

# 露露柠檬 (LULU.O)

证券研究报告

2020年12月30日

## 瑜伽核心奠基，多维社群运营，拓展品类勾勒 LULU 成长蓝图

作者

孙海洋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

范张翔

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080004  
fanzhangxiang@tfzq.com

### 女性高等教育普及率稳步提升，super girls 群体兴起，瑜伽受众快速增长

瑜伽运动的兴起得益于美国女性高等教育普及程度显著提升，从历史数据角度来看，全美女性高等教育毕业率自 1980 年 13.60% 稳步提升至 2000 年 23.60%，1990~2000 年期间美国女性高等教育入学率稳定在 65% 较高水平，高等教育女性入学率及毕业率均维持在较高水平。

女性高等教育普及率稳步提升，带动整体女性收入水平提升，在人口结构及市场需求层面推动瑜伽运动 20 世纪末逐渐兴起，以高学历、较高收入水平、单身比例较高、独立生活需求凸出等画像特点为主的“super girls”群体逐渐成为瑜伽运动兴起的主力人群。

### 传统健身服缺陷明显，市场潜在需求增长，新兴市场暗藏机遇

传统运动健身服存在 1) **延展性弹力缺陷**：在躯体延伸时传统舞蹈服无法延伸覆盖露出身体，保护身体隐私功能不足。2) **穿着舒适度缺陷**：传统健身运动服、舞蹈服接缝处容易摩擦皮肤，影响瑜伽拉伸运动过程中穿着舒适度，存在穿着舒适性（吸汗、速干、亲肤）等不足与缺陷。

面对以上问题，Lululemon 创始人 Chip Wilson 提出以下几点解决方案：

1) **工艺升级配合面料研发**：裆部无缝工艺（front seamless）配合薄层塑形装衬料（anti-camel toe gusset）历史性解决女性瑜伽裤等穿着隐私及美观难题，较 1980s~1990s 年代传统健身运动服装打底裤等穿着层级要求更加简洁；聚焦面料研发合作，着重提升产品整体贴身延展功能，推出 Luon 经典复合面料，以 86% 尼龙、14% 莱卡黄金配比打造出延展性能良好、亲肤性能上乘面料，目前已经广泛引用于 Lululemon 各系列产品当中。

2) **缝纫加工工艺升级**：将缝合处线条置于身体外部（flat seaming），减少接缝线头在瑜伽运动拉伸过程中对身体的摩擦影响。

### 聚焦细分确立先发优势，区别于 NIKE、Adidas 等传统运动品牌成长路径

Lululemon 成长与崛起过程与 Adidas、Nike 等传统头部运动品牌存在明显差异：Adidas、Nike、Asics 等为代表的传统体育运动品牌顺应运动市场主流需求增长，不断积累造就强大品牌效应，Lululemon 聚焦特定细分市场通过现代专业“瑜伽裤”爆款策略短期内建立细分领域品牌效应及领导力。

Lululemon 迅速成长得益于 1) 瑜伽运动群体需求高度同质，“super girls”、“power woman”等 1990 年代新生客群市场需求较为类似 2) 瑜伽市场缺乏成熟产品，1980 年代传统健身服种类较为复杂，由紧身衣（leotard）、弹力裤（spandex）、束身腰带等不同部分构成，功能统一性较差。

### 研发创新确立品牌先发优势，开启 athleisure 运动时尚风潮

公司基于尼龙及莱卡氨纶材料首次研发设计出专业瑜伽面料 Luon，经历多次拓展升级，目前公司已经形成以 Luon 面料为核心，Luxtreme、Nulu、Nulux 等面向各类细分生活场景健身运动需求，研发创新为品牌先发优势奠定坚实基础。另一方面，瑜伽裤功能性强，使用场景较广，引领 athleisure 运动时尚潮流；积极开展时装设计师联名合作，深度挖掘产品时尚属性，巩固高端健身运动品牌定位。

### 品牌活动、品牌教育家&大使结合构成多维社群营销体系，竞品难以复制

Lululemon 拥有以品牌活动（events）、品牌/门店教育家（educator）、品牌大使（brand ambassador）多层角色开展品牌营销。公司品牌活动重点推广健康生活方式，向潜在客群宣扬品牌文化，与传统明星流量氪金营销存在较大差异；品牌文化宣扬及客群健康生活意识培养成为社群营销中心，

这也为品牌业绩长期增长奠定坚实基础。

由于 Lululemon 社群营销基于需求高度同质、忠实度较高客群，同时整体架构分工复杂而明确，在品牌先发优势支持下，其他竞品短期内难以复制该模式，多维社群营销助力 Lululemon 构建品牌核心壁垒。

**“power of three” 战略明确拓品类方向，围绕男性服装业务、数字化业务、国际市场打造业绩增量三极**

- 1) 产品拓展创新，深耕男性服装业务，3 年内实现业务营收翻倍目标；
- 2) 全新顾客体验，着眼数字化智能渠道运营能力，3 年内数字化业务营收实现翻倍；
- 3) 国际化拓展，3 年内实现北美区以外国际业务营收增长 4 倍目标，借助公司渠道全球拓展，实现公司文化及热汗生活，健康生活方式全球推广。

**风险提示：**男性服装业务等新拓展业务业绩增量不达预期；疫情防控、疫苗推广效果不及预期，疫情反复加剧风险；线上 DTC 渠道拓展存在不确定性；Mirror 业务未来存在业绩波动不稳定性等。

## 内容目录

1. “super girls” 客群快速扩充，瑜伽健身运动热潮兴起 .....	6
1.1. 美国高等教育普及推广，女性独立意识增强，运动健身市场稳步增长 .....	6
1.2. 瑜伽运动深度切合女性独立生活意识&社交型运动需求 .....	7
1.3. 紧跟新兴 “super girls” 群体需求，面料创新&工艺升级奠定独特功能 .....	8
1.4. 融合时尚元素实现二次升级：以功能舒适性掀起 “athleisure” 潮流 .....	9
1.5. Lululemon 瞄准瑜伽细分市场的需求增量确立优势，业绩快速成长 .....	10
1.6. 机构投资者持股 80%以上，股权交易较为活跃 .....	11
2. 产品先发优势、聚焦直营 DTC 渠道、多维社群营销构筑品牌三元壁垒 .....	13
2.1. 聚焦瑜伽细分市场率先发力，研发技术试验积累获得先发优势 .....	13
2.2. 稳步拓展直营 DTC 渠道，构建品牌社群区域中心，扩充客群规模 .....	14
2.3. 基于细分品牌文化开展多维社群营销，行业龙头地位难以复制 .....	15
3. 聚焦高度同质细分市场，短期夺得新兴市场增量 .....	19
3.1. NIKE 等传统运动品牌基大众运动市场长期孵化成长 .....	19
3.2. 女性瑜伽市场客群主体 super girls 需求高度同质，核心爆款策略高效获取市场增量 .....	22
4. 看好公司未来业绩增长潜力 .....	24
4.1. Power of three 奠定 Lululemon 未来业务拓展方向： .....	24
4.2. 前瞻性收购 Mirror，先发切入智能健身市场 .....	25
5. 经验复盘：国产体育丰富 “品牌故事性” 加速品牌力积累 .....	26
5.1. “故事性” 凸显品牌文化核心，助力产品差异化 .....	26
5.2. 挖掘新兴细分需求，借助新兴市场先发优势构筑品牌壁垒 .....	26
6. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1：美国社会人口特征结构变化传导演变图 .....	6
图 2：美国男性及女性高等教育毕业比例变化（1978~2019 年） .....	6
图 3：美国男性及女性高等教育入读率变化（1993~2019 年） .....	6
图 4：美国人口结婚率、自然出生率变化 .....	7
图 5：美国女性男性年收入中位数（美元）及年收入之比（%，右轴） .....	7
图 6：美国健身市场规模（亿美元）及同比变化 YOY（%） .....	7
图 7：美国 2019 年各学历背景男女性平均年薪（美元） .....	7
图 8：瑜伽运动发展历史时间线 .....	8
图 9：瑜伽八大箴言核心思想图解 .....	8
图 10：1990 年代传统瑜伽服样式与现代瑜伽服饰对比 .....	8
图 11：传统运动服（左）与 Lululemon 专业瑜伽裤（右）对比 .....	8
图 12：1980~1990 年代初期有氧运动服配套装束及 2020 年最新瑜伽运动服对比 .....	9
图 13：公司开发的 Luon 经典面料及后续功能面料衍生示意图 .....	9

图 14: Lululemon 平滑缝纫工艺 (flat seaming) 示意图 .....	9
图 15: Lululemon 自核心品类挖掘拉伸市场需求并开创 “athleisure” 运动休闲风尚示意图 .....	10
图 16: Lululemon 营收及归母净利润 (亿美元) 及同比增长 YOY .....	11
图 17: Lululemon 历史归母净利润 (亿美元) 同比增长 YOY 及对应归母净利率 .....	11
图 18: Lululemon 与斯凯奇、安德玛总市值变化 (亿美元) .....	11
图 19: Lululemon 与斯凯奇、安德玛归母净利润 (亿美元) 及 YOY .....	11
图 20: 2020Q3 公司股权结构示意图 (前五大持股机构) .....	12
图 21: Lululemon 历史大股东持股比例变化 .....	12
图 22: 公司面料种类矩阵示意图, 产品研发优势显著 .....	13
图 23: Lululemon X Roksanda 设计师合作款概念示意图 .....	14
图 24: Lululemon X Robert Geller 联名系列 .....	14
图 25: Lululemon 运动护理系列产品 .....	14
图 26: Lululemon 高街轻奢 Lab 系列 .....	14
图 27: Lululemon 线下门店与运营与品牌文化构建 .....	15
图 28: 公司门店数量 (家) 及国际、亚太、中国地区门店数量 (家) .....	15
图 29: DTC 业务营收 (亿美元) 及业务占比 (%) 变化 .....	15
图 30: Lululemon 新概念场景融入式试验门店 .....	15
图 31: 2020 伦敦热汗生活节健身交流盛会 .....	16
图 32: Lululemon Edmonton 10K 比赛 .....	16
图 33: Lululemon 2019 年深圳沙滩热潮派对, 推广 Lululemon 品牌文化, 以社群互动推广健康生活方式 .....	17
图 34: 露露柠檬门店教育家招聘条件及候选人素质要求 .....	17
图 35: NIKE 80 年代及 2020 年传统运动代言人 .....	18
图 36: Adidas 延续与头部球星赞助合作 .....	18
图 37: Lululemon 中国本土品牌大使代表 .....	18
图 38: Lululemon 国际品牌大使代表 .....	18
图 39: NIKE 首款跑鞋 “Cortez” 特点示意图 .....	19
图 40: NIKE 首款专业比赛跑鞋 “moon shoe” .....	19
图 41: 1970 年代主流跑鞋推出时间线, NIKE 后续跑鞋设计互相借鉴 .....	20
图 42: 1960 年代末~1970 年代美国慢跑运动 KOL 宣传推广影响示意图 .....	20
图 43: NBA 决赛历史收视率 (%) 及观赛观众数量 (百万人) .....	21
图 44: Air Jordan 历代产品时间线 .....	21
图 45: NIKE 1981~1990 各类鞋履业务营收 (万美元) 及占比 (%) .....	22
图 46: 乔丹青年时代与街头篮球 .....	22
图 47: Lululemon 与 NIKE 总市值 (亿美元, 左轴)、及市值增速 YOY (% , 右轴) 比较 .....	23
图 48: NIKE 与 Lululemon 财年净利润 (亿美元, 左轴) 及年同比增速 YOY (% , 右轴) 历史数据 .....	23
图 49: Lululemon 品牌良性闭环成长逻辑分析示意图 .....	24
图 50: Lululemon 针对男性设计 ABC 系列裤装及设计概念分析 .....	24
图 51: Lululemon 男性冬季出行套装 .....	24
图 52: 广义 DTC 渠道三级维度示意图 .....	25

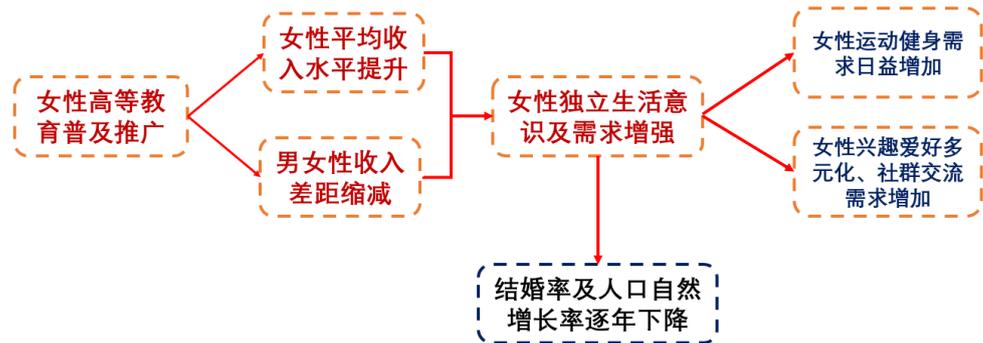
图 53: 公司北美区以外门店数量 (家) 及同比增速 .....	25
图 54: Mirror 智能健身镜概况 .....	25
图 55: Mirror 部分线上课程展示.....	25

## 1. “super girls”客群快速扩充，瑜伽健身运动热潮兴起

### 1.1. 美国高等教育普及推广，女性独立意识增强，运动健身市场稳步增长

瑜伽运动的兴起得益于美国女性高等教育普及程度显著提升，从行业历史数据来看，1) 全美女性高等教育入学率稳步提升，1990~2000 年期间美国女性高等教育入学率稳定在 65% 左右，2) 女性高等教育毕业率自 1980 年 13.60% 稳步提升至 2000 年 23.60%，整体来看，美国高等教育普及程度有较大程度提升。

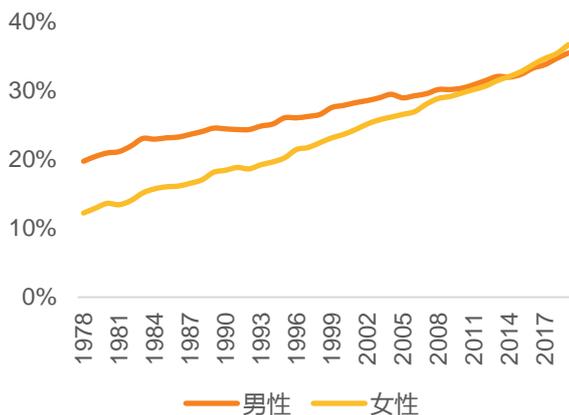
图 1：美国社会人口特征结构变化传导演变图



资料来源：statista，美国劳工部，usnews.com，insider.com，天风证券研究所

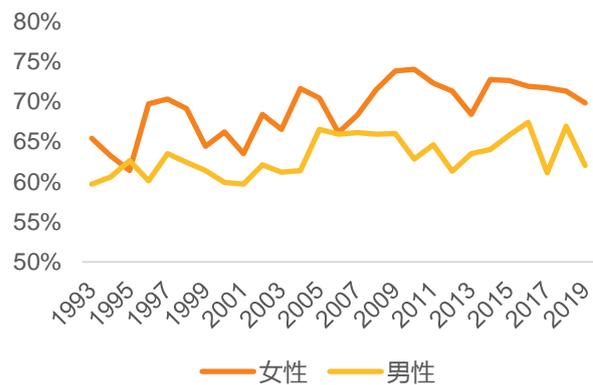
与此同时，随着女性高等教育普及推广，社会结婚率及人口自然增长率逐年下降，历史数据显示，全美结婚人口比例自 1991 年 0.98% 多年持续下降至 2018 年 0.65%，人口自然出生率同步逐年减缓，2019 年降至 1.20%；结婚人口减少及人口增长放缓侧面反映出美国育龄女性独立生活意识逐年增强，年轻女性群体休闲时间较美国传统家庭妇女更充足，成为瑜伽、冥想等社群型健身运动潜在受众。

图 2：美国男性及女性高等教育毕业比例变化（1978~2019 年）



资料来源：statista.com，天风证券研究所

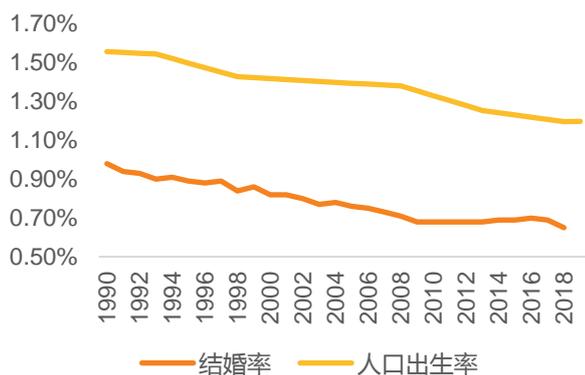
图 3：美国男性及女性高等教育入学率变化（1993~2019 年）



资料来源：美国劳工部统计数据，天风证券研究所

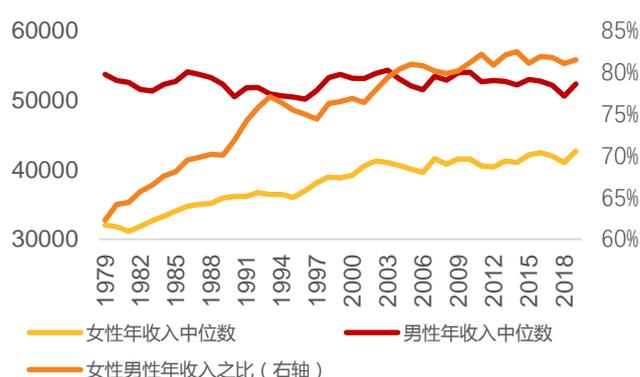
高等教育普及推广推动美国女性平均收入水平提升，美国社会男女平均收入差距逐年缩小，据美国劳工部数据统计，1979 年全美女性年收入中位数占男性比例为 62.30%，截至 2000 年该收入比例已经快速增至 76.90%，同时期女性年收入中位数增长至 39200 美元，较 1979 年增幅达到 22.27%。美国女性整体消费能力稳步提升，为满足育龄女性独立生活需求奠定了坚实的物质基础，推动整体女性健身运动产业快速发展。

图 4：美国人口结婚率、自然出生率变化



资料来源：macro trends.net, CDC 数据统计, 天风证券研究所

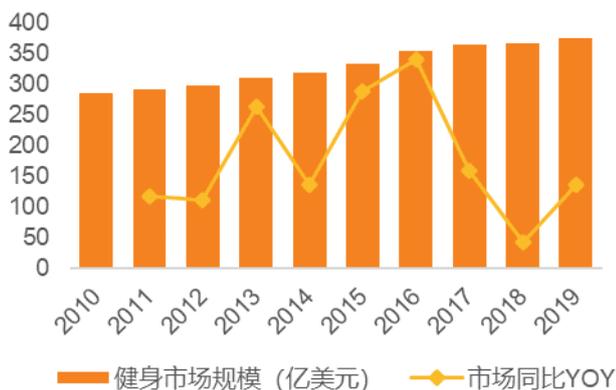
图 5：美国女性男性年收入中位数（美元）及年收入之比（%，右轴）



资料来源：美国劳工部数据统计, 天风证券研究所

从美国运动健身市场整体规模来看，2010 年以来仍然保持稳健增长，据 ibisworld 行业研究报告数据，美国 2019 年整体健身市场规模已稳步增至 374.64 亿美元，约占全球整体运动健身市场 38.74%。

图 6：美国健身市场规模（亿美元）及同比变化 YOY (%)



资料来源：美国劳工统计署, ibisworld.com, 天风证券研究所

图 7：美国 2019 年各学历背景女性平均年薪（美元）



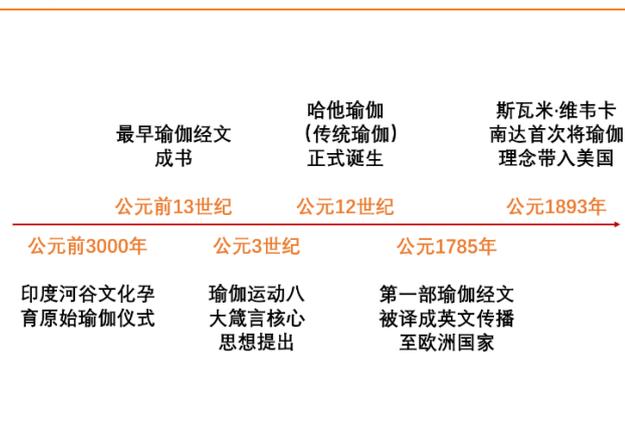
资料来源：statista.com, 天风证券研究所

## 1.2. 瑜伽运动深度切合女性独立生活意识&社交型运动需求

瑜伽运动历史悠久，最早可以追溯到距今 5000 年以前古印度文化中一类原生宗教仪式，历经多代演化，总结形成瑜伽运动“八大箴言”核心思想，1893 年印度僧侣斯瓦米·维韦卡南达（Swami Vivekananda）借芝加哥宗教协会讲座之行，首度推广瑜伽运动概念，至此瑜伽正式进入美国市场。

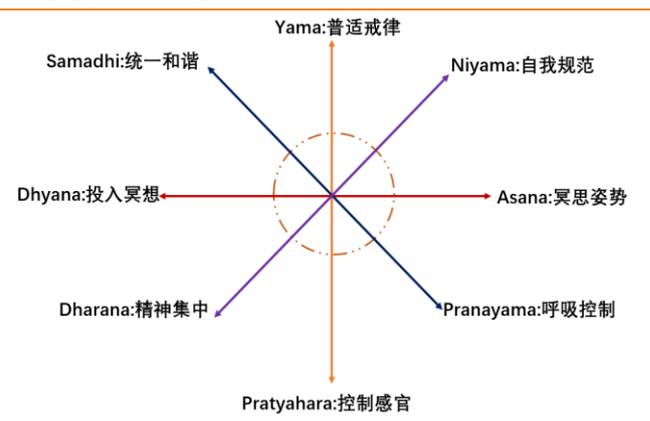
瑜伽通过简单直接的锻炼方式以期实现人的身体、意识与精神多元融合统一，“统一戒律、自我发现、呼吸锻炼、调节感官”等核心运动概念较现代其他体育运动慢跑、篮球等更加注重身体技能与心理状态调节统一，对于现代都市快节奏、高强度工作生活带来的身体及心理疲劳感具有较好的调节缓解作用。

图 8：瑜伽运动发展历史时间线



资料来源: preceden.com, seanfeitoakes.com, 天风证券研究所

图 9：瑜伽八大箴言核心思想图解



资料来源: yogajournal.com, history.com, 天风证券研究所

### 1.3. 紧跟新兴“super girls”群体需求，面料创新&工艺升级奠定独特功能

女性高等教育普及率稳步提升，带动整体女性收入水平提升，在人口结构及市场需求层面推动瑜伽运动 20 世纪末逐渐兴起，以高学历、较高收入水平、单身比例较高、独立生活需求凸出等画像特点为主的“super girls”群体逐渐成为瑜伽运动兴起的主力人群。

市场上服装供应多以传统女性舞蹈服作为瑜伽健身服装使用，传统舞蹈服、有氧健身运动服面料功能性无法满足瑜伽躯体拉伸伸展需求，具体可以表现为以下几个方面：

- 1) 延展性弹力缺陷：在躯体延伸时传统舞蹈服无法延伸覆盖漏出身体，保护身体隐私功能不足，运动者使用时容易出现“camel toe”、“transparency problem”较为尴尬的隐私暴露问题。
- 2) 穿着舒适度缺陷：传统健身运动服、舞蹈服接缝处容易摩擦接触皮肤，影响瑜伽拉伸运动过程中穿着舒适度，存在穿着舒适性（吸汗、速干、亲肤）等不足与缺陷。

图 10：1990 年代传统瑜伽服样式与现代瑜伽服饰对比



资料来源: beezone.com, magzline.com, 天风证券研究所

图 11：传统运动服（左）与 Lululemon 专业瑜伽裤（右）对比



资料来源: fashionjackson.com, throwbacks.com, 天风证券研究所

除了功能性缺陷之外，传统有氧健身运动服通常由紧身衣（leotard）、弹性运动裤（spandex pants）、护踝（leg warmer）以及束身腰带不同部分构成，多件构成搭配较为复杂，且运动服装清洗保养要求因面料差异变得更为繁琐。

整体来看，面料功能性缺陷及整体较为复杂的穿着搭配，super girls 群体快速增长，带动日益增长的瑜伽运动需对整合创新的服装呼之欲出。

图 12：1980~1990 年代初期有氧运动服配套装束及 2020 年最新瑜伽运动服对比



资料来源: throwbacks.com, liveabout.com, Lululemon 官网, 天风证券研究所

面对以上问题，创始人 Chip Wilson 带领 Lululemon 针对性地提出以下几点创新方案：

- 1) 工艺升级配合面料研发：裆部无缝工艺( front seamless )配合薄层塑形装衬料( anti-camel toe gusset ) 历史性解决女性瑜伽裤等穿着隐私及美观难题，较 1980s~1990s 年代传统健身运动服装打底裤等穿着层级要求更加简洁；聚焦面料研发合作，着重提升产品整体贴身延展功能，推出 Luon 经典型复合面料，以 86%尼龙、14%莱卡黄金配比打造出延展性能良好、亲肤性能上乘面料，目前已经广泛引用于 Lululemon 各系列产品当中。
- 2) 缝纫加工工艺升级：将缝合处线条置于身体外部 ( flat seaming )，减少接缝线头在瑜伽运动拉伸过程中对身体的摩擦影响。

图 13：公司开发的 Luon 经典面料及后续功能面料衍生示意图



资料来源: agentathletica.com, 公司官网, 天风证券研究所

图 14：Lululemon 平滑缝纫工艺 ( flat seaming ) 示意图



资料来源: shelbyoutdoor.com, 公司官网, 天风证券研究所

Lululemon 瑜伽裤面料主要由尼龙及氨纶按照需求比例混合针织而成，使终端面料中不同成分化纤形成有机互补：尼龙材料斥水性良好、韧性耐磨性较强，赋予产品纤维强度、拉伸韧性；莱卡氨纶弹性较好，赋予产品良好伸展弹性、包覆性，紧密贴合瑜伽运动长时间延伸需求，同时氨纶良好的亲肤特性能带给使用者舒适的使用体感。

#### 1.4. 融合时尚元素实现二次升级：以功能舒适性掀起“athleisure”潮流

瑜伽裤设计初衷即瞄准瑜伽类身体拉伸运动，尼龙材质提供了一定隔热保护功能，出色的延展弹性及保护功能与部分日常生活场景需求重合，伴随着民众健康意识及健身支出逐年稳步提升以及社交穿着款式多元休闲化潜在趋势。Lululemon 从瑜伽裤初始核心业务迅速拓展，挖掘上述市场潜在趋势、并结合自身研发设计能力拉伸创造市场需求 (pull-strategy)。

图 15: Lululemon 自核心品类挖掘拉伸市场需求并开创“athleisure”运动休闲风尚示意图



弹力延展性、吸水透气性、较高舒适度构成公司产品性能优势，同时公司产品贴切 1) 北美市场远程办公及自有职业者等非传统出勤办公模式人数增多，非正式休闲着装需求增多，2) 健康生活方式健身群体稳步增加，健身运动费用开支逐年增多，运动健身市场空间较为广阔，两大市场发展趋势，用产品性能去挖掘潜在市场需求，引导潜在客群发现自身需求并将公司产品作为实现自身需求的捷径，从而实现了“挖掘-引导-购买”市场需求拉伸策略，完成从传统产品推向市场到产品引导市场需求的策略转变。

全球“athleisure”运动休闲市场目前仍然处于增长阶段，prnewswire 市场报告预测数据显示，2018 年全球 athleisure 市场规模为 1552 亿美元，2026 年预计升至 2571 亿美元，2019~2026 年全球 athleisure 市场 CAGR 将达到 6.7%。

### 1.5. Lululemon 瞄准瑜伽细分市场增量确立优势，业绩快速成长

Lululemon 创立于 1998 年，创始人 Chip Wilson 敏锐察觉到瑜伽运动市场潜在需求与现实产品之间的性能差距，于温哥华开启品牌线下第一家门店，并于 2003 年拓展至美国市场。公司与 2005 年开始逐步尝试拓展产品品类，由瑜伽裤核心品类延伸至外套、跑步运动装备、运动内衣，逐次丰富品牌产品矩阵，同时进驻电商平台拓展线上渠道业务，网络及电话销售营收占比逐年提升。

公司于 2007 年成功登陆美国纳斯达克交易所，2013 年面对黑色瑜伽裤透明度过高问题上引发争议，创始人 Chip Wilson 因为自身不当言论使公司陷入公关危机，本人引咎辞职离开公司管理层，公司进入动荡重组期。

2015 年以来公司确立全球市场扩张战略，2015 年相继入驻德国、中国大陆及中国香港市场，以天猫旗舰店为中心开启 Lululemon 在中国市场覆盖积累，2016 年中国大陆市场线下旗舰店开启布局，国际市场成为 Lululemon 业绩增厚重要来源之一。

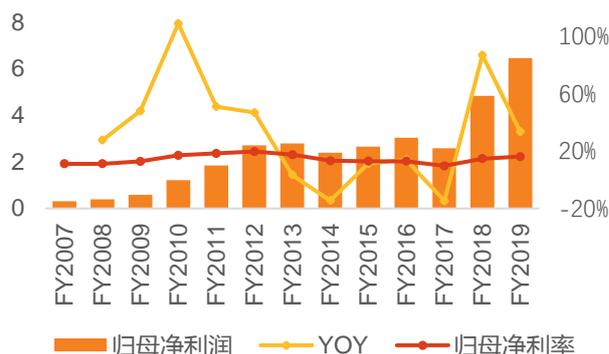
历经 23 年经营积累，公司 FY2019 (2019 年 2 月 3 日~2020 年 2 月 2 日) 年整体营收稳步增至 39.79 亿美元 (+21.01%)，归母净利润稳步提升至 6.46 亿美元 (+33.44%)，近五财年归母净利润 CAGR 达到 21.98%，归母净利率稳定保持在 12% 左右展现出良好的业绩成长性。

图 16: Lululemon 营收及归母净利润 (亿美元) 及同比增长 YOY



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 17: Lululemon 历史归母净利润 (亿美元) 同比增长 YOY 及对应归母净利润率

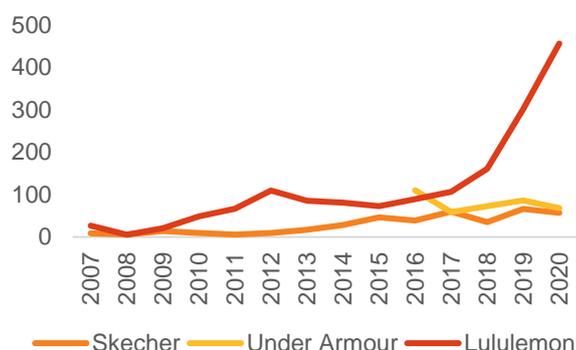


资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

对比美国国内运动新锐运动品牌斯凯奇与安德玛, Lululemon 在市值及业绩(归母净利润)方面展现出更高的成长性:

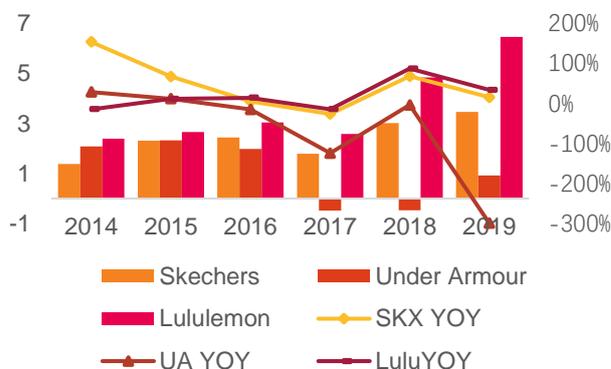
- 1) 2007 年以来 Lululemon 较斯凯奇与安德玛业绩增速更为稳定, 近 5 年/财年业绩 CAGR 占据优势。
- 2) 截至 2020 年 12 月 28 日, Lululemon、斯凯奇、安德玛总市值分别达到 456.77、56.94、68.07 亿美元, 市值规模上 Lululemon 优势明显; 从公司整体市值成长来看, 2017 年以来 Lululemon 股价表现显著优于斯凯奇、安德玛。

图 18: Lululemon 与斯凯奇、安德玛总市值变化 (亿美元)



资料来源: wind, Lululemon、斯凯奇、安德玛公司年报, 天风证券研究所

图 19: Lululemon 与斯凯奇、安德玛归母净利润 (亿美元) 及 YOY



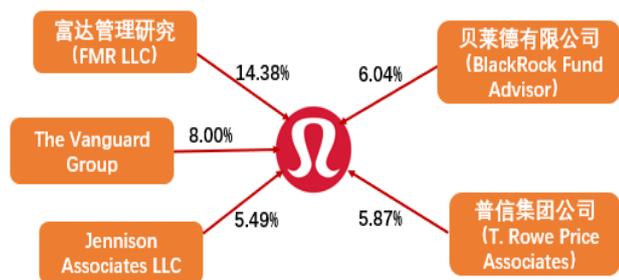
资料来源: wind, Lululemon、斯凯奇、安德玛公司年报, 天风证券研究所

## 1.6. 机构投资者持股 80%以上, 股权交易较为活跃

公司整体股份结构历经多次变换, 2007 年登录纳斯达克上市, 其后创始人 Dennis Chip Wilson 为应对公司公关危机及公司代理人问题, 2014 年将原有公司 13.85% 股份以约 8.45 亿美元价格转让给 Advent International (安宏资本), 并于 2015 年离开公司董事会。

Wind 数据显示, 截至 2020Q3 公司股权主要为机构投资者持有, 其中前五大股东分别为 Fidelity Management & Research Corporation, The Vanguard Group, Inc., BlackRock INC., Price T. Rowe Associates Inc., Jennison Associates LLC., 分别持有公司 1873.81 万股 (14.38%)、1042.59 万股 (8.00%)、787.63 万股 (6.04%)、765.17 万股 (5.87%)、715.27 万股 (5.49%), 共计 39.78%, 整体机构投资者持股比例达到 81.69%, 历史股权结构存在较大变动。

图 20：2020Q3 公司股权结构示意图（前五大持股机构）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：Lululemon 历史大股东持股比例变化



资料来源：wind，Bloomberg，天风证券研究所

个人投资者方面，截至 2020 年 10 月 8 日，创始人 Dennis (Chip) Wilson 目前持有公司 1095.52 万股，持股比例达到 8.41%，目前仍然为公司第二大股东。

## 2. 产品先发优势、聚焦直营 DTC 渠道、多维社群营销构筑品牌三元壁垒

### 2.1. 聚焦瑜伽细分市场率先发力，研发技术试验积累获得先发优势

Lululemon 于 1998 年创立初始即针对瑜伽新兴运动重新规划设计面料，利用尼龙材料本身的拉伸韧性优势为面料基础，配合莱卡氨纶材料弹性柔软特性，分别以 86%-14% 配比推出现代瑜伽服专用面料 Luon。

Luon 面料具备良好吸湿功能，针对瑜伽运动四肢伸展运动需求量身设计，与 80 年代主流健身服采用的氨纶为超弹性面料相比，强度韧性及对身体皮肤覆盖性能更优秀，同时具备纯莱卡氨纶面料所不具备的透气吸湿功能，Luon 面料成功研制与运用为 Lululemon 夺得先发优势奠定坚实基础。

图 22：公司面料种类矩阵示意图，产品研发优势显著



资料来源：公司官网，agentathletica.com，天风证券研究所

延续公司瑜伽裤核心“品类杀手”策略，产品线陆续拓展至高强度热汗类型健身运动领域，在面料拓展研发方面，基于 Luon 面料优良的基础特性，通过尝试改变面料成分配比及生产工艺实现功能性拓展：Luon 款面料尼龙占比达到 86%，重点突出贴肤覆盖性优势及尼龙赋予的吸湿透气优势；衍生款面料 Nulu 提升了氨纶占比，较 Luon 更加强调面料弹性、以及轻量化薄层设计，更加契合室内健身、有氧健身操等综训类需求；新推出 Full-on Luxtreme 系列大胆提升氨纶用料占比达到 31%，进一步提升产品弹性及轻量化性能，功能拓展至高强度有氧运动如长途慢跑、越野跑等项目。

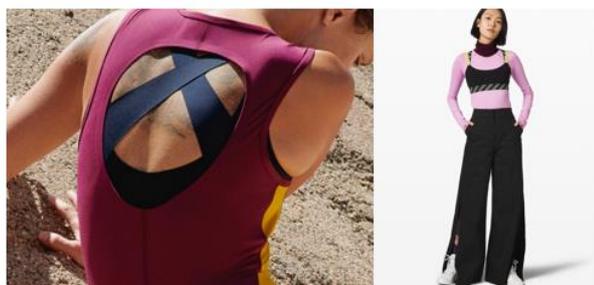
除了功能上的拓展与贴合，Lululemon 推出的 Luon 等一系列面料同时解决了面料清洗保养难题：莱卡氨纶较好吸水性能与尼龙本身材质较弱吸水性互补，在解决吸汗透气功能需求之外，同时满足浸润水洗要求；尼龙本身材质形状记忆性较弱，莱卡氨纶弹性且不易变形优势与之互补，有效解决日常水洗护理后变形难题。

相较 20 世纪末传统有氧健身服，Lululemon 首次实现瑜伽细分运动面料设计专业化，超出同时期运动紧身衣（leotard）、弹力健身衣（spandex）性能及设计上缺陷，为公司在瑜伽裤细分领域夺取品牌先发优势确立了坚实基础。

Lululemon 确立自身产品面料研发优势的同时，同时注重为自身产品融入时尚元素，以瑜伽裤为核心品类打造出适应不同生活场景的多品类矩阵，以独特舒适面料适应多生活场景，引领 athleisure 运动时尚潮流。Athleisure 运动时尚风潮起于市场客群健康生活意识的增强，

以及对日常穿着产品舒适度要求的提升，Lululemon 所提倡的设计理念。瑜伽紧身裤的多场景适应能力、时尚度融入理念，均成为 athleisure 运动市场风潮兴起的重要原因，同时联名跨界合作、限量款挖掘产品高端时尚属性标签也成为公司维系自身在运动时尚细分市场地位的重要方式之一。

图 23: Lululemon X Roksanda 设计师合作款概念示意图



Lululemon X Roksanda 鲜明配色挖掘产品时尚属性，运动与时装结合伟大尝试。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 24: Lululemon X Robert Geller 联名系列

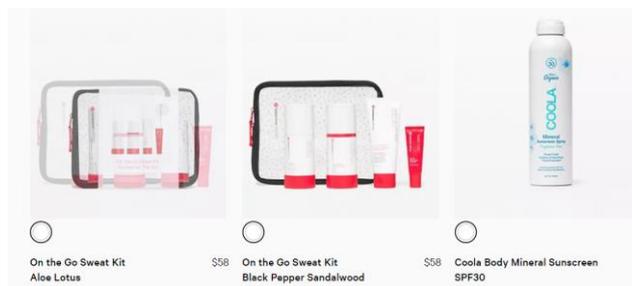


Lululemon X Robert Geller 联名限量系列，Lululemon 健身运动基因配合时装动态色彩设计，强化产品时尚功能定位。

资料来源：公司官网，凤凰网时尚，天风证券研究所

Lululemon 品类逐类拓展为产品注入新鲜度与活力，在兼具面料研发优势及产品时尚元素的基础上，关联品类产品拓展成为 Lululemon 业绩持续增长的重要来源。Lululemon 在实现从瑜伽运动装备核心品类向慢跑、综训等关联运动装备同类产品拓展的基础上，将产品线推广至运动护理产品、运动鞋类产品，并推出高街轻奢 Lab 系列，扩大对高端运动时尚市场的有效覆盖。

图 25: Lululemon 运动护理系列产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 26: Lululemon 高街轻奢 Lab 系列



- ✓ 挖掘Lululemon运动潮牌基因；
- ✓ 色调以黑白灰极简色系为主；
- ✓ 适应多场景简单实用设计；
- ✓ 定位轻奢常规定价30%溢价。

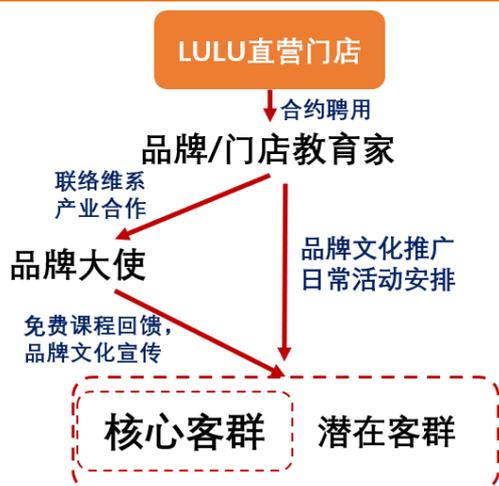
资料来源：thecut.com，fastcompany.com，公司官网，天风证券研究所

## 2.2. 稳步拓展直营 DTC 渠道，构建品牌社群区域中心，扩充客群规模

Lululemon 以线下直营门店作为品牌社群区域中心，通过 Lululemon 独有的“品牌教育家”与 super girls 等目标客群建立紧密联系，同时通过 Lululemon 品牌大使宣传、免费瑜伽/健身课程回馈、品牌社区活动（events）巩固并吸纳更多潜在客群，实现以线下门店为中心对地区周边健身客群的有效覆盖。

Lululemon 线下直营门店整体规模 FY2019 末已经达到 491 家，其中北美地区门店数量维持在 368 家，同时北美地区国际门店目前占比提升至 25.05%，保持快速增长。公司在亚太中国区销售增速同比保持高速增长，以公司最新 FY2020Q3 财务报告为例，在全球新冠疫情蔓延反复的背景下，中国区 FY2020Q3 业务营收同比增幅超过 100%，近两年来中国地区门店数量增长达到 3 倍以上。根据公司 2019 年提出的“power of three”中期业绩增量策略，公司于亚太中国地区门店数量未来有望延续高速增长态势，推动渠道国际化进程。

图 27: Lululemon 线下门店与运营与品牌文化构建



资料来源: fortune.com, 公司官网, 天风证券研究所

图 28: 公司门店数量 (家) 及国际、亚太、中国地区门店数量 (家)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

线上零售 DTC 渠道成为公司业绩增量另一重要来源, FY2019 公司 DTC 业务营收占比提升至 28.60%, 达到 39.79 亿美元, 近 5 年保持稳定增长, 顺应消费者购物习惯变化, 有效拓展公司产品市场覆盖范围。在运动行业 DTC 渠道建设稳步推进的背景下, 公司沿着“power of three”产品数字化改革方向, 未来 DTC 渠道有望延续稳步增长。

在线下及 DTC 渠道稳步拓展的同时, Lululemon 积极提升对线下门店精细化运营水平, 提出新概念场景融入式门店, 旨在为客群提供一体化场景式购物体验, 探索关联行业协同运营可行性: 试验门店中开辟“店中店”形式健身房, 提供瑜伽、冥想低热及综训等高热活动课程服务, 并提供咖啡餐饮服务, 同时配合推广 mirror 智能健身产品服务。

图 29: DTC 业务营收 (亿美元) 及业务占比 (%) 变化



资料来源: 公司年报数据, 天风证券研究所

图 30: Lululemon 新概念场景融入式试验门店



资料来源: fortune.com, mspmag.com, 天风证券研究所

### 2.3. 基于细分品牌文化开展多维社群营销, 行业龙头地位难以复制

作为立足于瑜伽细分赛道、以自身 Luon 面料生产出爆款瑜伽裤确立的细分龙头品牌, 在品牌营销端具有其他运动品牌短期内难以复制的优势—多维社群营销。

结合传统运动品牌 NIKE、Adidas 客群品牌黏性构建、客群社区构建措施扁平单一化特点, 我们归纳认为 Lululemon 基于拉伸营销 (pull marketing)、大型品牌活动 (events)、品牌教育家 (brand educator)、品牌大使 (brand ambassador)、健身产业合作及基层社区客群交流活动等多维度一体化营销模式更能紧密贴合细分市场客群需求、培育客群品牌黏性、挖掘市场增量, 最终统一构建 Lululemon 终端品牌壁垒, 稳固自身细分龙头地位, 为切入大健康市场创造业绩增量提供高效营销模式。

我们认为 Lululemon 社群营销成功经验主要得益于以下因素:

- 1) Lululemon 品牌着眼于解决瑜伽运动细分市场潜在需求, 虽然与 NIKE 等传统运动品牌

目标客群规模较大、需求多样化等特点存在差异，但是品牌创立之初均凭借客群潜在需求（NIKE-休闲慢跑健身，Lululemon-瑜伽健身运动）建立品牌先发优势。

Lululemon 在营销策略上较传统运动品牌存在差异，实现了利用全新技术及设计理念拉动市场潜在需求，从传统的产品投放推向市场采用外推营销（push marketing）转为挖掘引导拉伸营销（pull marketing）。得益于瑜伽主要客群产品需求较为统一的特性，Lululemon 在完成初始研发积累及产品设计后，相较需求较为多样化的慢跑等传统运动细分市场，采用拉伸营销更为高效，针对性更强，我们认为**同质化细分市场客观情况，为 Lululemon 采取社群营销奠定市场基础所在。**

图 31：2020 伦敦热汗生活节健身交流盛会



资料来源：absolutely.london.com，天风证券研究所

图 32：Lululemon Edmonton 10K 比赛



资料来源：runningmagazine，天风证券研究所

## 2) 品牌活动引导客群接受健康生活理念，为产品营销奠定稳固客群基础

Lululemon 社群营销主要目的是将“sweatlife”健康生活方式传递给市场中每一位顾客及潜在顾客，利用品牌技术研发创新先发优势树立自身品牌文化，而传播 Lululemon 健康生活核心品牌文化的方式即为大型品牌活动（events），达到积极推动瑜伽和运动生活全球化的既定目标。

品牌活动通常举行的形式包含热汗节（sweatlife festival）健身交流盛会，以及 10K 等运动赛事等不同形式，且与传统营销活动举办目的具有较大差别：传统营销模式通常会通过活动赛事宣传产品特性及优势，采用外推营销策略推广产品，提升积累品牌效应。

**Lululemon 举办热汗节等健身交流活动，主要目的是通过社群 KOL 带领指导、社群内部宣传分享交流健身经验心得提升客群及潜在客群对健康生活方式及 Lululemon 品牌文化的认可。**在客群普遍接受、加深健康生活方式的基础上，配合拉伸营销策略，引导客群发掘自己健身及生活相关需求，并实现对公司产品终端营销的促进作用。

以 Lululemon 伦敦热汗节举办经验为例，公司作为主办方通常会邀请健身教练、健身圈红人 KOL 主持热汗节交流互动环节，带领参会客群体验新式健身方法，在融洽的活动氛围中达到提升客群健康生活认同感的目的。另一方面，作为营销活动，Lululemon 亦会提供非必需参加的商品展示推销环节，通常会设立新品展示屋，较传统营销活动不同的是，Lululemon 通常不会设置主动促销环节，商品展示参观购买凭顾客自身意愿及需求决定；客群通过参加活动发掘自身潜在健身需求、巩固对健康生活方式的认同。

图 33: Lululemon 2019 年深圳沙滩热潮派对, 推广 Lululemon 品牌文化, 以社群互动推广健康生活方式



以社群交流互动进行健身运动与品牌文化推广, 为长期销售增长奠定基础

资料来源: 新浪时尚, 天风证券研究所

3) **品牌教育家**在 Lululemon 社群营销日常运营维护体系中成为连接 Lululemon 产品端与广大客群之间枢纽。面对瑜伽运动客群需求同质化、社交性较强等特点, Lululemon 突破传统营销思维, 对门店教育家责任定义由传统意义上的产品导购拓展成为产品理念与产品文化宣传人。另一方面, 为了实现与“super girls”、“power women”等主要客群高效沟通交流, 准确挖掘客群潜在的目标, 公司往往会任用与“super girls”具有类似背景的人选担任这一职位, 实现公司产品及产品文化与目标客群之间的信息交换、精准对接。

品牌教育家依据瑜伽运动社交属性及客群自身社交需求, 会协助门店定期安排瑜伽训练交流活动, 通过线下瑜伽健身活动实现培养客群品牌黏性、挖掘客群潜在需求, 并通过瑜伽运动社群属性连带吸纳更多潜在客群, 品牌教育家助力 Lululemon 实现产品端—渠道端—营销端三大要素闭合循环。

图 34: 露露柠檬门店教育家招聘条件及候选人素质要求

*Education and Guest Experience:*

- Provides guests with world-class ‘education’ and guest experience in the areas of product, culture, and community by speaking authentically about product use through their own experiences
- Product Education: communicates special features, benefits, fabric properties, usage, and best care instructions
- Culture Education: ‘demonstrates’, the culture held within the company, including: attitude of fun, respect, support, empowerment, encouragement, passion, interaction with other staff, and in-store discussion of lifestyle (i.e. yoga, fitness, health and fun)
- Community Education: ensures guest is aware of in-store community bulletin board – for information and resources regarding yoga and other health, fitness and related community information

**EDUCATOR MUST HAVE'S (the Knowledge, Skills and Qualifications):**

- Passion, knowledge and involvement in yoga, and/or other fitness, health or sports activities required. We expect that you will be enrolled in participating in weekly fitness activities in and out of the store with the store team
- Completion of grade 12 education – preferred

**责任1:** 顾客信息及需求分析

**责任2:** 产品信息特点交流

**责任3:** 品牌文化印证: 即Lululemon品牌与瑜伽、健身、健康幸福生活品牌文化愿景

**责任4:** 客群社区交流: 包含瑜伽以及健身经验等信息交流

**品牌教育家要求:** 具备瑜伽/其他专业健身运动经验的高学历人才择优选取, 贴切客群背景的门店品牌教育家更能理解顾客需求

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

#### 4) 摒弃传统氪金明星引流推广模式，签约运动达人、流量中心担任品牌大使

Lululemon 社群营销以各类在运动健身、潮流文化具有影响力的意见领袖担任品牌形象大使，同时区别于传统扁平化氪金明星代言引流策略：Lululemon 着重评测大使候选人与 Lululemon 品牌精神契合度、专业性、个人领袖气质，NIKE、Adidas 德国传统运动品牌流量推广宣传方面聚焦足球篮球等热门运动头部球星，以期获得流量及销售增长。

图 35：NIKE80 年代及 2020 年传统运动代言人



资料来源：NIKE 年报, ronaldocr7.com, forbes.com, 天风证券研究所

图 36：Adidas 延续与头部球星赞助合作



资料来源：Adidas 官网, milled.com, 天风证券研究所

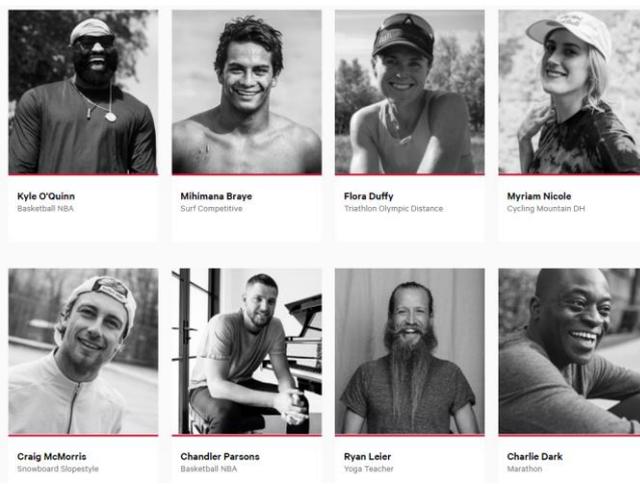
Lululemon 品牌大使福利一般以服装配额、新品试穿+赠送构成，并不涉及高额固定现金薪酬回报，品牌大使合作意愿来源于 1. 本人自身对于 Lululemon 品牌文化及品牌所提倡的健康生活理念的认同，2. 借助 Lululemon 品牌效应实现关联产业（例如瑜伽工作室、健身场馆、运动场馆）合作，3. Lululemon 国际品牌大使人数众多且大多数均属于专业运动领域运动员，拓展不同种类细分运动（例如铁人三项、冲浪等），将 Lululemon 品牌文化与理念对接不同细分运动领域爱好者，拓展品牌潜在客群增长空间。

图 37：Lululemon 中国本土品牌大使代表



资料来源：Lululemon 官网, 天风证券研究所

图 38：Lululemon 国际品牌大使代表



资料来源：Lululemon 官网, 天风证券研究所

我们对比分析认为，NIKE、Adidas 等传统运动品牌为细分运动领域明星代言往往需要支付高昂费用来换取品牌流量、完成品牌效应积累，相反 Lululemon 社群营销体系层次之间有机联系，着重发力目标社群中 KOL 影响力实现品牌文化渗透客群心智，用户黏性及客群拓展效率比均有自身优势。

总的来看，Lululemon 社群营销拓展了传统营销维度，较以门店教育家、品牌大使构成基本社群营销体系，通过热汗生活节、专业运动赛事等品牌大型活动回馈品牌客群，吸引潜在客群扩大产品受众；以瑜伽为核心多种健身方式并存增进客群与产品之间的交流互动，使广大客群在接受品牌推广宣传的健身生活理念这一品牌价值观的同时，成为公司品牌社群一员参与 Lululemon 品牌体验建设，这类忠实的客群为 Lululemon 业绩长期稳定增长奠定坚实的基础。

### 3. 聚焦高度同质细分市场，短期夺得新兴市场增量

#### 3.1. NIKE 等传统运动品牌基大众运动市场长期孵化成长

Lululemon 成长与崛起过程与 Adidas、Nike 等传统头部运动品牌存在明显差异：Adidas、Nike、Asics 等为代表的传统体育运动品牌顺应运动市场主流需求增长趋势长期积累成就强大品牌效应，Lululemon 聚焦特定细分市场通过现代专业“瑜伽裤”爆款策略短期内建立细分领域品牌效应及领导力。

##### 慢跑热潮为 NIKE 品牌技术奠定基础：前身代销经验积累&初期产品试制探索升级

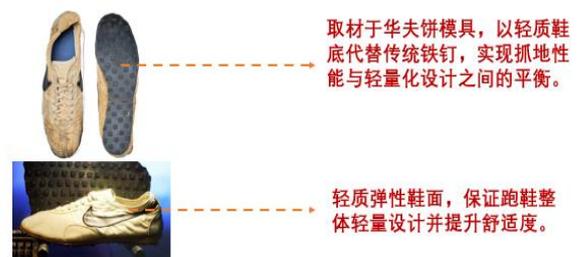
1. NIKE 前身为蓝带体育公司，从事“鬼冢虎”等跑鞋代理销售业务，在上世纪 60 年代美国慢跑逐渐升温的市场背景下，代理销售业务对于当时市场 Adidas、鬼冢虎等品牌跑鞋性能优劣有较为直观直接的感受；

图 39：NIKE 首款跑鞋“Cortez”特点示意图



资料来源：runnersworld.com，天风证券研究所

图 40：NIKE 首款专业比赛跑鞋“moon shoe”



资料来源：surfacemag.com，runnersworld.com，天风证券研究所

2. 1971 年 NIKE 品牌正式创立后推出“Cortez”鼻祖跑鞋系列，专门为长途慢跑运动设计，强调舒适度及产品轻量化，推出了具有划时代 1) 全长夹层鞋底，2) 鞋跟鞋尖简略日常化设计，3) 柔软垫片外壳替代全橡胶硬壳传统皮质外壳等三大亮点设计，成为现代休闲跑鞋设计参照典范。

3. 1972 年试制推出的首款比赛用钉鞋“moon shoe”鞋底网格钉状设计灵感来源于日常华夫饼干铁质模具，为跑者在不同地面的跑道上奔跑提供额外的附着摩擦力，提升跑鞋抓地表现；同时“moon shoe”在跑鞋轻量化设计独树一帜，使用质量较轻的鞋底材料替换原有金属鞋钉，在跑鞋轻量化方面进行了大胆的尝试。

图 41：1970 年代主流跑鞋推出时间线，NIKE 后续跑鞋设计互相借鉴



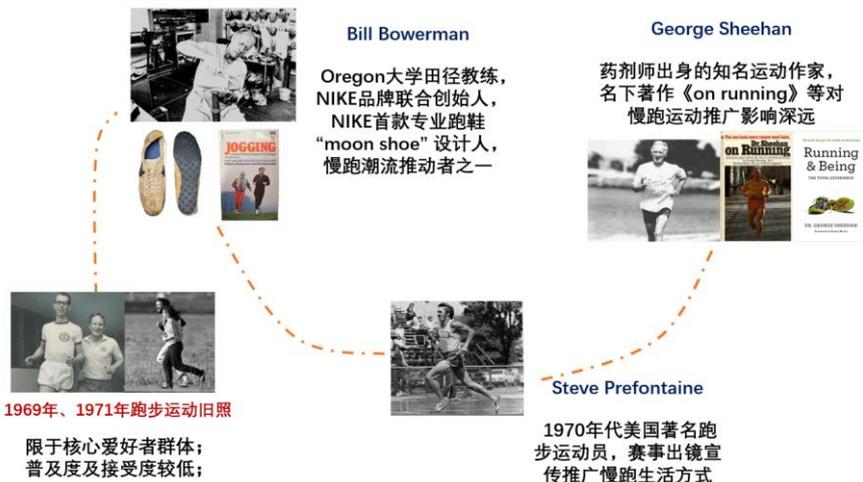
资料来源：runnersworld.com, globalnewswire.com, moneyinc.com, Adidas 官网, hyperbeast.com, 天风证券研究所

新颖的选材、前卫的设计理念为 NIKE 产品差异化、品牌力初期打造奠定了良好的基础，另一方面，跑鞋市场格局激烈，主要品牌研发能力及品牌效应较为强大，新兴爆款的推出并不能在短时间内确保 Nike 大众运动行业中领先地位，相反 Nike 产品前卫设计理念在跑鞋行业内得到了迅速消化，1970 年代中期 Adidas SL72 系列跑鞋、new balance 320 系列跑鞋相继出现，对 Nike “Cortez” 及 “moon shoe” 等早期品牌建设积累带来了较大的竞争压力。

另一方面，跑步运动在 1960 年代已经呈现市场初期萌发状态，一批体育教练专家及先锋爱好者相继进行运动尝试，为 1970 年代开始全面慢跑热潮奠定了良好的基础。例如 Nike 初代跑鞋设计者及品牌联合创始人 Bill Bowerman 在 1962 年完成了新西兰慢跑之旅后，推出《慢跑：全年龄向健身运动》等理论著作，向周围人群推广慢跑健身方式，推动当时全美慢跑运动发展推广；此后慢跑运动同样得益于社会名人（如 Steve Prefontaine）频频出镜参与相关跑步赛事推广宣传。

整体来看，跑步运动从专业田径赛事项目转变为日常健身运动项目，经专家群体、核心爱好者、社会名人等多方 KOL 宣传推广，从专业比赛（running race）转变为日常休闲运动（running for fun and wellbeing），这一过程我们认为通过采用推力营销策略（push strategy）将新兴产品研发设计概念推向潜在消费客群。新旧运动品牌切入“新兴慢跑市场”门槛较低，跑步装备选材设计多有借鉴同质化现象，这使得 NIKE 无法确保技术上取得完全优势，但是慢跑热潮仍然为 NIKE 初期品牌研发设计及品牌效应积累奠定了良好的基础。

图 42：1960 年代末~1970 年代美国慢跑运动 KOL 宣传推广影响示意图



资料来源：vox.com, news.nike.com, oregonlive.com, georgesheehan.com, abebooks.com 等, 天风证券研究所

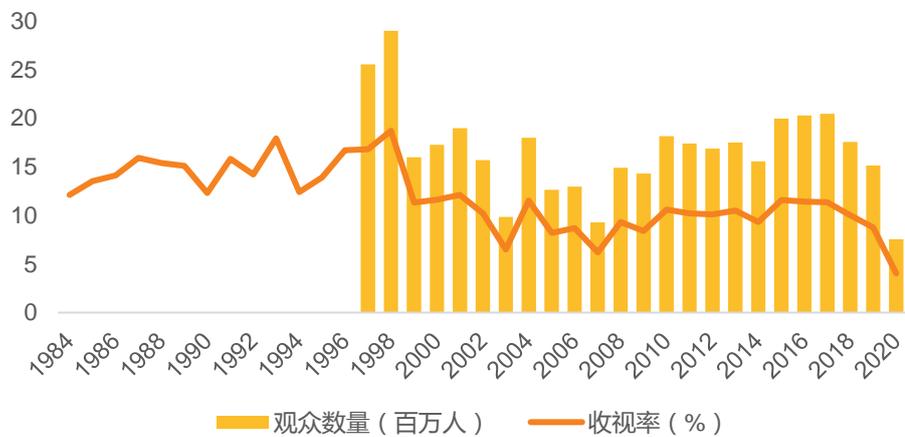
### 篮球文化街头潮流趋势赋能 NIKE 二次成长：篮球赛事影响力增量赋予 Nike 量变与质变

80 年代美国篮球文化的普及推广主要体现在 1) 篮球赛事受众群体显著增加, 2) 街头篮球文化逐步兴起两个方面。

篮球赛事受众增加, 赛事影响力明显提升: 1980 年代美国电视篮球赛事转播普及率快速提升, 篮球运动文化渗透率及篮球赛事影响力得到了显著增强, 从 NBA 历史赛季决赛收视率数据来看, 1984~1987 年 NBA 决赛全美收视率连续上升, 达到 15.9%, 较 1984 年 12.1% 明显增长。

从观赛人数及收视率数据来看, 美国篮球运动受众在 1980~1990 年代稳步上升达到高峰, NBA 广阔平台培育出“魔术师”约翰逊、乔丹、拉里·伯德等众多顶级球星。考虑到美国整体观众群体数量规模较大及赛事对体育文化的辐射作用, NBA 赛事观众人数的增加, 客观上为同期街头篮球文化发展奠定了良好的基础。

图 43: NBA 决赛历史收视率 (%) 及观赛观众数量 (百万人)



资料来源: awfulannouncing.com, sportsmediawatch.com, 天风证券研究所

NIKE 选择与 1980 年代新兴篮球运动 KOL 签订联名赞助协议, 提升品牌在篮球文化圈综合影响力。早在 1984 年乔丹刚刚夺得大学联赛全国冠军及洛杉矶奥运会冠军之初, NIKE 即以 250 万美元价格与乔丹签订了 5 年商业赞助合同, 此后 Nike 旗下 Air Jordan 伴随着一代巨星进入到广大观众视野, 以新颖鲜艳的设计开创了现代篮球鞋彩色设计先河。

图 44: Air Jordan 历代产品时间线

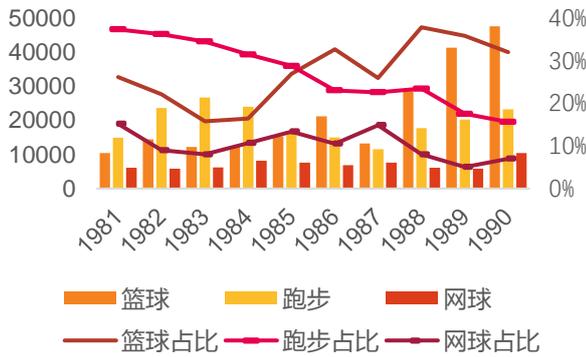


资料来源: athleteandsociety.weekly.com, 天风证券研究所

NIKE 得意之作—Air Jordan 系列开创了现代篮球鞋球星联名迭代、大胆前卫多色块强对比

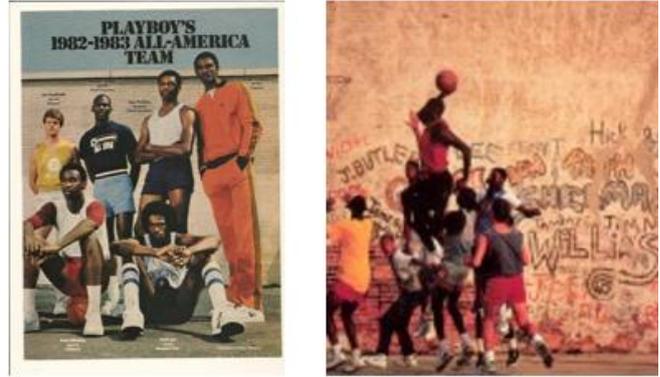
设计业界先例；自 1984 年初代诞生以来，伴随着乔丹逐步成熟、持续优异表现以及顶级水准，Air Jordan 系列在篮球运动知名度稳步提升，助力 NIKE 整体品牌力完成二次成长。

图 45: NIKE1981~1990 各类鞋履业务营收(万美元)及占比(%)



资料来源: Nike 公司年报数据, 天风证券研究所

图 46: 乔丹青年时代与街头篮球



资料来源: kickz.com, ballislife.com, 天风证券研究所

从公司历史业绩表现数据来看，FY1990 NIKE 整体营收额已经上升至 22.65 亿美元，其中 NIKE 篮球产品业务为整体业绩增收贡献重要动力：FY1990 篮球鞋业务营收达到 4.77 亿美元，相较 FY1981 增幅达到 356.75%；1990 财年 NIKE 篮球鞋业务营收占比达到鞋类业务 32.05%，自 1985 年 Air Jordan 系列正式发布以来篮球鞋销售占比明显连续增长，公司以乔丹为核心头部明星宣传策略配合跨界联名合作收获了丰厚的业绩回报，同时进一步推动了公司品牌力积累建设。

另一方面，篮球体育赛事影响力的扩大，顶级球星影响力为美国街头篮球发展创造了良好外部文化环境。以迈克尔·乔丹为例，青年时代即长期参与美国中学联赛集训，期间多次参与社区篮球比赛，1985 年加盟芝加哥公牛队以后，在其精湛的球技、惊艳的表现影响下，芝加哥 80 年代街球运动受众进一步拓展。**整体来看，在球星偶像效应作用与赛事影响下，美国年轻人街头篮球文化迎来快速发展，这成为 NIKE 承接篮球运动潮流，实现品牌二次成长的重要机遇。**

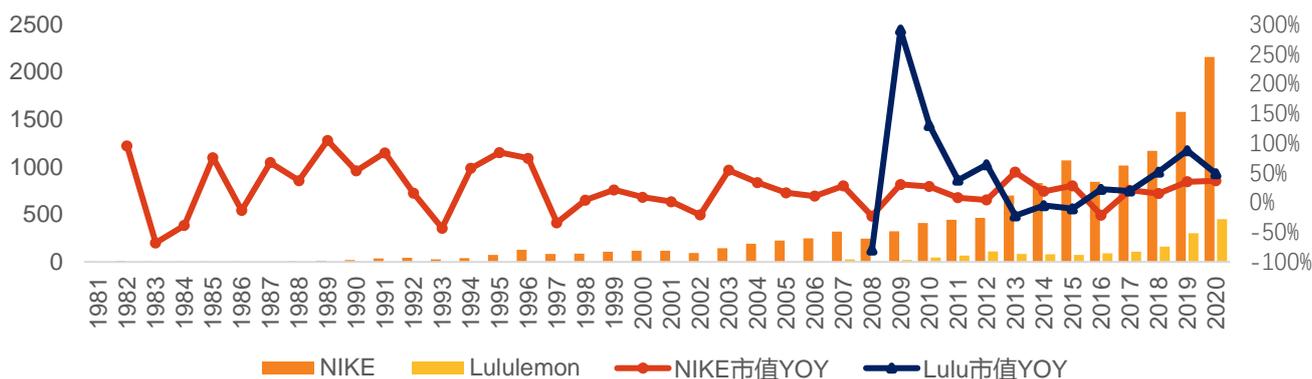
我们归纳认为，**传统大众体育品牌聚焦运动市场主流客群，产品系列相对成熟，品牌孵化成长需要经历长期研发设计摸索，且需要紧跟运动潮流变化提出适应的款式，这与 Lululemon 聚焦细分打造“品类杀手”爆款策略差异明显。**传统运动品牌成长需要面临较为成熟市场已有品牌强大竞争力及产品研发模仿能力，品牌力积累需要较长时间完成；新兴细分运动品牌得益于己方品牌在细分市场的先发优势，以细分市场先驱塑造自身初期品牌形象，大幅缩短了品牌孵化成熟所需时长。

### 3.2. 女性瑜伽市场客群主体 super girls 需求高度同质，核心爆款策略高效获取市场增量

#### 1. Lululemon 与 NIKE 市值成长轨迹对比

Lululemon 聚焦瑜伽细分市场运动新秀市值及业绩成长速度明显快于诸如 NIKE 传统运动品牌：自 2007 年中上市开始至 2020 年 12 月 11 日美股收盘为止，Lululemon 整体市值已经较上市之初同比增长 15.68 倍达到 448.78 亿美元，同期 NIKE 市值同比增长 5.75 倍增至 2157.1 亿美元；剔除品牌发展周期差异因素影响，NIKE 自 1981 年上市 13 年内（1981~1994）市值成长幅度达为 7.06 倍，仍较 Lululemon 较低。从市值成长速度来看，运动细分新秀代表 Lululemon 展现出更强的成长性；传统运动品牌 NIKE 在 1981 年上市后股价波动较为明显，考虑到 NIKE 本身股票分割（1983 年、1990 年分别有两次 1 股转 2 股股票分割）次数较多以外、1980 年代因油价上升促使美国经济进入滞胀衰退短期影响市场需求以外，NIKE 早期市值增长率波动较为明显。

图 47: Lululemon 与 NIKE 总市值 (亿美元, 左轴)、及市值增速 YOY (% , 右轴) 比较

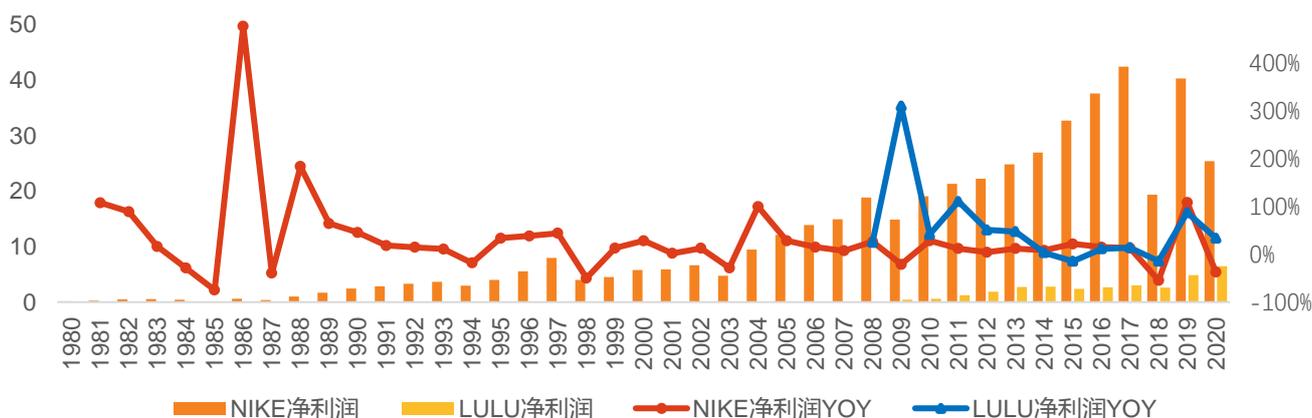


资料来源: wind, Nike 年报数据, Lululemon 年报数据, 天风证券研究所

反观 Lululemon 整体市值增速波动较小。除去 2009 年金融危机过后周期性市场信心恢复等市场波动影响, 2013~2020 财年公司市值整体保持稳健成长, 特别是在 2013 年公司创始人 Chip Wilson 等因为争议性评论引起公司公关危机是公司市值客观承压, 2016 年 Lululemon 随着董事会高层管理结构的调整, 公司整体市值迅速恢复高速增长, 重新获得广大机构投资者青睐。

## 2. Lululemon 与 NIKE 财年净利润增速对比

图 48: NIKE 与 Lululemon 财年净利润 (亿美元, 左轴) 及年同比增速 YOY (% , 右轴) 历史数据



资料来源: wind, NIKE 年报数据, Lululemon 年报数据, 天风证券研究所

Lululemon 盈利端表现较同期 NIKE 及发展初期 1981~1994 年 NIKE 上市初期更为平稳, 整体盈利增速保持平稳, Lululemon 同样表现出更稳定的成长性。

**Lululemon 作为运动细分新秀展现出来的更高成长性我们归纳认为主要系以下原因:**

- 1) 瑜伽运动群体需求高度同质, “super girls”、“powerful woman”等 1990 年代新生客群市场需求较为类似: 结婚率及出生率下滑, 女性劳动参与度提升, 独立生活意识增强的背景下, 运动健身支出提升, 附带社交功能的健身运动成为 super girls 等核心客群的首选。具有类似背景的中青年独立女性构成客群主体, 瑜伽运动低氧低热运动服装需求相对统一。
- 2) 瑜伽市场缺乏成熟产品, 1980 年代传统健身服种类较为复杂, 由紧身衣 (leotard)、弹力裤 (spandex)、束身腰带等不同部分构成, 功能统一性较差, 且针对新兴瑜伽类低氧低热运动延展性舒适度设计不够。瑜伽运动的兴起带来广阔潜在市场空间的同时, 细分产品尚未制定设计标准, 先发品牌在细分行业拥有研发专利优势, 可以转化为品牌流量、品牌力建设先发积累, 同时确保渠道拓展及市占率方面的先发优势。

图 49: Lululemon 品牌良性闭环成长逻辑分析示意图



资料来源: pregamemagazine.com, vox.com, retail-insider.com, agentathletica.com, liveabout.com, 天风证券研究所

Lululemon 作为先发品牌切入瑜伽细分市场，研发创新、渠道拓展及品牌力积累均受益于上述先发优势：

- 1) 首次推出现代专业瑜伽裤概念，首次成功研制弹性亲肤瑜伽功能面料，解决舒适性及隐私保护难题，并对 80 年代传统健身衣完成功能整合简化，利用品牌先发优势，成功实现将 Lululemon 产品品牌标准与瑜伽健身装备行业标准挂钩，产品品牌力短期内难以复刻；
- 2) 另一方面，Lululemon 产品客群高度同质，瑜伽健身运动具有一定的社交属性，通过健身教练（Lululemon 品牌教育家、品牌大使）、群体成员介绍交流，客观上更易形成领头群体效应（herding behavior），从而扩大了 Lululemon 客群转化比率及市场覆盖率，高度同质的需求更易产生对 Lululemon 品牌黏性，实现了高效覆盖与牢固黏性的品牌良性闭环。

## 4. 看好公司未来业绩增长潜力

### 4.1. Power of three 奠定 Lululemon 未来业务拓展方向：

2019 年公司面对瑜伽核心市场竞争对手相继进入，以及公司拓展品类发展正式，提出“power of three”业务增长三极规划：

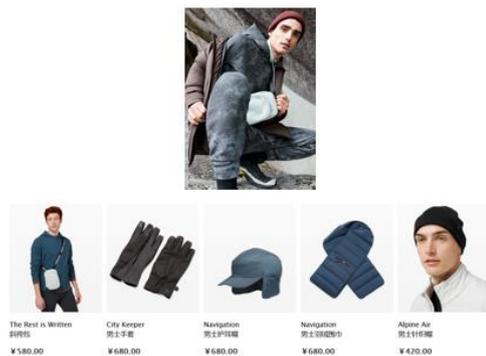
- 1) 产品拓展创新，深耕男性服装业务，3 年内实现业务营收翻倍目标。公司目前已经推出经典 ABC 系列明星产品，同时根据男性客群运动能力偏好，深度挖掘公司产品功能属性，已经逐步拓展至男性慢跑出行系列，实现对男性瑜伽、慢跑及综训主要运动市场需求的有机覆盖，同时未来有望发力男性商务通勤及旅行赛道寻找业务增粘及拓展机遇。

图 50: Lululemon 针对男性设计 ABC 系列裤装及设计概念分析



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 51: Lululemon 男性冬季出行套装

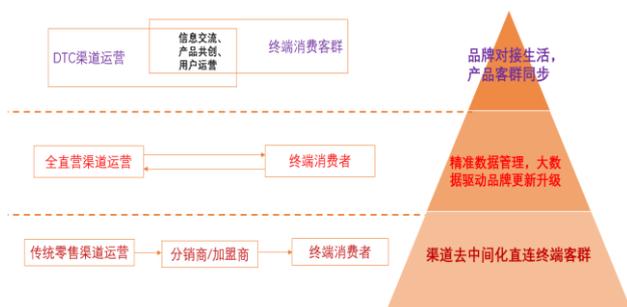


资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

2) 全新顾客体验, 着眼数字化智能渠道运营能力, 3 年内数字化业务营收实现翻倍, 扎根发力线上 DTC (直面消费者) 渠道模式, 深化公司品牌文化渗透能力, 借助新型门店、品牌活动、门店教育家运营等方式向客群更高效的推广公司健康生活理念, 提升客群受众规模以及品牌黏性。

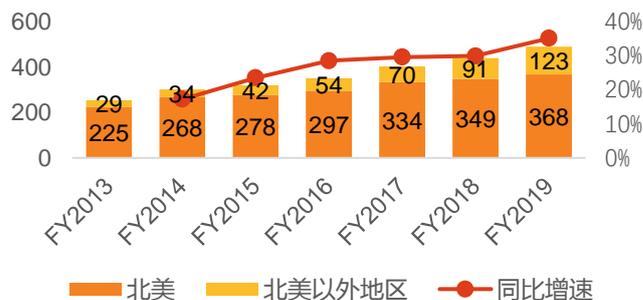
3) 国际市场拓展, 3 年内实现北美区以外国际业务营收增长 4 倍目标, 借助公司渠道全球拓展, 在全球范围内推广公司热汗生活文化。

图 52: 广义 DTC 渠道三级维度示意图



资料来源: Forbes 杂志, news.vaimo.cn, 天风证券研究所

图 53: 公司北美区以外门店数量 (家) 及同比增速



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

## 4.2. 前瞻性收购 Mirror, 先发切入智能健身市场

继上述“power of three”未来短期发展计划提出之后, Lululemon 在业务并购协同方面迈进自己的步伐, 于 2020 年 7 月斥资 5 亿美元完成对 mirror 智能健身设备并购, 先发布局数字化智能居家健身业务。公司在新冠疫情背景下瞄准未来部分客群居家运动健身需求, 看重 mirror 自身独特功能: 通过内置探测器实时提供机体实时数据跟踪, 并为使用者提供指导意见; 针对不同类型运动人群上传标准教练课程至数字云端, 用户可以通过 mirror 终端实现自由重复练习, 助力 Lululemon 推进可记忆 (memorable)、可分享 (shareable)、可重复使用 (repeatable)、高品牌黏性 (addictive) 全零售渠道建设。

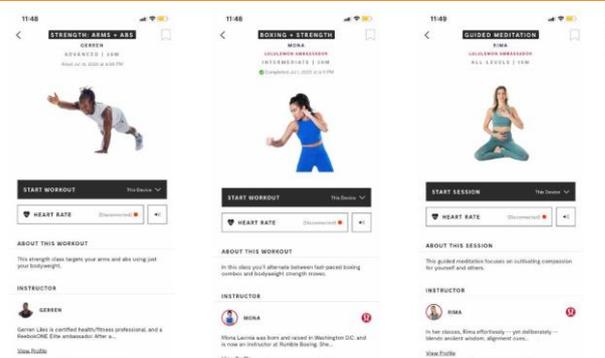
公司借助自身细分市场先发布局建立品牌效应的运营经验, 根据公司最新预期, FY2020 该业务营收贡献有望达到 1.5 亿美元, 我们认为公司复刻细分市场先发运营优势, 未来有望享受智能健身细分行业增量红利。

图 54: Mirror 智能健身镜概况



资料来源: wsj.com, 天风证券研究所

图 55: Mirror 部分线上课程展示



资料来源: cnn.com, 天风证券研究所

## 5. 经验复盘：国产体育丰富“品牌故事性”加速品牌力积累

### 5.1. “故事性”凸显品牌文化核心，助力产品差异化

Lululemon 瞄准瑜伽裤，采取“品类杀手”策略短时间内建立起品牌文化，逐步丰富 Lululemon 自身品牌故事性：Lululemon 品牌即为热汗生活&健康生活理念。反观国产运动品牌立足于大众运动市场，早期主要以性价比产品确立品牌市场占有率，在 2012 年以来国内运动行业库存危机、消费需求稳步提升的背景下，品牌故事性丰富成为国产体育品牌定位提升重要方式之一：李宁于 2018 年纽约时装周首次推出“中国李宁”系列，首次提出国潮概念，切入新兴细分运动时尚市场，为李宁公司整体带来业绩增量，助力李宁品牌力积累建设。结合 Lululemon 品牌成长及中国李宁成功经验，我们归纳认为“品牌故事性”充实丰富策略，或有望协助国产体育品牌提升品牌定位、积累品牌效应，例如安踏体育计划推出“安踏国旗”系列。

### 5.2. 挖掘新兴细分需求，借助新兴市场先发优势构筑品牌壁垒

运动市场需求多样化，新兴细分市场潜在需求，以美国新兴运动市场品牌“All Birds”为例，该品牌立足于羊毛靴、羊毛运动鞋核心品类，以天然羊毛、绿色环保（回收塑料、纸板等）原材料提供高性能舒适穿着体验，目前已经推出羊毛跑鞋、天然树脂跑鞋，在细分市场中丰富充实品牌故事性，确立自身品牌壁垒。国产体育品牌面临国内运动市场 Nike、Adidas 两大运动龙头品牌优势、品牌集中度不断提升的竞争格局，我们认为可以把握新兴细分市场潜在需求，获取品牌在新兴细分市场先发优势，丰富品牌故事性及品牌文化，稳固构建品牌壁垒。

## 6. 风险提示

- 1) 男性服装业务等新拓展业务业绩增量不达预期：考虑到公司品牌力确立基础源自高忠实度“super girls”等女性客群，男性健身运动装备品牌力积累存在不确定性。
- 2) 疫情防控、疫苗推广效果不及预期，反复加剧风险：公司在北美欧洲市场线下渠道客流受到较大负面影响。
- 3) 线上 DTC 渠道拓展存在不确定性，DTC 渠道推广伴随着折扣活动营销开支的增加，这对产品终端毛利率构成一定压力。
- 4) Mirror 业务未来存在业绩波动不稳定性，未来 mirror 会面临市场竞品竞争压力以及市场增量不确定性压力，与公司远期协同效应存在不确定性。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com