

露露柠檬 (LULU): 疫情之下公司 股价缘何逆流而上?

——全球服装零售观察

2020年08月05日

中性/首次

露露柠檬

公司报告

投资摘要:

疫情之下全球鞋服行业遭受重创，运动鞋服赛道景气但内部亦有分化。几个国际运动品牌在疫情以来应对措施及经营表现各不相同，股价表现在疫情期间也有较大差异。Lululemon 的股价尤其亮眼，目前市值已经逼近全球市值第二的运动集团 Adidas。我们试图探索 Lululemon 在本轮疫情中经营上的亮眼之处，和支撑其估值的核心竞争力所在。

公司仍处在高速增长期，国际市场开拓潜力大。Lululemon 成立于 1998 年，相对于其他运动品牌公司显得相对年轻。公司在瑜伽服领域竞争优势明显，从 2012 年起公司在北美以外的业务规模快速提升，目前海外业务维持 30% 以上的增速。对比来看，Nike 在北美以外地区的收入占比为 61.28%，Adidas 在西欧以外地区的收入占比为 73.65%，Lululemon 在海外市场仍有很大的发展潜力。

公司的产品品类和渠道布局，以及营销策略都与老牌的运动集团 Nike、Adidas 不同，这使得近几年公司的收入、业绩增长也更为突出。

- **产品端：长期受益女性运动市场景气，短期受疫情压制小。**公司以女性瑜伽服饰为主，同时在拓展男士服饰和瑜伽服以外的产品品类。2020 财年女装业务占比为 70.1%，同比增速 19%，是公司收入增长的主要动力。此外，Lululemon 与其他几个运动品牌相比，服饰占比更高，鞋子和器材类产品占比低，这也使得在本轮疫情中，销售受影响的幅度更小。
- **渠道端：线下直营保证强渠道管控，加码电商应对疫情。**线下渠道方面，公司坚持开直营店，保证了折扣和库存水平的强管控，有助于维护品牌高端形象。公司采用电商快速进入新市场，同时持续加强数字化转型拉近与消费者距离。公司一季报显示，2-4 月公司的线上收入增速为 72%，其中 4 月份的线上增速达 125%，表明二季度的线上有望继续提速。
- **营销方面，强调品牌保护，慎用打折促销，保证持续发展。**在疫情发生以后，各大运动品牌纷纷采取打折销售的方式去化库存，Lululemon 一方面得益于产品季节性特征不明显生命周期更长，另一方面出于保护品牌高端定位，而没有采取大规模的门店打折销售，而仅仅是在 8 月份时发起了一项线上的库存商品打折活动，时间限定在 5 天。

收购 mirror，室内健身生态圈再添一棋。Mirror 公司的产品是一款家庭互动健身智能镜，发布于 2018 年。Mirror 公司在短短两年内发展迅速，其商业模式独特，包括销售其专有设备和通过持续订阅模式提供内容而获得收入。Mirror 与 Lululemon 的业务能形成很好的协同，完善公司室内健身的生态圈。

风险提示：1、疫情导致消费复苏不及预期；2、库存去化不及预期。3、行业竞争加剧折扣销售。

公司简介:

Lululemon 成立于 1998 年，公司总部在加拿大的温哥华，公司是功能性瑜伽服的开创者。经过 20 年发展，公司目前全球店面超 400 家，业务从瑜伽拓展至跑步、训练等项目。

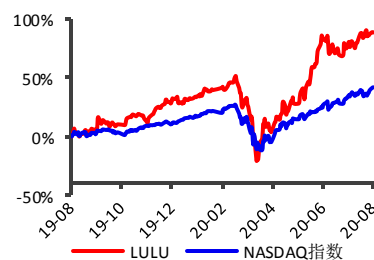
未来 3-6 个月重大事项提示:

发债及交叉持股介绍:

交易数据

52 周股价区间 (美元)	128.84-337.57
总市值 (亿美元)	427
流通市值 (亿元)	410
总股本/流通 A 股 (万股)	12481/-
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.11

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 张凯琳

010-66554087

zhangki@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518070001

研究助理: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号

S1480119010012

目 录

1. Lululemon: 瑜伽服领域绝对领军, 疫情下市值持续创新高	3
2. 公司仍处在成长期, 深耕细分领域快速扩张区域	3
3. 公司发展动力足: 产品、渠道、营销全面开花	4
3.1 产品端: 长期受益女性运动市场景气, 短期受疫情压制小	4
3.2 渠道端: 线下直营保证强渠道管控, 加码电商应对疫情	5
3.3 营销: 社区营销精准定位客户, 谨慎打折保持高端定位	6
4. 收购 Mirror, 室内健身生态圈再添一棋	7
5. 风险提示	8
相关报告汇总	8

插图目录

图 1: Lululemon 疫情以来股价反弹强劲, 涨幅明显高于 Nike、Adidas	3
图 2: Lululemon 市值向 Adidas 逼近 (单位: 亿美元)	3
图 3: 公司收入按地区分布情况, 北美以外地区占比仍小 (单位: 百万美元)	4
图 4: Lululemon 在美国、加拿大门店数	4
图 5: Lululemon 在北美以外的门店数	4
图 6: Lululemon 的按产品类别划分收入 (单位: 百万美元)	5
图 7: Nike 的女性业务收入 (单位: 亿元) 占比仍低	5
图 8: Lululemon 分渠道收入情况 (单位: 百万美元)	5
图 9: 公司的单店面积和坪效都在持续提升	6
图 10: Lululemon 分渠道营业利润率, 线上盈利能力更强	6
图 11: Lululemon 在每个国家、城市都有品牌大使, 通过他们加深社区营销	7
图 12: Mirror 在谷歌上的搜索率在今年以来激增	7

表目录

表 1: Lululemon 和 Mirror 之间的协同效应	8
---------------------------------------	---

1. Lululemon: 瑜伽服领域绝对领军, 疫情下市值持续创新高

疫情之下全球鞋服行业遭受重创, 运动鞋服赛道景气但内部亦有分化。几个国际运动品牌在疫情以来应对措施及经营表现各不相同, 股价表现在疫情期间也有较大差异。Lululemon 的股价尤其亮眼, 目前市值已经逼近全球市值第二的运动集团 Adidas。我们试图探索 Lululemon 在本轮疫情中经营上的亮眼之处, 和支撑其估值的核心竞争力所在。

图1: Lululemon 疫情以来股价反弹强劲, 涨幅明显高于 Nike、Adidas

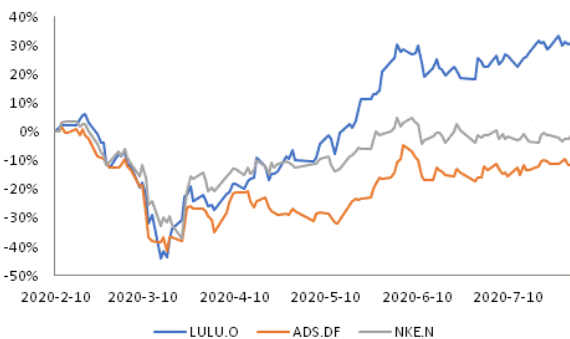
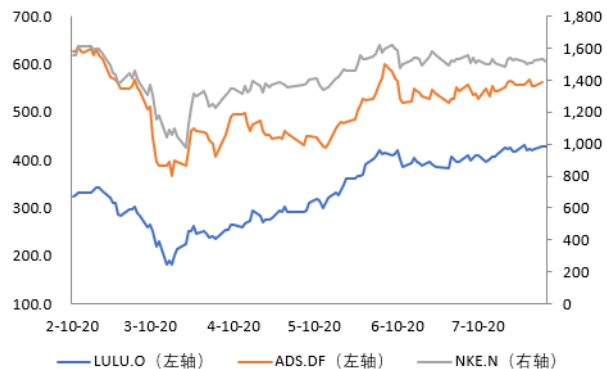


图2: Lululemon 市值向 Adidas 逼近 (单位: 亿美元)



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

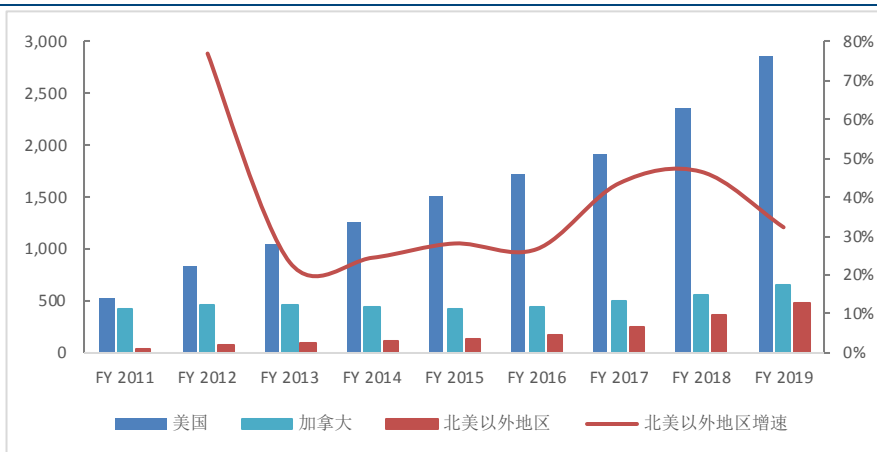
Lululemon 股价表现强劲, 市值逼近 Adidas。2020年2月新冠疫情在国内蔓延后, Lululemon、Nike、Adidas 股价也纷纷受挫, 一个月内跌幅分别为-17.87%、-18.38%、-11.47%。3月10日起疫情在欧美发酵, 恐慌情绪使得三家公司分别出现-44.08%、-41.48%、-33.04%的最大跌幅。随着疫情发展的预期逐步平稳, 三家运动公司展现出了不同的股价表现: Lululemon 在之后五个月反弹涨幅为31%, 而 Adidas 录得-11.63%的跌幅, Nike 大致恢复到疫情之前的股价。

Lululemon 今年疫情以来的业绩表现也好于综合性体育集团。Nike 公布4季报(3-5月)显示收入为63.13亿美元, 同比下降38%, 净利润-7.9亿美元, 同比下降180%, 其中大中华区收入16.47亿美元, 货币中性下同比微增1%。Adidas 的1季度报(1-3月)显示收入为47.52亿欧元, 同比下降19%, 净利润0.31亿欧元, 同比下降95%。Lululemon 发布的1季报(2-4月)显示收入为6.52亿美元, 同比下降17%, 净利润0.29亿美元, 同比下降70%。比较而言, 推测同一时期内 Lululemon 的收入及利润的降幅较 Nike、Adidas 少。

2. 公司仍处在成长期, 深耕细分领域快速扩张区域

公司仍处在高速成长期, 国际市场开拓潜力大。Lululemon 成立于1998年, 相对于其他运动品牌公司显得相对年轻。公司在瑜伽服领域竞争优势明显, 公司在加拿大站稳脚跟后, 于2003年进入美国市场开启快速发展之路。从2012年起公司在北美以外的业务规模快速提升, 目前海外业务维持30%以上的增速。对比来看, Nike 在北美以外地区的收入占比为61.28%, Adidas 在西欧以外地区的收入占比为73.65%, Lululemon 在海外市场仍有很大的发展潜力。2019年4月 Lululemon 公布的“Power of Three”五年计划, 目标之一便是到2023年实现国外市场销售额增长三倍。

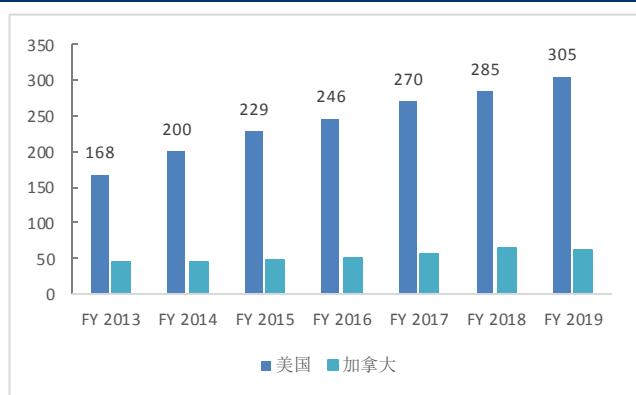
图3: 公司收入按地区分布情况, 北美以外地区占比仍小 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

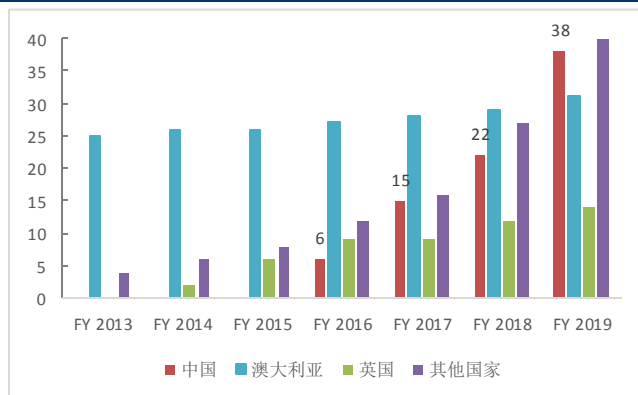
从门店分布看, 美国依然是主营地区, 中国快速扩张。截止 2020 年 2 月公司的 491 家店铺, 美国占了 305 家, 公司最大门店在芝加哥, 占地面积超过 2 万平方英尺, 主打体验式零售。海外方面澳大利亚保持平稳, 其他地区快速扩张; 尤其是中国地区, 目前有 38 家店面, 未来是开店的重点。

图4: Lululemon 在美国、加拿大门店数



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图5: Lululemon 在北美以外的门店数



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3. 公司发展动力足: 产品、渠道、营销全面开花

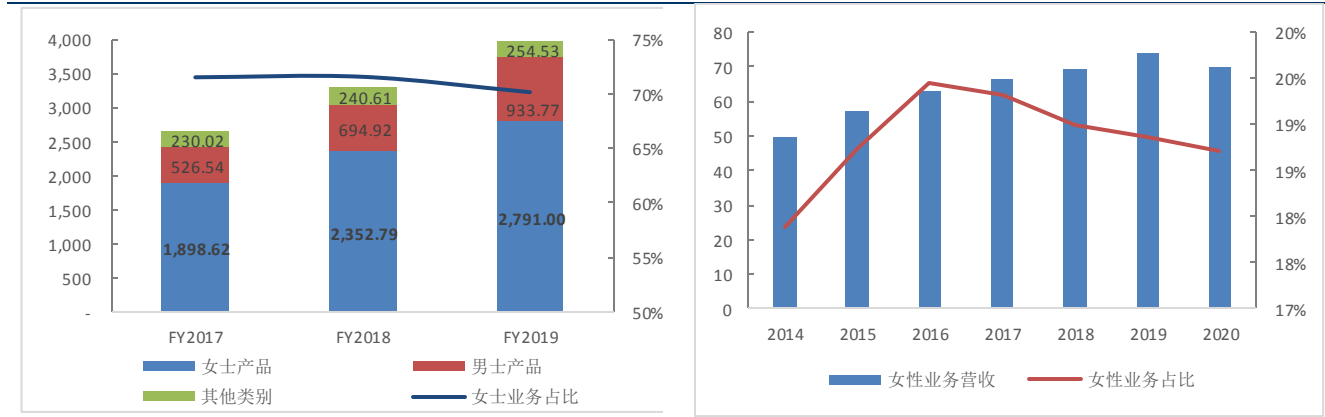
公司的产品品类和渠道布局, 以及营销策略都与老牌的运动集团 Nike、Adidas 不同, 这使得近几年公司的收入、业绩增长也更为突出。在疫情期间, 公司也发挥自己的优势并采取了积极的应对措施, 保证了公司的业绩韧性, 疫情后预计公司很快回到正常的发展轨道。

3.1 产品端: 长期受益女性运动市场景气, 短期受疫情压制小

产品方面, 公司以女性瑜伽服饰为主, 同时在拓展男士服饰和瑜伽服以外的产品品类。公司女性服饰业务占比较高, 2020 财年 (截止 2020 年 1 月) 女装业务占比为 70.1%, 同比增速 19%, 是公司收入增长的主要动力。此外, Lululemon 与其他几个运动品牌相比, 服饰占比更高, 鞋子和器材类产品占比低, 这也使得在本轮疫情中, 销售受影响的幅度更小。

从行业看，女性运动服饰是未来运动市场增长最强劲的力量。市场调研公司 NPD 的数据显示，2018 年女性消费占美国运动服饰销售总额的 62%，已超越男性消费力量。运动服上，女性消费者的加入，使得时尚属性较强的品牌，服装占比逐渐提升。女性运动服饰从多个维度改变了市场的增长逻辑，是各品牌下一轮竞争的必争之地。Nike、Adidas 几个老牌运动品牌近几年也加强了对女性市场的开发，但是目前占比与 Lululemon 相比仍然处于比较低的水平。以 Nike 为例，其 2020 财年的女性业务收入占比为 18.71%。

图6: Lululemon 的按产品类别划分收入 (单位: 百万美元) 图7: Nike 的女性业务收入 (单位: 亿元) 占比仍低



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

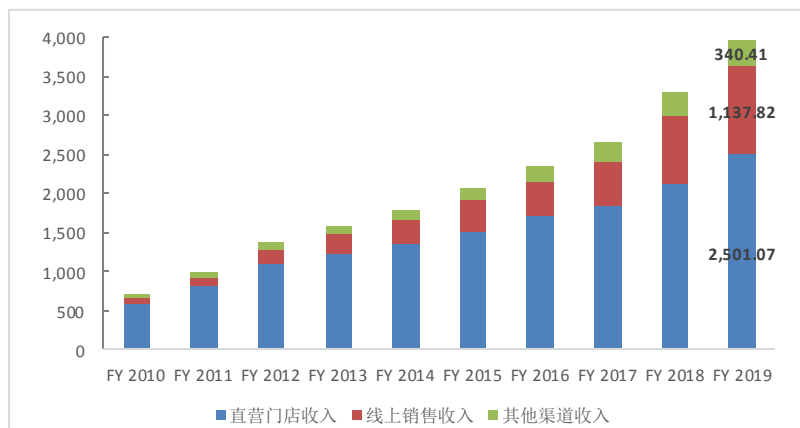
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

Lululemon 的产品主要穿着场景在室内，在疫情中更占优。2020 对于居家健身行业来说，有挑战但同时也是一种机遇。新冠疫情再一次强化了全民的健康意识，而在户外运动及健身房运动暂停的情况下，居家健身在今年以来越来越受到青睐。Lululemon 的服饰多适用于居家健身的场景，在疫情下销售体现出较强的韧性。

3.2 渠道端：线下直营保证强渠道管控，加码电商应对疫情

公司销售渠道主要有两种：一是线下直营门店的销售，二是线上直接向消费者销售。2019 年这两种销售渠道占比分别是 62.85%和 28.59%。截止到 2020 年 2 月初，公司共有 491 家直营店铺，公司注重客户在店面的消费体验，取得了店效提升和品牌塑造的双重效果。线上是公司开拓国际市场的有效手段，近年来增速持续保持较快水平。

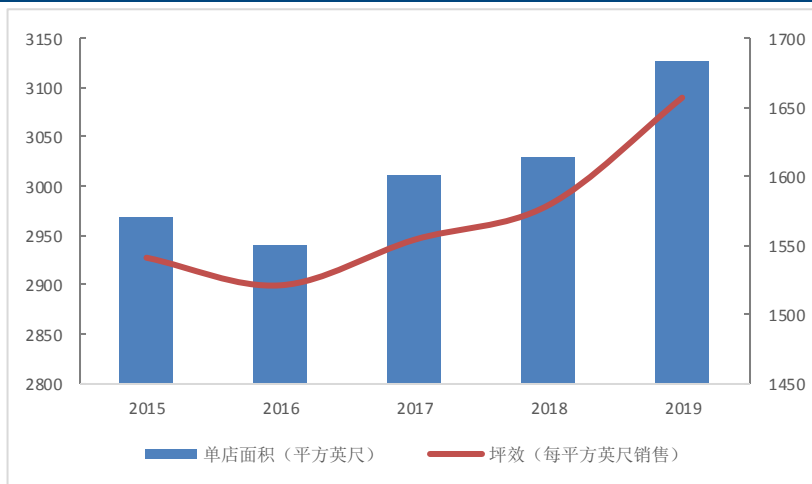
图8: Lululemon 分渠道收入情况 (单位: 百万美元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

线下渠道方面，公司坚持开直营店面，保证了折扣和库存水平的强管控，有助于维护品牌高端形象。公司的门店绝大多数是直营门店，公司的营销策略能得到更好的执行，对公司品牌形象的维护至关重要。公司的折扣管理一直比较严格，一方面与公司产品季节性弱库存压力小有关，另一方面公司直营门店也使得折扣管理也更为方便。即使在今年疫情以来，公司也很少采用打折的方式进行销售。展望未来，公司会在重点在美国、中国继续开设店面，同时也采用扩大店面面积或重新选址的方式提升店效。

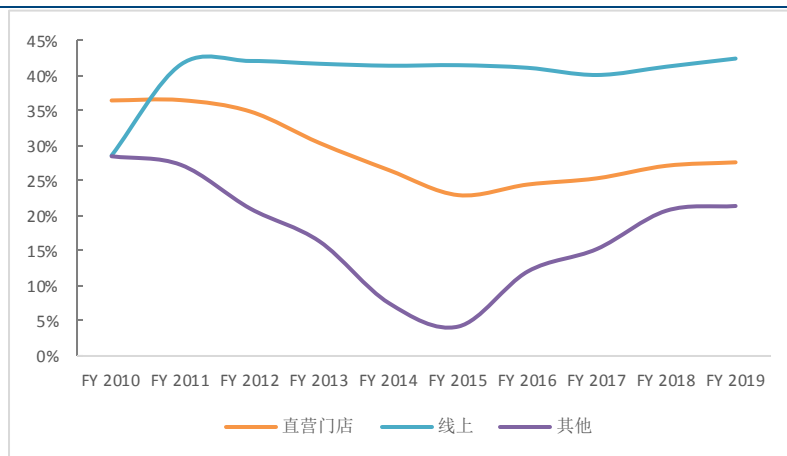
图9: 公司的单店面积和坪效都在持续提升



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司采用电商快速进入新市场，同时持续加强数字化转型拉近与消费者距离。从收入层面看，公司的电商收入占比逐步提升中，其营业利润率也高于线下，是公司重要的收入和利润来源。但是公司对于电商及数字化的定位更多的是拉近与消费者之间的距离。在疫情前，公司就重视采用数字技术帮助客户在“sweatlife ecosystem”里体验更多产品和服务，疫情出现后这一趋势更加强盛。公司一季报显示，2-4月公司的线上收入增速为72%，其中4月份的线上增速达125%，表明第二季度的线上有望继续提速。

图10: Lululemon 分渠道营业利润率，线上盈利能力更强



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.3 营销：社区营销精准定位客户，谨慎打折保持高端定位

Lululemon 擅长采用社群营销。公司采取社群营销的方式来建立品牌知名度和客户忠诚度。公司充分利用品牌形象大使、线下门店、数字营销和社交媒体等多种方式来达到社群营销的效果。随着国际市场的开拓，公司也在探索用全球品牌建设活动来扩大社群营销的效果。消费者购买既定功能性的产品，其实是对特定生活方式的渴望，Lululemon 正是充分利用了这一心理特点，放大了 Lululemon 这个品牌所代表的意义。

图11: Lululemon 在每个国家、城市都有品牌大使，通过他们加深社区营销



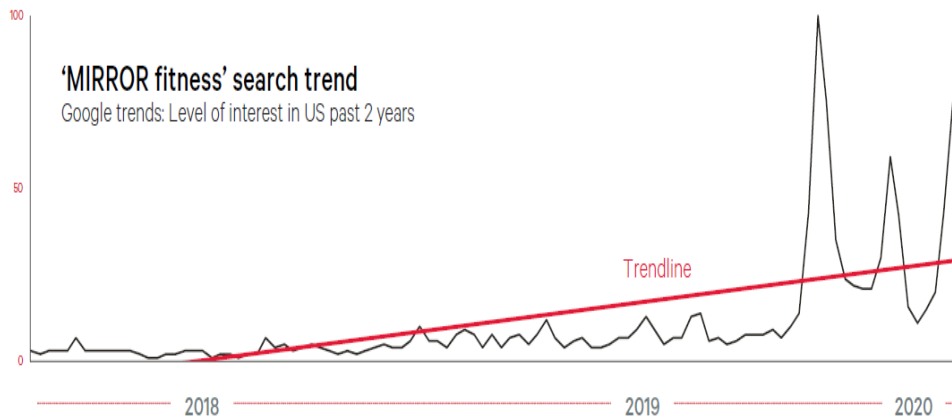
资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

强调品牌保护，慎用打折促销，保证持续发展。在疫情发生以后，各大运动品牌纷纷采取打折销售的方式去化库存，Lululemon 一方面得益于产品季节性特征不明显生命周期更长，另一方面出于保护品牌高端定位，而没有采取大规模的门店打折销售，而仅仅是在 8 月份时发起了一项线上的库存商品打折活动，时间限定在 5 天。我们认为这项为期较短的打折活动，既起到消化库存商品的作用，也起到了一定的品牌宣传作用，从长期看对品牌是一项保护。

4. 收购 Mirror，室内健身生态圈再添一棋

Mirror 公司成立于 2016 年，其产品是一款家庭互动健身智能镜，发布于 2018 年。该公司目前仍处于生命周期的早期阶段，2020 年的营业收入约为 1 亿美元，尚未实现盈利。**Mirror 公司在短短两年内发展迅速，其商业模式独特，包括销售其专有设备和通过持续订阅模式提供内容而获得收入（月度订阅费为 40 美元）。**Mirror 产品目前的使用人群为男女各一半，产品每周都会推出超 70 门健身课程，课程类型超 40 种。**在疫情**期间由于健身房的关闭，家庭健身业务得到加速发展，**Mirror 有望在今年收入超过之前预期，并为 Lululemon 贡献出正向盈利。**

图12: Mirror 在谷歌上的搜索率在今年以来激增



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

并购带来双赢, 完善公司的运动生态圈。Lululemon 于 2019 年中对 Mirror 进行了首次投资, 2020 年 6 月公司宣布以 5 亿美元对 Mirror 公司进行收购。Mirror 能够为 Lululemon 的“sweatlife ecosystem”(运动生态系统) 提供一个内容平台, 对 Lululemon 原有资产形成了有机整合。Lululemon 并购 Mirror 能够极大的帮助 Mirror 提升知名度, 通过公司的营销和分销渠道帮助其降低客户获取成本, 助力其快速成长。目前交易尚未完成, 相信 Lululemon 有足够的资金和流动性来完成这项交易, 同时保证公司正常经营业务。从两个公司的协同性和投资时点看, 此次 Lululemon 的投资都是十分成功的。

表1: Lululemon 和 Mirror 之间的协同效应

Lululemon 能给 Mirror 带来什么?	Mirror 能给 Lululemon 带来什么?
1、可以将公司大量的、快速成长且忠诚的客户与 Mirror 共享	1、拓展和创新客户体验
2、利用公司分销渠道实现规模增长	2、动态平台可增强和扩展客户服务
3、利用营销渠道降低顾客获取成本	3、加速数字化战略的货币化
4、通过公司形象大使扩大知名度	4、增加一项可盈利的收入途径
5、以强大的品牌信誉减少客户选择障碍	5、放大了大使的效应, 扩大社群范围
6、通过深度参与的客户挖掘潜在客户	6、建立产品集成机会

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 风险提示

1、疫情导致消费复苏不及预期; 2、库存去化不及预期。3、行业竞争加剧折扣销售。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	运动鞋服行业追踪: 景气依旧, 去库存状况良好	2020-07-17
公司	Nike: 第四财季大中华区销售韧性较强, 数字化业务是亮点	2020-06-29
公司	滔搏 (6110.HK): 管理优秀的运动鞋服零售商, 现金流稳健凸显长期价值	2020-06-11

行业	纺织服装淘数据 3 月刊: 服装销售持续改善, 有望带动板块估值恢复	2020-04-22
行业	户外用品: 山高水阔、风雪兼程	2020-04-13
行业	国牌崛起, 从产业链看运动服饰行业的投资机会	2019-10-24
公司	李宁 (2331.HK): 不惧挑战, 盈利改善在路上	2020-04-31
公司	安踏体育 (2020.HK): 多品牌运动户外集团, 管理优秀无惧风雨	2020-04-31
公司	申洲国际 (2313.HK): 看往昔业绩依旧稳健, 望未来不惧疫情纷扰竞争力愈发凸显	2020-03-24

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

研究助理简介

刘田田

对外经贸大学金融硕士，曾就任于买方机构覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维，2019年1月加入东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526