

纺织服装海外跟踪系列六十

优于大市

露露乐蒙一季度中国市场环比降速，全年维持收入指引下调利润指引

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 纺织服饰

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391
证券分析师： 刘佳琪 010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn
liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004
执证编码：S0980523070003

事项：

公司公告：2025年6月6日，Lululemon披露截至2025年5月4日的2025财年一季度业绩，营收同比增长7%（不变汇率+8%）至23.71亿美元，毛利率提升60bps至58.3%；经营利润增长1%至4.39亿美元，稀释EPS为2.60美元。

国信纺织观点：

- 1) **核心观点：**一季度收入符合指引，利润好于指引，中国市场持续引领增长但环比降速，全年维持收入指引，受关税影响下调利润指引；
- 2) **FY2025 第一季度业绩及分地区情况：**2025 财年第一季度，营收同比增长 7%（不变汇率+8%）至 23.71 亿美元，达指引上限（指引为 6-7%）；毛利率提升 60bps 至 58.3%，超出指引（指引持平）。分业务看，产品创新驱动品类增长，新品表现和市场反馈良好；分渠道看，线上线下渠道同步增长；分区域看，中国除港澳台地区收入增长 22%，环比降速但仍引领增长，管理层有信心全年增长 25-30%；美国市场客流下滑、促销加剧表现疲软。
- 3) **管理层指引和展望：**根据财报后公开电话会议，2025 财年维持收入同比增长 5~7%的指引，主要受关税成本影响下调毛利率、EPS 指引；二季度预计收入同比增长 7~8%，经营利润率预计降 380bps（基数效应去年提升 110bps+关税集中影响）。
- 4) **关税影响：**公司美国收入占比大成本压力较大，预计二季度压力集中显现，下半年有望缓解，具有产品技术溢价优势及消费者高粘性优势。
- 5) **风险提示：**海外需求疲软影响大于预期；供应链受阻；关税政策不确定性；
- 6) **投资建议：**2025 财年公司对中国市场指引乐观，看好中国运动鞋服产业链龙头企业。Lululemon 2025 财年一季度收入符合指引利润好于指引，中国市场收入虽环比降速但仍为增速最快区域，公司仍看好中国市场，对全年 25%-30%增长充满信心。关税政策的不确定性虽对品牌和制造商利润率产生扰动，但仍利好有溢价能力的品牌和利润率高、产能布局多元化的供应商，我们看好盈利能力强、客户结构优质、有持续扩张产能能力的运动代工龙头**申洲国际**、**华利集团**。中国市场方面，Lululemon 在中国市场连续保持强劲增长，且 2025 年指引乐观，新开门店集中在中国市场。我们看好运动赛道保持成长优势，看好本土运动品牌中长期增长前景，重点推荐**安踏体育**、**李宁**，同时看好与国际品牌深度合作、核心零售商盈利修复的机会，重点推荐**滔搏**。

评论：

- ◆ **核心观点：**一季度收入符合指引，利润好于指引，中国市场持续引领增长但环比降速，全年维持收入指引，受关税影响下调利润指引

2025 财年第一季度，营收同比增长 7%（不变汇率+8%）至 23.71 亿美元，达指引上限（指引为 6-7%）；毛利率提升 60bps 至 58.3%，超出指引（指引持平）。分业务看，产品创新驱动品类增长，新品表现和市场反馈良好；分渠道看，线上线下渠道同步增长；分区域看，中国除港澳台地区收入增长 22%，环比降速但仍引领增长，管理层有信心全年增长 25-30%；美国市场客流下滑、促销加剧表现疲软。

2025 财年维持收入同比增长 5~7%的指引，主要受关税成本影响下调毛利率、EPS 指引，关税影响预计在二季度成本压力集中显现，下半年公司通过采取涨价、供应链优化、效率管控等措施压力有望缓解，品牌具有产品技术溢价优势，及消费者高粘性优势。

图1: Lululemon业绩和指引汇总表

Lululemon FY2025Q1业绩和指引速览									
单位: 百万美元		FY2025Q1-实际	彭博预期	FY2025Q1指引	Beat/Miss	FY2025指引	彭博预期	FY2025Q2指引	彭博预期
项目	财报截止	2025/5/4	2025/5/4	2025/5/4		2026/2/1			
总收入	金额	2371	2358	2335-2355	0.5%	维持: 11150-11300	11268	2535-2560	2564
	YOY	7.3%	6.8%	6-7%		5%-7%, 不包括2024年的第53周增长 7%-8%	6%	7-8%	8.1%
	货币中性	8.0%	8.0%			净开40-45家直营店, 优化40家, 整体面积增长10%; 其中10-15家位于美洲, 其余在国际市场, 大部分在中国			
同店增长	货币中性	1.0%	2.4%		-1.4%				
分地区收入	金额	1675	1652		1.4%	低至中单位数			
	YOY	3.2%	1.8%						
	货币中性	4.0%	2.4%						
美国	同店	-2.0%	-1.4%						
	金额	1,363	1,361		0.1%	适当正增长			
	YOY	2%	2%						
加拿大	金额	293	294		-0.5%				
	YOY	4%	4%						
	货币中性	6.0%	23.4%						
国际	金额	696	699		-0.4%				
	YOY	18.7%	19.1%						
	货币中性	20.0%	23.4%						
中国	同店	6.0%	19.1%		-0.6%	25-30%			
	金额	412	415						
	YOY	19.1%	19.1%						
中国除港澳台外	金额	368	379		-2.8%				
	YOY	21.2%	26.2%						
	货币中性	22.0%	12.6%						
其他地区	同店	7.0%	12.6%						
	金额	328	328		-0.1%	20%			
	YOY	16.0%	18.8%						
	货币中性	17.0%	10.9%						
财务比率									
毛利率	金额	58.3%	57.7%	基本持平	0.7%	下调: 同比下降110bps (此前为下降60bps, 主要受关税影响)	58.9%		58.9%
	YOY	39.8%	39.3%	同比增加120bps	0.4%		36.2%		37.1%
	OPM	18.5%	18.4%	同比下降120bps	0.1%		22.4%	同比下降约380bps (基数效应去年提升110bps+关税集中影响)	21.7%
经营利润	金额	439	434		1.0%				
	YOY	1.4%	0.4%						
	货币中性	-2.1%	-2.0%						
净利润	金额	315	315		-0.1%				
	YOY	2.60	2.61		-0.3%				
	YOY	2.4%	2.7%						
经调整EPS	数值	2.60	2.59	2.53-2.58 (包含0.06美元的外汇负面影响)	0.6%	下调: 14.58-14.78美元 (此前为14.95-15.15)	14.96	2.85-2.90	3.32
	YOY	2.4%	1.8%						
	金额	1652	1547		6.8%				1634
库存	YOY	22.8%	15.0%	库存增长十几百分点					14.4%

资料来源: 公司公告, 彭博, 国信证券经济研究所整理

◆ FY2025 第一季度业绩: 收入增长符合指引上限, 毛利率提升 60bps 好于指引, 中国市场持续引领增长但边际放缓, 美国市场承压

1、第一季度业绩分析: 收入增长 7%符合指引上限, 毛利率扩张 60bps 超出指引

收入达指引上限，EPS 好于管理层指引。2025 财年第一季度营收同比增长 7%（不变汇率+8%）至 23.71 亿美元，达指引上限（指引为 6-7%）。经营利润增长 1%至 4.39 亿美元，稀释 EPS 为 2.60 美元，好于管理层指引的 2.53-2.58 美元及彭博一致预期。

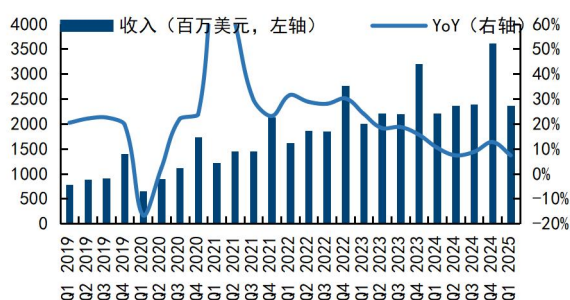
分业务看，产品创新驱动品类增长。男装业务同比增长 8%，核心驱动力来自 Zeroed In/Smooth Spacer/Show Zero 的持续热销，以及新推出的 Fast&Free 跑步短裤。女装业务增长 7%，Define 系列持续表现良好，Align 系列推出取消前缝线设计，在 80 家试点门店和线上热销，秋季将所有门店铺货；新品中 Daydrift 阔腿裤（采用运动面料结合时装剪裁）几乎全渠道售罄，Be Calm、Glow Up 系列上市后也获得不错反响。产配饰及其他增长 8%，运动包袋及瑜伽配件表现突出。

分渠道看，线上线下渠道同步增长。线下直营渠道收入同比增长 8%，占总收入 49%。全球净新增 3 家门店至 770 家，同步完成 4 家存量店优化。线上电商渠道增长 6%，占比 41%。

毛利率好于管理层指引。毛利率提升 60bps 至 58.3%，超出指引（指引持平）。主因：产品毛利率提升 130bps（成本优化、降价减少、损耗改善，部分被较高的空运费用抵消）；汇率负面影响 20bps；固定成本负向经营杠杆拖累 50bps。费用压力显现：SG&A 费用率上升 160bps 至 39.8%，差于此前上升 120bps 的指引，主因汇率损失及战略投入增加。经营利润率下降 110bps 至 18.5%。

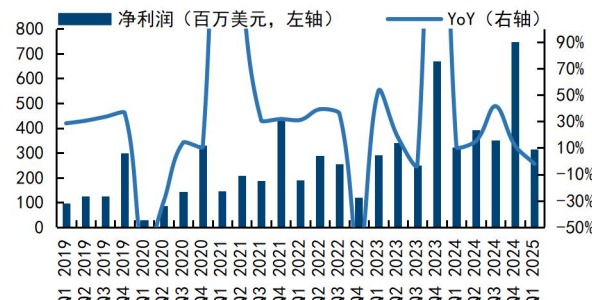
库存受关税及汇率影响增长。库存金额同比增 23%至 16.5 亿美元（量增 16%），受关税及汇率影响。现金流方面，斥资 4.3 亿美元回购 136 万股，现金储备 13 亿美元。

图2：公司季度收入与变化情况



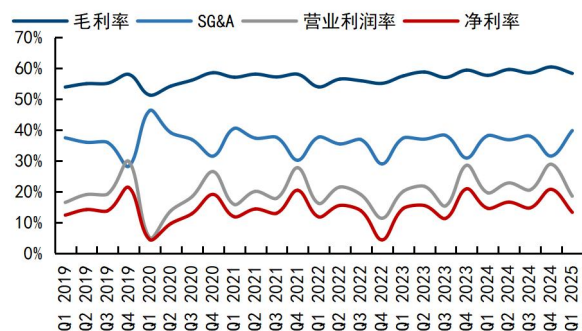
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司季度净利润与变化情况



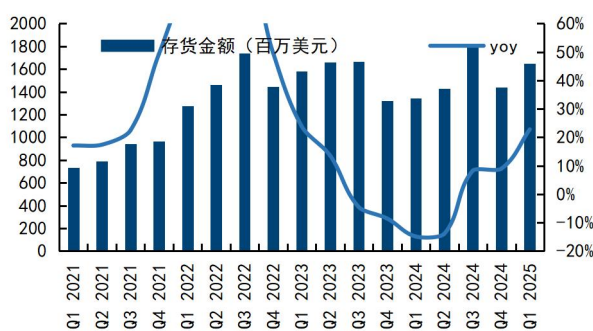
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度利润率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司季度库存及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2、第一季度分地区分析：中国除港澳台地区收入增长 22%，环比降速但仍引领增长，管理层有信心全年增长 25-30%

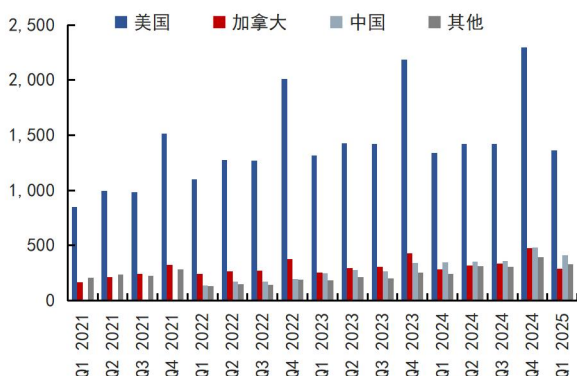
中国除港澳台地区：收入占比 15.5%，增长强劲但环比放缓。不变汇率收入同比+22%，同店销售+8%，延续

高增长但环比降速，因春节时间差影响约 4pct。中国除港澳台地区门店达 154 家（环比+3，同比+27 家），计划 2025 年增至约 200 家。健康度领先全球：仍为全价销售占比最高市场。

美洲市场：收入占比 70.6%，美国市场客流下滑促销加剧表现疲软。其中美国和加拿大分别占收入的 57.5%/12.4%。美洲市场不变汇率收入+4%，其中美国不变汇率收入仅+2%，加拿大+9%；美洲整体同店-1%。美国市场客流量持续下滑（延续 Q4 趋势），且促销竞争加剧

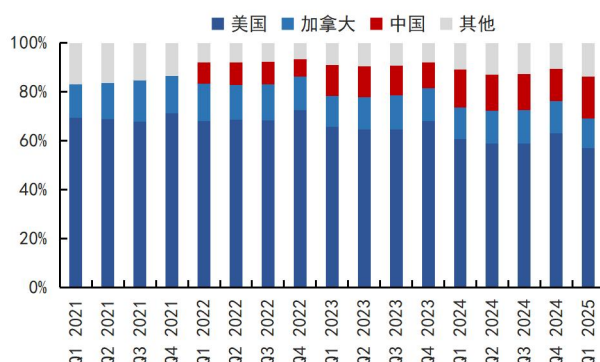
其他国际市场：收入占比 13.8%，收入双位数增长。其他国际市场不变汇率收入+17%，同店+7%。新市场中，丹麦、土耳其两加盟市场表现亮眼，仍按计划年内拓展意大利市场（直营）、以及比利时及捷克市场（加盟）。

图6：公司季度分地区收入金额（百万元）



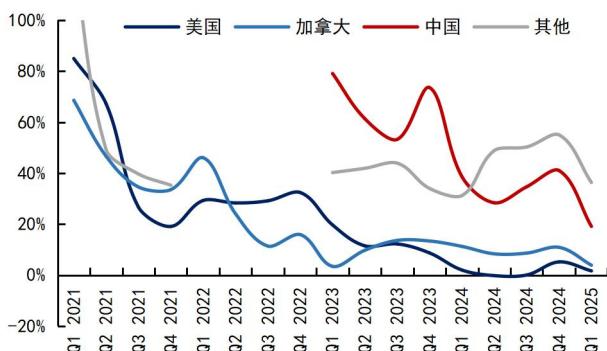
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司季度分地区收入占比



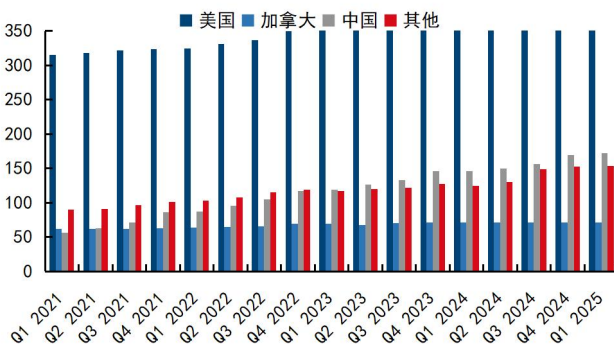
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司季度分地区收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司季度分地区门店数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 管理层指引和展望：2025 财年维持收入指引下调利润指引，二季度受关税影响压力较大

1、2025 财年全年指引：收入增长 5~7%，毛利率预期下调至下降 110bps

1) **收入：**维持 111.5-113.0 亿美元指引，同比增长 5~7%；剔除 FY2024 第 53 周+7~8%。分区域增长预期维持，美洲预期低单位数至中单位数增长，中国市场预计增长 25%-30%，其他国际市场约 20%增长。

2) **毛利率：**毛利率预期下调至-110bps（原-60bps），主因关税成本（中国商品+30%关税，其他地区+10%）。

3) **经调整 EPS：**全年 EPS 下调至 14.58-14.78 美元（此前为 14.95-15.15 美元）。

4) **有效税率**: 30%。

5) **开店**: 预期净增 40-45 家门店, 其中美洲 10-15 家, 剩余门店主要集中在中国; 完成约 40 家门店的优化; 总经营面积增长约 10%。

2、2025 财年二季度指引: 收入增长 7~8%, 经营利润率预计同比下降 380 bps

1) **收入**: 25.35-25.60 亿美元, 同比增长 7~8% (略低于彭博一致预期的 8%)。

2) **经营利润率**: 同比下降 380 bps (降幅高于彭博一致预期, 基数效应去年提升 110bps+关税集中影响)。

3) **经调整 EPS**: 预计为 2.85-2.90 美元 (去年同期 3.15 美元)。

4) **库存**: 库存量预计增低双位数, 库存额增 20%+ (关税+汇率影响)。

3、关税影响: 公司美国收入占比大成本压力较大, 预计二季度压力集中显现, 下半年有望缓解, 具有产品技术溢价优势及消费者高粘性优势

1) 关税假设: 中国进口商品关税+30%, 其他地区+10%, Q2 成本压力最大, 解决措施在下半年将更加明显。

2) 应对措施:

选择性涨价: 对少量产品小幅提价 (弹性较低品类)。

供应链优化: 转移采购地、供应商谈判降本 (效果下半年显现)。

效率管控: 削减运营开支, 沿用疫情期敏捷管理经验。

3) 管理层信心:

优势: 高运营利润率、零负债、13 亿美元现金、技术产品溢价 (消费者粘性强)。

目标: 通过创新和全价策略维持份额, 避免卷入价格战。

◆ 投资建议: 2025 财年公司对中国市场指引乐观, 看好中国运动鞋服产业链龙头企业

Lululemon 2025 财年一季度收入符合指引利润好于指引, 中国市场收入虽环比降速但仍为增速最快区域, 公司仍看好中国市场, 对全年 25%-30% 增长充满信心。关税政策的不确定性虽对品牌和制造商利润率产生扰动, 但仍利好有溢价能力的品牌和利润率高、产能布局多元化的供应商, 我们看好盈利能力强、客户结构优质、有持续扩张产能能力的运动代工龙头**申洲国际**、**华利集团**。中国市场方面, Lululemon 在中国市场连续保持强劲增长, 且 2025 年指引乐观, 新开门店集中在中国市场。我们看好运动赛道保持成长优势, 看好本土运动品牌中长期增长前景, 重点推荐**安踏体育**、**李宁**, 同时看好与国际品牌深度合作、核心零售商盈利修复的机会, 重点推荐**滔搏**。

表1: 重点公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			g	PEG
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024-2026	
2313.HK	申洲国际	优于大市	50.42	4.15	4.38	4.97	12.1	11.5	10.1	9.4%	1.22
300979.SZ	华利集团	优于大市	52.93	3.29	3.56	4.15	16.1	14.9	12.7	12.4%	1.20
2020.HK	安踏体育	优于大市	89.80	4.25	4.80	5.51	21.1	18.7	16.3	13.8%	1.35
2331.HK	李宁	优于大市	14.26	1.17	0.97	1.09	12.2	14.7	13.0	-3.1%	-4.74
6110.HK	滔搏	优于大市	2.66	0.21	0.21	0.24	12.8	12.7	11.3	6.5%	1.96

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

海外需求疲软影响大于预期; 供应链受阻; 关税政策不确定性。

相关研究报告：

《关税影响专题三：美国对等关税暂缓期，国际品牌表述与供应链梳理》 ——2025-06-05
《纺织服装 6 月投资策略-伯希和递交招股书，关注贸易摩擦缓和机会》 ——2025-05-25
《纺织服装海外跟踪系列五十九-亚玛芬一季度收入盈利均超彭博一致预期，管理层上调全年指引》 ——
2025-05-22
《纺织服装 2024 年报&25 一季报总结-消费稳中求变，制造静观其变》 ——2025-05-21
《运动品牌行业专题-2025 第一季度产品竞争回顾与分析》 ——2025-05-11

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032