

lululemon 21Q1 季报点评

投资要点

- **事件:** 公司发布第 1 季度业绩, 2021Q1 收入、净利润同比+88.1%、+406.3% 至 12.3、1.5 亿美元 (> CIQ 一致预期收入 11.3、净利润 1.2 亿美元), 19-21Q1 CAGR 分别为 25.2%、22.3%。调整后的 EPS 为 1.16 美元, (> CIQ 一致预期 0.9 美元)。
- **线下环比恢复明显, 电商维持高增长。分业务看,** 2021Q1 公司线下、电商、其他收入同比增长 106%、55%、262%, 19-21Q1 CAGR 分别为 3%、61%、48%。以 19Q1 为基准, 线下门店运营效率已恢复至 88%, 较 20Q4 环比恢复 17pp。目前 93% 的全球门店开业运营, 本季新增 2 家门店, 公司拓店节奏较为稳健。线上在去年高基数的背景下仍维持较快增长, 其他收入大幅增长主要系 MIRROR 并表贡献。分地区看, 2021Q1 美国、加拿大、北美外销售同比增长 60%、11%、17%, 19-21Q1 CAGR 分别为 24%、16%、41%。
- **毛利率提升, 扣除 MIRROR 亏损影响后营业利润率表现优秀。** 2021Q1 毛利率为 57.1%, 相对 19Q1、20Q1 分别提升了 3.2pp、5.8pp。与 19Q1 相比, +2.2pp 来自销售恢复带来的经营杠杆增加, +0.8pp 来自促销折扣的减少, +0.2pp 来自汇率的积极影响。单季度 SG&A 为 40.5%, 相对 19Q1、20Q1 分别提升了 3.1pp、下降了 5.5pp。与 19Q1 相比, 增加的开支与 MIRROR 及线上业务的相关投资增加有关。单季度营业利润率为 16.4%, 相对 19Q1、20Q1 分别下降 0.1pp、提升了 11.1pp。MIRROR 目前仍处于亏损状态, 若剔除该负面影响营业利润率高于 19 年同期水平。
- **资本开支增长, 存货周转放缓。** 2021Q1 资本开支为 6400 万美元, 较上年同期增长 23%, 资金主要投入在拓开店、翻新等方面。货物运输仍然有延迟, 存货周转天数较 19 年同期上升了 28 天至 118 天。
- **管理层指引:** 公司预计 Q2 单季度实现收入 1.3-1.33 亿美元, 19-21Q2 CAGR 在 21%-23%, 预计 Q2 EPS 为 1.1-1.15 美元/股, 19-21Q2 CAGR 为 21%-25%。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司主品牌线下运营效率恢复良好, 我们调高对公司的盈利预期, 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 6.77/8.17/9.73 美元, 对应 P/E 为 49/40/34 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧; 公司同店恢复、线上销售不及预期; 多品类扩张效果低于预期; 库存积压。

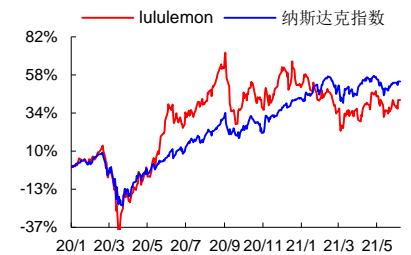
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万美元)	4402	5985	7115	8314
增长率	10.6%	36.0%	18.9%	16.8%
净利润 (百万美元)	589	881	1063	1266
增长率	-8.8%	49.6%	20.7%	19.1%
EPS (美元/股)	4.52	6.77	8.17	9.73
ROE	26.1%	31.0%	30.2%	28.9%
PE	72.8	48.7	40.4	33.9
PB	16.8	13.7	11.0	8.8

数据来源: WIND, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王佳敏
执业证号: S1250520070003
电话: 021-58351812
邮箱: wjm@swsc.com.cn

相对指数表现



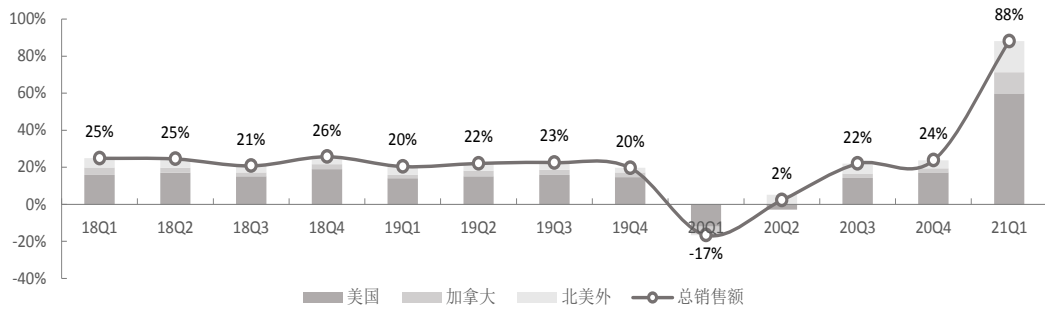
数据来源: WIND

基础数据

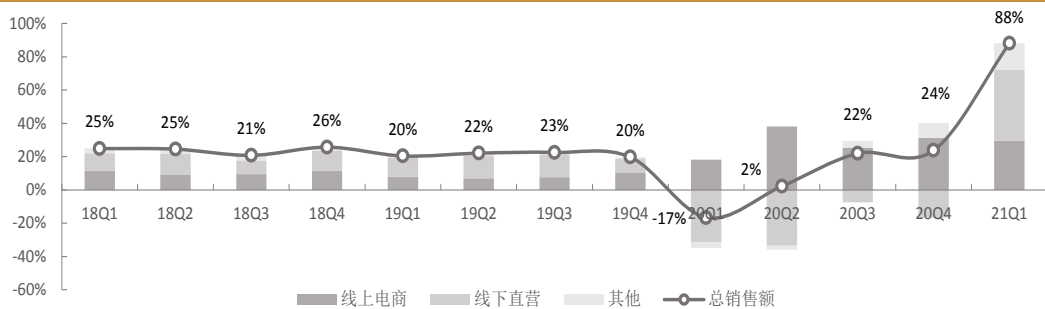
52 周区间(美元)	319.3-398.3
3 个月平均成交量(万手)	130.9
流通股数(亿股)	1.3
市值(亿美元)	429

相关研究

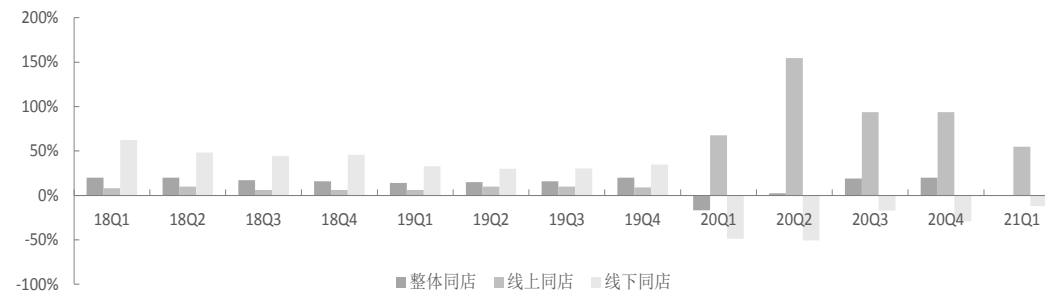
1. lululemon 2020 年报点评 (2021-03-31)
2. lululemon 20Q3 财报点评 (2020-12-13)

图1：分地区销售增速拆分


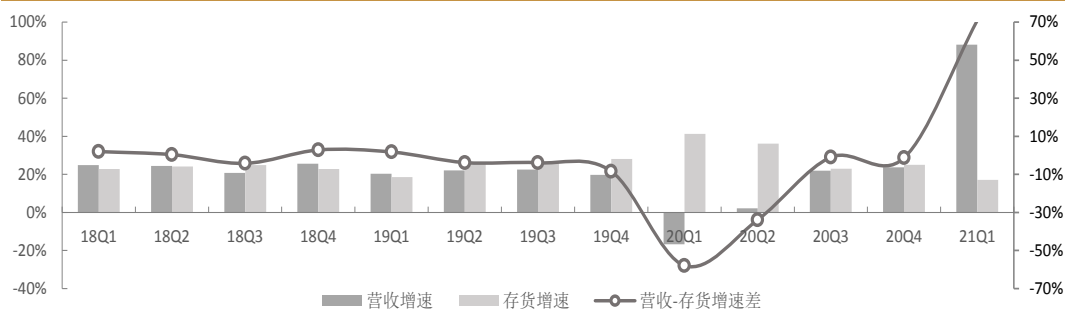
数据来源：公司公告，西南证券整理

图2：分渠道销售增速拆分


数据来源：公司公告，西南证券整理

图3：分渠道同店增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图4：营收、存货增速及差值


数据来源：公司公告，西南证券整理

附录：财务报表预测 (单位：百万美元)

利润表	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4402	5985	7115	8314	净利润	589	881	1063	1266
营业成本	1938	2555	3024	3525	折旧摊销	185	196	214	230
毛利	2464	3430	4091	4789	营运资本变动	732	43	92	274
营业开支	1609	2203	2611	3026	其他非现金调整	-703	-4	-133	-107
重组及摊销费用	0	12	12	12	经营活动现金流净额	803	1116	1236	1663
营业利润	820	1215	1468	1751	投资活动现金流净额	-696	-303	-323	-322
其他收益	-1	8	8	8	筹资活动现金流净额	-81	-220	-266	-314
税前利润	819	1223	1476	1759	汇率影响	30.00	0.00	0.00	0.00
所得税	230	343	413	492	现金及等价物净增额	57	593	647	1028
净利润	589	881	1063	1266	现金及等价物期初值	1094	1151	1744	2391
					现金及等价物期末值	1151	1744	2391	3418
资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2124	2781	3692	4714	成长能力				
现金	1151	1744	2391	3418	销售收入增长率	10.6%	36.0%	18.9%	16.8%
应收账款	62	35	71	95	营业利润增长率	-7.8%	48.2%	20.8%	19.2%
存货	647	731	916	848	净利润增长率	-8.8%	49.6%	20.7%	19.1%
其他流动资产	264	271	315	352	盈利能力				
非流动资产	2061	2153	2252	2335	毛利率	56.0%	57.3%	57.5%	57.6%
固定资产	746	812	875	920	营业利润率	18.6%	20.3%	20.6%	21.1%
使用权资产	735	755	780	805	净利率	13.4%	14.7%	14.9%	15.2%
无形资产	467	464	462	459	ROE	26.1%	31.0%	30.2%	28.9%
其他非流动资产	113	122	135	151	ROA	15.8%	19.3%	19.5%	19.5%
总资产	4185	4934	5944	7049	营运能力 a				
流动负债	883	997	1183	1324	总资产周转率	2.0	2.1	2.0	1.9
应付账款	172	183	243	228	应收账款周转率	85.8	122.4	133.8	100.2
应计存货负债	15	17	19	20	存货周转率	3.3	3.7	3.7	4.0
应计薪酬	130	145	151	163	偿债能力				
租赁-流动	166	170	190	214	资产负债率	38.9%	36.8%	34.2%	31.0%
应缴所得税	8	12	17	23	流动比率	2.4	2.8	3.1	3.6
其他流动负债	391	470	564	676	速动比率	1.7	2.1	2.3	2.9
非流动负债	743	818	848	861	每股指标				
租赁-非流动负债	633	678	691	692	每股收益	4.52	6.77	8.17	9.73
应缴税费-非流动	43	47	48	49	每股净资产	19.66	23.97	30.06	37.37
递延所得税	59	62	67	72	估值指标				
其他非流动负债	9	31	42	48	P/E	72.8	48.7	40.4	33.9
总负债	1627	1815	2031	2185	P/B	16.8	13.7	11.0	8.8
股东权益	2559	3120	3913	4864	P/S	9.7	7.2	6.0	5.2
负债+所有者权益	4185	4934	5944	7049					

数据来源：WIND，西南证券

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，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn