

lululemon 21Q2 季报点评

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 二季度业绩, 21Q2 收入、净利润同比+61%、+140%至 14.5、2.1 亿美元 (>市场预期收入 13.3、净利润 1.5 亿美元), 19-21Q2 CAGR 分别为 27%、55%。调整后的摊薄 EPS 为 1.65 美元 (>市场预期 1.18 美元)。
- **线下运营效率恢复至 19 年同期水平, 线上增速超公司预期。分业务看,** 2021Q2 公司线下、电商、其他收入同比增长 142%、8%、157%, 19-21Q2 CAGR 分别为 9%、66%、39%。线下门店运营效率恢复至 19 年同期水平, 环比较 21Q1 提升超 10 个百分点。本季度净增 11 家门店, 门店总面积同比+8%。**分地区看,** 21Q2 美国、加拿大、北美外销售同比增长 67%、47%、49%, 19-21Q2 CAGR 分别为 27%、22%、43%。
- **线下空置率下降, 营业开支收窄, 利润率提升。** 21Q2 毛利率为 58.1%, 相对 20Q2、19Q2 分别+3.9pp、+3.1pp, 其中线下门店运营恢复带来的空置率、产品促销、产品成本的下降合计贡献+2.9pp, 汇兑收益贡献+0.6pp, 运费上升摊薄-0.4pp。21Q2 SG&A 为 37.3%, 相对 20Q2、19Q2 分别-1.8pp、+1.3pp。与 19Q2 相比, 增加的开支与 MIRROR 投资增加有关。21Q2 (不含 MIRROR 重组费用) 营业利润率为 20.6%, 相对 20Q2、19Q2 分别+5.6pp、+1.6pp。有效税率因股权激励费用抵减同比-1pp 至 27.9%。综合上述变化, 21Q2 调整后的净利率为 14.9%, 相对 20Q2、19Q2 分别+5.3pp、+0.8pp。
- **资本开支增加, 供应链效率短期受到疫情负面影响。** 21Q2 资本开支为 8000 万美元, 较上年同期增长 51%, 资金主要投入在拓开店、翻新、供应链和数字化等领域。零售端表现良好, 但因越南疫情和港口物流延迟, 21Q2 存货周转天数相对 19Q2 +8 天至 114 天。
- **管理层指引:** 公司预计 21Q3 收入在 14-14.3 亿美元, 19-21Q3 CAGR 为 24%-25%, 预计 21Q3 调整后的摊薄 EPS 为 1.33-1.38 美元, 19-21Q3 CAGR 为 18%-20%。
- **盈利预测与投资建议:** 本年度公司加大员工招聘力度且提高员工薪酬, 并对新面料技术研发持续投入, 该类长期投资举措使我们对公司的增长潜力保持信心。考虑到公司收入端表现稳健、利润端疫情影响有限, 我们调高公司盈利预期, 预计 2021-2023 年调整后的 EPS 分别为 7.40/8.72/10.52 美元, 对应 P/E 为 52/44/36 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情反复, 竞争加剧, 同店及线上销售不及预期, 海外供应链中断, 多品类扩张效果低于预期。

| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万美元) | 4402 | 6202 | 7421 | 8730 |
| 增长率 | 10.6% | 40.9% | 19.7% | 17.6% |
| 净利润 (百万美元) | 589 | 924 | 1135 | 1369 |
| 增长率 | -8.8% | 56.9% | 22.9% | 20.6% |
| EPS (美元/股) | 4.52 | 7.40 | 8.72 | 10.52 |
| ROE | 26.1% | 31.2% | 30.4% | 30.3% |
| PE | 72.8 | 51.5 | 43.7 | 36.2 |
| PB | 16.8 | 14.8 | 12.1 | 10.1 |

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



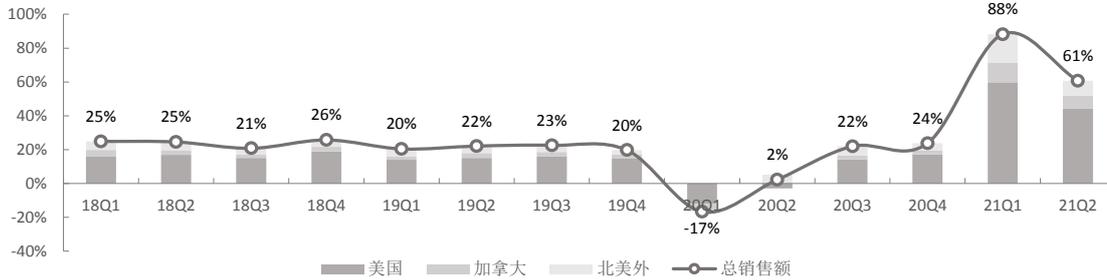
基础数据

| | |
|---------------|---------|
| 52 周区间(美元) | 285-414 |
| 3 个月平均成交量(万手) | 86.6 |
| 流通股数(亿股) | 1.3 |
| 市值(亿美元) | 496 |

相关研究

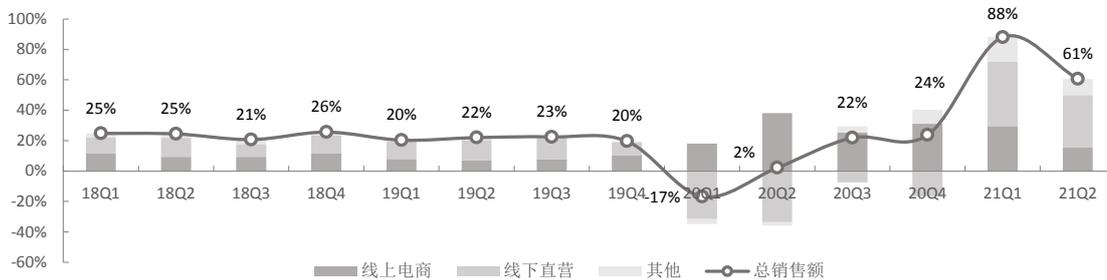
1. lululemon21Q1 季报点评 (2021-06-07)
2. lululemon2020 年报点评 (2021-03-31)
3. lululemon20Q3 季报点评 (2020-12-13)

图1：分地区销售增速拆分



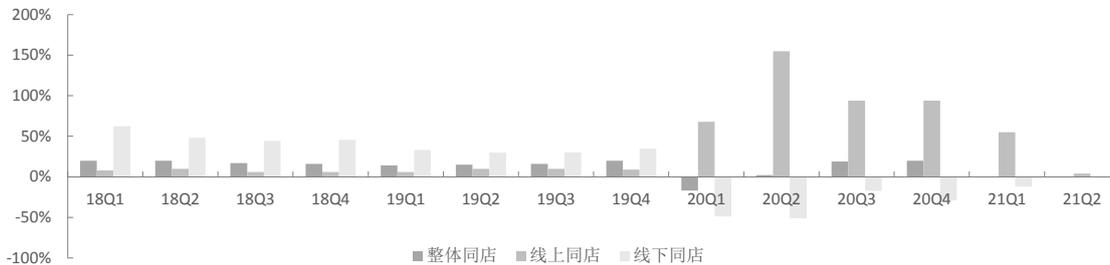
数据来源：公司公告，西南证券整理

图2：分渠道销售增速拆分



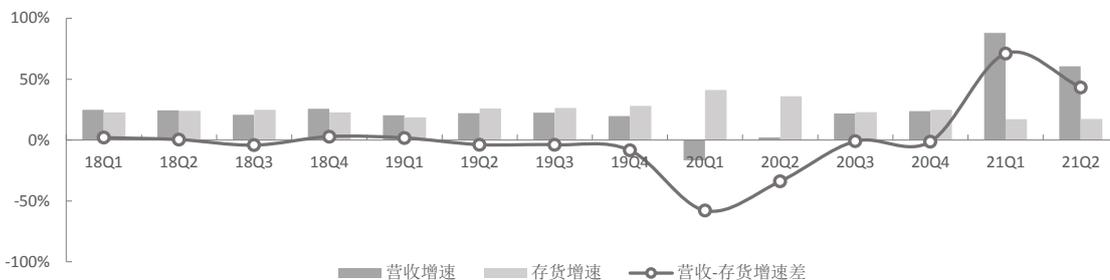
数据来源：公司公告，西南证券整理

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

附表：财务预测（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 | 6202 | 7421 | 8730 | 净利润 | 589 | 924 | 1135 | 1369 |
| 营业成本 | 1938 | 2617 | 3117 | 3661 | 折旧摊销 | 185 | 196 | 214 | 230 |
| 毛利 | 2464 | 3584 | 4304 | 5069 | 营运资本变动 | 732 | 75 | 161 | 125 |
| 营业开支 | 1609 | 2289 | 2723 | 3164 | 其他非现金调整 | -703 | 252 | -130 | -107 |
| 重组及摊销费用 | 0 | 32 | 12 | 12 | 经营活动现金流净额 | 803 | 1448 | 1381 | 1617 |
| 营业利润 | 820 | 1263 | 1569 | 1893 | 投资活动现金流净额 | -696 | -303 | -323 | -322 |
| 其他收益 | -1 | 1 | 8 | 8 | 筹资活动现金流净额 | -81 | -277 | -397 | -545 |
| 税前利润 | 819 | 1264 | 1577 | 1901 | 汇率影响 | 30.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 230 | 340 | 441 | 532 | 现金及等价物净增额 | 57 | 868 | 660 | 750 |
| 净利润 | 589 | 924 | 1135 | 1369 | 现金及等价物期初值 | 1094 | 1151 | 2018 | 2679 |
| | | | | | 现金及等价物期末值 | 1151 | 2018 | 2679 | 3429 |
| 资产负债表 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 2124 | 3023 | 3897 | 4782 | 成长能力 | | | | |
| 现金 | 1151 | 2018 | 2679 | 3429 | 销售收入增长率 | 10.6% | 40.9% | 19.7% | 17.6% |
| 应收账款 | 62 | 35 | 75 | 98 | 营业利润增长率 | -7.8% | 54.1% | 24.2% | 20.7% |
| 存货 | 647 | 699 | 828 | 903 | 净利润增长率 | -8.8% | 56.9% | 22.9% | 20.6% |
| 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% | 57.8% | 58.0% | 58.1% |
| 固定资产 | 746 | 812 | 875 | 920 | 营业利润率 | 18.6% | 20.4% | 21.1% | 21.7% |
| 使用权资产 | 735 | 755 | 780 | 805 | 净利率 | 13.4% | 14.9% | 15.3% | 15.7% |
| 无形资产 | 467 | 464 | 462 | 459 | ROE | 26.1% | 31.2% | 30.4% | 30.3% |
| 其他非流动资产 | 113 | 122 | 135 | 151 | ROA | 15.8% | 19.7% | 20.0% | 20.6% |
| 总资产 | 4185 | 5176 | 6148 | 7118 | 营运能力 a | | | | |
| 流动负债 | 883 | 997 | 1194 | 1328 | 总资产周转率 | 2.0 | 2.1 | 2.0 | 1.9 |
| 应付账款 | 172 | 183 | 253 | 232 | 应收账款周转率 | 85.8 | 126.8 | 134.6 | 100.8 |
| 应计存货负债 | 15 | 17 | 19 | 20 | 存货周转率 | 3.3 | 3.9 | 4.1 | 4.2 |
| 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% | 35.1% | 33.2% | 30.8% |
| 应缴所得税 | 8 | 12 | 17 | 23 | 流动比率 | 2.4 | 3.0 | 3.3 | 3.6 |
| 其他流动负债 | 391 | 470 | 564 | 676 | 速动比率 | 1.7 | 2.3 | 2.6 | 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 | 7.40 | 8.72 | 10.52 |
| 应缴税费-非流动 | 43 | 47 | 48 | 49 | 每股净资产 | 19.66 | 25.83 | 31.55 | 37.87 |
| 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 | 84.2 | 51.5 | 43.7 | 36.2 |
| 总负债 | 1627 | 1815 | 2042 | 2189 | P/B | 19.4 | 14.8 | 12.1 | 10.1 |
| 股东权益 | 2559 | 3362 | 4107 | 4929 | P/S | 11.3 | 8.0 | 6.7 | 5.7 |
| 负债+所有者权益 | 4185 | 5176 | 6148 | 7118 | | | | | |

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，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -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 | zfy@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 |
| | 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 |
| | 陈含月 | 销售经理 | 13021201616 | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| | 王兴 | 销售经理 | 13167383522 | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@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 |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |