计将达到 322 亿元，过去两年分别实现了 45.2%和 27%的超高增速，增长主要来自瑜伽垂直产品，包括服装、瑜伽垫、辅具等产品，未来增长趋势将延续，2019 和 2020 年的增速预计分别为 22.3%和 18.7%。从年龄分布来看，瑜伽爱好者集中在 26-40 岁消费能力较强的中青年群体，占比高达 69.4%。

图 36：中国瑜伽市场规模（2016–2020E，十亿元）



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 37：中国瑜伽爱好者年龄分布（2018）



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

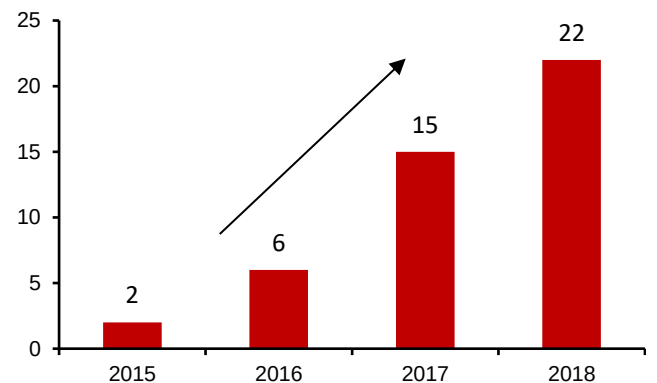
公司采取“线上拉动线下”的策略，已在中国市场取得初步成功，2015 年天猫旗舰店开张，受益于国内瑜伽的流行热潮，线上始终维持高增速，2018 年“双 11”期间公司的天猫业务同比增长了 150%，过去两年增长超过 200%。通过对线上销售情况的分析，公司能够充分了解中国消费者的消费意愿和特点。线下门店扩张速度也开始加快，2015-2018，公司在中国线下门店（包括香港）的门店数分别为 2、6、15 和 22 家。

图 38：公司天猫旗舰店展示



数据来源：天猫，东方证券研究所

图 39：公司在中国地区（包括香港）线下门店数



数据来源：公司年报，东方证券研究所

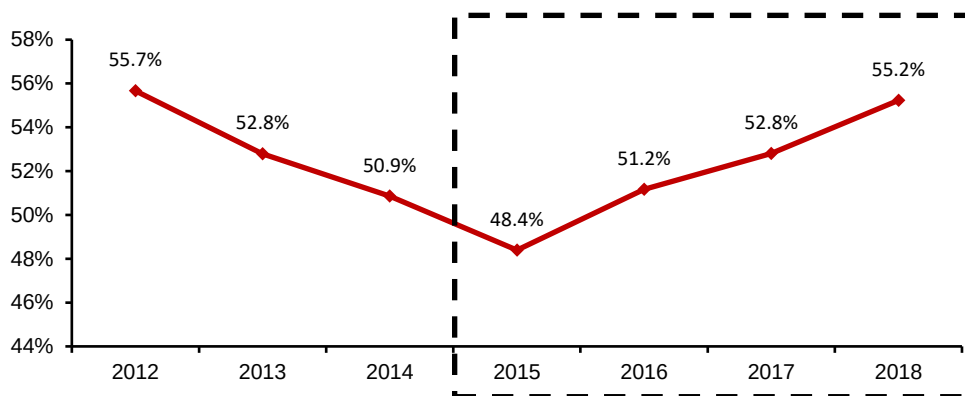
探寻：公司困境反转前的财务信号

在寻找困境反转前的财务指标时，我们发现，公司发起的供应链改革作用明显，各指标自 2015 年起开始改善，此次改革直接降低了公司的成本（提升盈利能力）、提升了供应链的响应时间（提升运营效率），最终改善了公司整体的盈利质量。

盈利能力：毛利率受供应链改革推动改善显著

毛利率自 2015 年触底后反弹明显。公司的供应链改革项目大幅削减了成本，对毛利率起到直接的拉动作用，2015 年，公司的毛利率跌入谷底，为 48.4%，后续年份开始反弹，2016-2018 年毛利率分别为 51.2%、52.8%和 55.2%，公司的盈利能力显著增强。

图 40：公司毛利率变化（2012–2018）

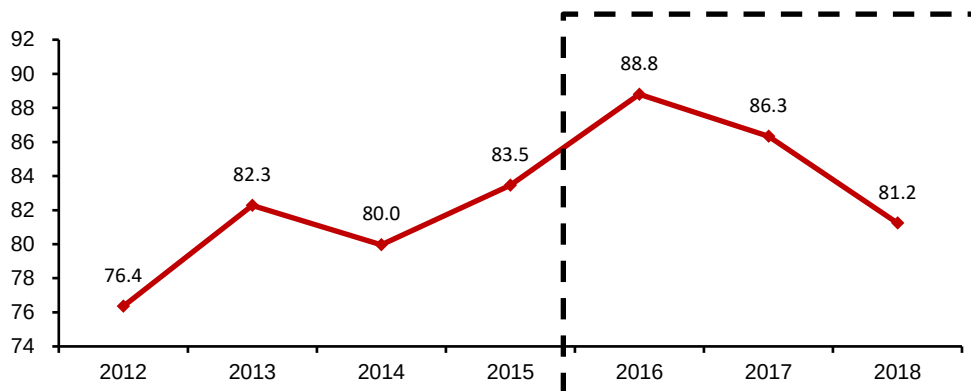


数据来源：公司年报，东方证券研究所

运营效率：受应付账款周转天数拉动，现金周转周期好转

公司现金周转周期自 2016 年达到顶点 88.8 天后，2017 和 2018 年有显著下降，分别为 86.3 天和 81.2 天，拆解来看，应付账款周转天数的上升是主要原因，2015 至 2018 年，应付账款周转天数分别为 3.2、5.5、7 和 14.4 天，表明公司受供应链改革和终端销售推动，对上游议价能力增强，公司整体的现金周期改善。

图 41：公司现金周转天数变化（2012–2018，天）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

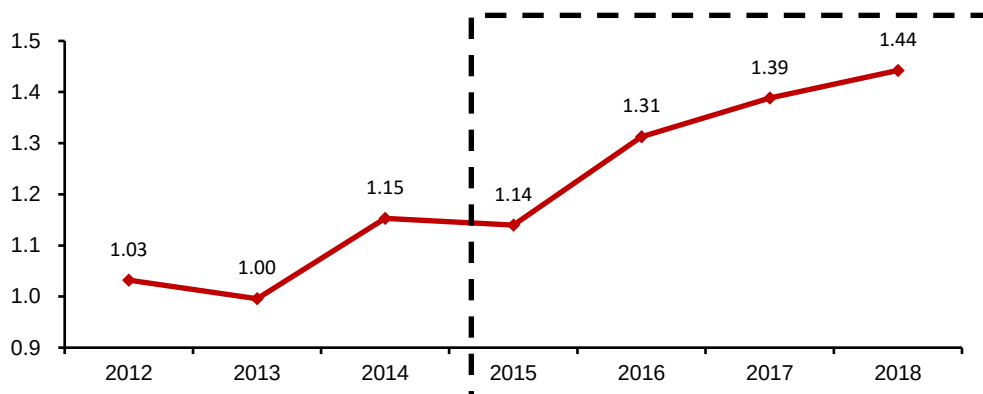
表 5：应收、应付和库存周转天数变化（2012–2018，天）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
应收账款周转天数	1.6	2.1	2.6	2.4	1.7	1.9	3.1
库存周转天数	79.2	83.4	81.8	84.2	92.6	91.4	92.5
应付账款周转天数	4.4	3.2	4.4	3.2	5.5	7.0	14.4
现金周转天数	76.4	82.3	80.0	83.5	88.8	86.3	81.2

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

盈利质量：经营活动现金流/净利润指标向好

2015 年，公司的经营活动现金流/净利润指标为 1.14，之后几年该指标有显著提升，2016-2018 年分别为 1.31、1.39 和 1.44，表明受到改革推动，公司盈利质量持续改善。

图 42：公司经营活动现金流/净利润变化（2012–2018）


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

借鉴：对国内服饰品牌的启示及投资建议

从露露柠檬的发展历史和在资本市场的表现看，我们认为对国内服饰品牌主要有以下几点启示：

(1) 精准定位赛道，以差异化占领消费者心智是品牌经历起伏仍然能够实现反转的最大先发优势。从发展历程来看，露露柠檬是最早定位专业瑜伽用品的少数品牌之一，并通过在产品、营销和渠道等方面的持续发展不断强化其“科技+时尚”的差异化标签，最终成为北美瑜伽爱好者的首选。虽然在 2013-2017 年公司经历了产品质量问题、管理层更迭、目标市场相对单一、竞争日益激烈等影响带来的业绩动荡，其在细分领域的龙头地位未受撼动。最终公司在行业保持较高景气度的大背景下，其通过供应链改革、海外扩张等方式在 18 年实现收入与盈利增长的再次提升，这其中最核心的优势来源于露露柠檬始终坚持给目标消费者专业瑜伽品牌的定位与烙印。

(2) 紧抓主流人群，采取高性价比的社交营销、网红营销等方式充分贴近年轻消费者。从营销方式来看，露露柠檬放弃了传统综合性运动品牌采用的体育明星代言的方式，考虑到瑜伽运动的社交属性与年轻爱好者的活跃度，公司以 KOL（瑜伽教练、瑜伽老师）为突破口，加深品牌专业属性与知名度，同时以不同形式的瑜伽活动为载体，将品牌贴上瑜伽生活方式的标签，在消费全球化浪潮中，这种差异化的营销方式，充分迎合了全球年轻消费者的主流生活方式与消费习惯。

(3) 直营化奠定整体零售能力。2010 年完成所有加盟店的收编之后，露露柠檬线下全部采取直营模式。直营化虽然会增加费用开支与运营成本，但对终端的直接把控，有利于品牌对消费者更直接、更全面的了解，另一方面品牌定位与产品的推陈出新，也可以直接通过门店形象、产品陈列以及店员等方式较为统一地向目标消费者传递，起到事半功倍的效果。

(4) 电商在类标准化品类市场的发展十分重要。公司从 2018 年开始的重新崛起，除了行业良好的景气度、自身供应链的改革，以电商为核心工具的海外扩张也是功不可没。2010 年开始，公司线上收入常年保持 20% 以上的增速，2018 年开始更是达到了近 50% 的高增长，直接带动了公司经营业绩的高速反弹。电商成为公司拓展新兴市场的利器，2018 年公司在中国市场线上收入增长高达 140%，我们认为，在互联网已经成为社会基础设施之后，在 85/90/00 后这些从小在网络中成长起来的人群成为社会主力消费人群之后，所有从事类标准化产品的企业一定要重视线上业务的发展，重视线上和线下的融合互动。

(5) 全球化、多品牌和多品类的扩张成为全球性服饰品牌做大做强的必经之路。近几十年来欧美品牌服饰龙头在面临增长压力之际，无一不通过全球化扩张以及适当的品类、品牌扩容来突破市场瓶颈，这背后一方面有欧美消费文化输出的先天优势，另一方面也有品牌各自的零售管理、供应链等能力作为基础。近几年来国内品牌服饰龙头也在尝试性地东南亚等与中国消费文化接近的区域进行扩张，同时对外进行投资并购，对内通过代理、合资等方式引入海外品牌来扩充品牌与品类，是当前具备终端渠道、零售运营、供应链管理等扎实基础的国内品牌龙头进一步提升各自销售规模的现实路径。

落实到投资建议，从露露柠檬近十多年的起伏反观国内品牌服饰行业，优质的赛道与足够大的市场空间为大市值企业的诞生以及传统品牌的逆袭提供了更多的潜力与机会（12 年至今的安踏、李宁，18 年至今的波司登等）。从细分行业来看，国内体育户外、大众休闲、家纺、化妆品等子行业市场空间相对更大、也更容易诞生多品牌多品类的本土服饰集团，落实到投资标的，中长期看好安踏体育、李宁、波司登、海澜之家和上海家化；围绕困境反转主题，建议关注探路者和梦洁股份等公

司。他们大多经过了 2-3 年的渠道与库存的清理，基本完成了报表的深度调整，未来也有机会通过自身经营的重新聚焦、品牌与品类的适度延伸等实现业绩上的逆转。

风险提示

(1) 经济减速背景下国内品牌服饰零售终端持续低迷的风险

经济减速将导致人均可支配收入增速下滑，会对品牌服装等可选消费品的销售造成不利影响。

(2) 人口代际切换带来的时尚潮流变迁风险

服饰消费潮流变化和更新频率较快，人口的代际切换将直接影响或改变公司目标消费群体的偏好。倘若公司没有及时感知或抓住时尚变迁的趋势，将对公司产品的销售造成重大不利影响。

(3) 天气波动对品牌服饰销售的影响

天气的波动将影响消费者购买服装的意愿，若销售不畅品牌服饰企业可能会面临较大库存压力。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

