



营收增长超预期，国际市场快速放量

投资要点

- 业绩摘要：**公司公布 2022Q2 财报。2022Q2 公司实现营业收入 18.7 亿美元，同比增长 28.8%；实现归母净利润 2.9 亿美元，同比增长 39.1%，业绩表现亮眼。净利率达 15.5% (+1.2pp)，已经完全赶超疫情前水平。下半年公司将在产品创新、顾客服务、海外市场拓展三个方面继续深耕，预计 2022 年将实现营收 78.7-79.4 亿美元。
- 线下直营渠道和 DTC 齐头并进，均实现快速增长。**2022Q2，公司线下直营渠道贡献营收 9 亿美元，同比增长 29.9%，占比达 48.3% (+0.4pp)，主要系北美地区疫情的结束，带动线下门店的客流量增长超过 30%，及全价产品销售占比的提高。DTC 业务贡献营收 7.8 亿美元，同比增长 29.8%，占营收 41.5% (+0.3pp)，主要受益于线上客流及客单价双提升。其中上半年新用户增长了 24%；公司表示经过疫情后有更多的消费者愿意在网上购买，未来公司将持续扩展和优化 DTC 业务，预计该业务仍保持快速增长。
- 美国为主要营收市场，国际市场快速扩张，加拿大市场保持稳定水平。**2022Q2 公司来自美国/国际市场/加拿大市场的营收分别为 12.8/3.2/2.7 亿美元，同比增长 28.3%/35.1%/24%，占比分别为 68%/17%/14%。其中美国地区 Q2 新增加 7 家线下门店；伴随疫情影响进入尾声，户外运动的人数快速增加，公司计划到今年年底北美市场将新增 25 家线下实体店。中国为公司重点扩张市场，尽管第一季度中国大部分城市受疫情影响导致很多门店无法营业，但在 Q2 中国市场快速回弹，营收同比增长 30%，近 3 年的复合增速达 70%。截至到 2021 年底，中国线下直营店数量为 86 家，较 2016 年增长了 80 家，店面扩张速度超越美国，成为公司的第一大海外市场。
- 毛利率承压，管理优化保持盈利能力维持在合理水平。**2022Q2 公司毛利率为 56.5% (-1.6pp)，主要系供应链中断导致运输成本增加及不利的汇率影响所致。费用率方面，2022Q2 的 SG&A 费用率为 35.4% (-1.9pp)，较 2019Q2 下降 3.7pp，其中随着公司规模扩大，员工工资和社区营销费用及产品研发费用较去年同期新增了 1.2 亿美元。综合来看，公司 2022Q2 净利率为 15.5% (+1.2pp)，已经完全赶超疫情前水平，盈利能力表现亮眼。
- 供应链中断，导致存货大幅增长。**2022Q2 公司存货为 15 亿美元，同比增长 85%，存货数量较去年同期增长了 64%，其中近 2% 的存货在运输中，主要系公司近 70% 的供应商和工厂在东南亚和中国，上半年受疫情影响供应链中断，导致公司供应链周期拉长。公司表示剔除正在运输的和无法及时发货的存货，整体库存情况较前 2 年有很大的改善。公司近 3 年存货数量的复合增长率达 38%，以满足全球各地销售需求，及美国第 4 季度的节假日购物旺季。公司表示会继续监测物流情况，预计存货情况在 2023 年有较大的改善。
- 风险提示：**疫情反复的风险；供应链受限的风险；市场竞争格局变化的风险；全球经济衰退的风险。

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind 同花顺

基础数据

总股本(百万股)	122.30
52 周内股价区间(美元)	251.51-485.83
总市值(百万美元)	41200.33
总资产(百万美元)	4920.71
每股净资产(美元)	7.97

相关研究

瑜伽运动服饰龙头，营收增长强劲

Lululemon 由 Chip Wilson 于 1998 年在温哥华创立,定位为专业的高端瑜伽运动品牌。自成立以来,公司以瑜伽产品为核心,一方面纵向深耕瑜伽服饰细分品类,在原有传统瑜伽服的基础上加大面料的功能性、舒适性、时尚性等领域的研发;另一方面进军休闲运动市场,抓住多轮运动场景消费趋势,横向扩展跑步、综训、高尔夫、游泳、登山、网球、出行、工作等场景所需的男女士运动休闲服饰。为了更有效增加与消费者的粘性,2020 年公司收购了纽约居家健身设备制造公司 MIRROR,将产品应用场景从户外延伸至室内。截至到 2022 年 9 月,公司一共在 17 个国家开设了 600 家线下直营门店,成为瑜伽运动服饰的龙头。

图 1: 公司品牌矩阵



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

纵观公司发展历程,可大致分为三个阶段:

第一阶段 (1998-2006 年): 公司成立于 1998 年,初期公司只是一家小门店,白天用来做设计,晚上用来营业瑜伽房。2000 年,公司在温哥华拥有了第一家实体店并开始全面销售瑜伽服和装备。3 年后,公司开始进入美国市场,从销售瑜伽垫逐步扩展到瑜伽服饰。为了提升竞争力,公司开始将目光投向面料研发,以此构筑产品壁垒。截至 2006 年,公司拥有 41 家自营店和 10 家加盟店,营业收入达到 1.2 亿美元。品牌知名度和顾客社群在北美市场初步建立。

第二阶段 (2007-2017 年): 2007 年公司在纽约纳斯达克上市,随后公司不断打磨丰富品类和开拓市场。品类方面,公司一方面纵向深耕瑜伽裤品类,加强面料研发,提升产品舒适性和时尚性,实现一条瑜伽裤可多场景使用;另一方面抓住多场景运动消费趋势,逐步扩展品类,覆盖不同运动人群。2013 年先后进军少女和男士运动服饰领域,产品种类逐渐完善。市场开拓方面,2007 年公司开始在北美地区快速扩张,直营店从 49 家增长到 2017 年的 297 家,营收从 3.5 亿美元增长到 19 亿美元,复合增速达到 18%。2014 年公司开始扩张海外市场,在伦敦开设第一家店,进入欧洲市场;并在一年后登陆中国市场,开设天猫电商和线下直营店。截止 2017 年年底公司营收到达 23 亿美金,10 年复合增长率为 20.7%,其中美国为公司的主要营收市场,占比达 80%。

第三阶段 (2018-至今年): 2018 年, Calvin McDonald 担任公司新的首席执行官, 并提出三大战略: 产品创新, 全渠道体验, 市场扩张。自 2018 年以来, Lululemon 大力发展中国市场, 平均每年新增 21 家实体店。截止到 2021 年底, Lululemon 在中国市场已有 86 家线下直营店, 成为仅次于美国的第二大消费市场。同时公司继续深耕面料的研发, 截止 2021 年公司一共研发出 9 种面料, 以满足不同运动群体在不同场合的使用。在 2022 年 4 月, Calvin McDonald 发布了下个 5 年计划: 男装业务和数字业务收入增长 1 倍, 国际业务收入增长 2 倍, 有望在 2026 年总收入达到 120 亿美金。

图 2: 公司发展历程


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

营收增长强劲, 盈利能力快速恢复。 从经营业绩来看, 公司营业收入增长强劲, 2016-2021 营收从 23.4 亿美元增长至 62.6 亿美元, 年复合增速达 21.8%。22Q2 公司实现营收 18.7 亿美元, 同比增长 28.8%, 业绩亮眼。从盈利能力看, 公司 2016-2021 年净利润复合增速为 26.7%, 保持快速增长, 其中 Q2 公司实现归母净利润 2.9 亿美元, 同比增长 39.1%; 净利率为 15.5% (+1.2pp), 已经完全赶超疫情前水平。下半年公司将在产品创新、顾客服务、海外市场拓展 3 个方面继续深耕, 预计 2022 年将实现营收 78.7-79.4 亿美元。

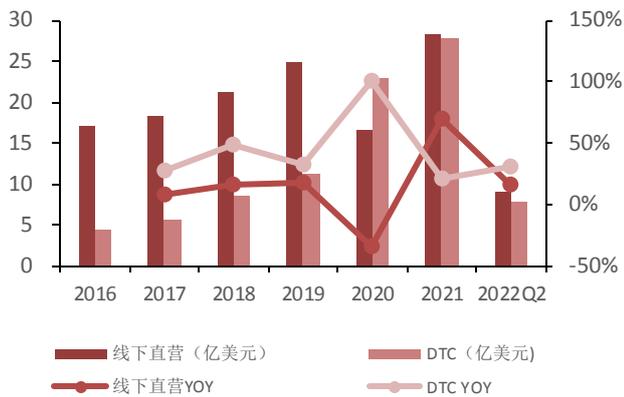
图 3: 2016-2022Q2 年公司营业收入及增速


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

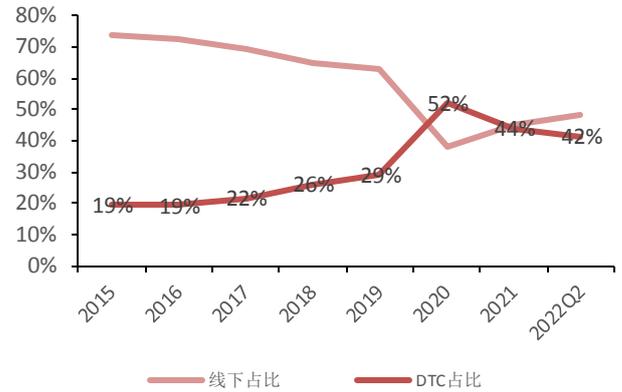
图 4: 2016-2022Q2 年公司归母净利润及利润率


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

线下直营渠道贡献主要收入，DTC 实现快速增长。2022Q2，公司线下直营渠道贡献营收 9 亿美元，同比增长 29.9%，占比达 48.3% (+0.4pp)，主要系北美地区疫情影响趋于尾声，带动线下门店客流量增长超过 30%，及全价产品销售占比的提高。从 2018-2021 年线下直营店营收的复合增速达 9.9%，保持稳定增长。2022Q2，DTC 业务贡献营收 7.8 亿美元，同比增长 29.8%，占比达 41.5%(+0.3pp)，主要受益于客单价和客流量的双提升。2018-2021 年 DTC 复合增速达 47.9%。上半年公司新用户增长了 24%，公司表示经过疫情后有更多的消费者愿意在网上购买，未来公司将持续扩展和优化 DTC 业务，预计该业务仍将保持较快增势。

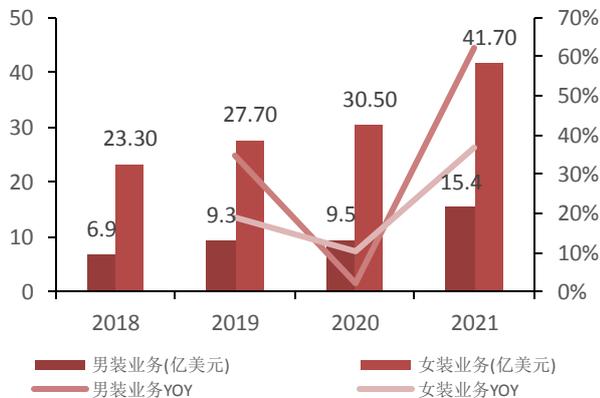
图 5：2016-2022Q2 年公司线下直营和 DTC 营收及增速


数据来源：公司年报，西南证券整理

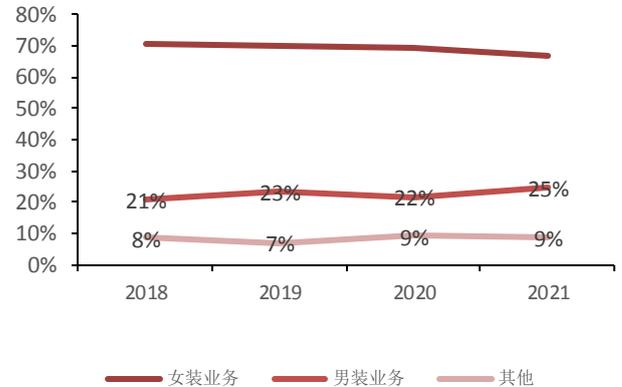
图 6：2016-2022Q2 年公司线下直营和 DTC 营收占比


数据来源：公司年报，西南证券整理

女装业务为核心产品，男装业务快速崛起。从产品结构来看，2018-2021 年女装业务维持稳健增长，3 年复合增速达 21.4%。其中，2021 年女装业务贡献营收 41.7 亿美元，同比增长 36.7%，占比达 67%，为公司核心业务。2017 年公司开始拓展男装业务，以男士 ABC (Anti-Ball Crushing) 系列长裤成功打造爆款，男装业务增势迅猛不断增长，到 2021 年男装业务实现收入 15.4 亿美元 (+62%)，占比为 25% (+3pp)，近 3 年的男装业务收入复合增长达到 30.5%，成为营收重要增长贡献。随着网球、登山、女士运动鞋等运动系列在上半年相继发售，公司有望再创佳绩。

图 7：2016-2022Q2 年公司男装女装业务收入及增速


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 8：2016-2022Q2 年公司男装女装收入占比


数据来源：公司年报，西南证券整理

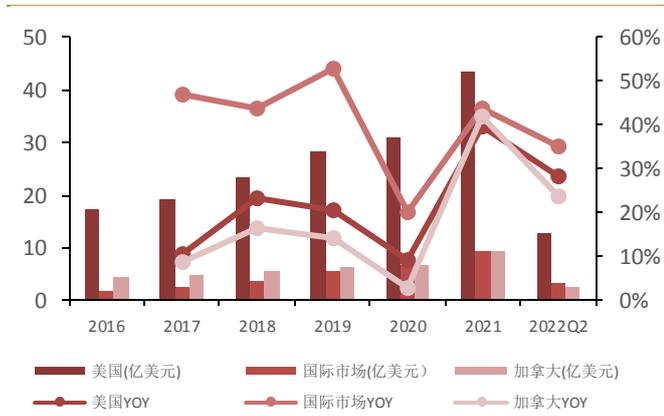
从区域营收来看,美国为主要营收市场,国际市场快速扩张,加拿大市场保持稳定水平。2022Q2 公司来自美国/国际市场/加拿大市场的营收分别为 12.8/3.2/2.7 亿美元,同比增长 28.3%/35.1%/24%, 占比分别为 68%/17%/14%;截至 2022Q2, 公司一共拥有 600 家线下直营店, Q2 单季新增 21 家线下直营店, 开店速度有所加快。公司预计到今年年底一共将新增 75 家线下直营店。

美国市场: 2016-2021 年, 美国市场营收从 17.3 亿美元增长至 43.5 亿美元, 复合增速为 20.3%, 主要得益于 DTC 的快速增长和客单价的提高。从线下直营门店数量来看, 2021 年美国地区一共有 324 家店面, 较 2016 年增加 78 家; 其中, Q2 单季度新增加 7 家线下门店。疫情影响进入尾声, 户外运动的人数快速增加, 下半年美国市场将保持稳定增长, 公司计划到今年年底北美市场将新增 25 家线下实体店。

国际市场: 2016-2021 年, 国际市场营收从 1.7 亿美元增长至 9.5 亿美元, 复合增速达 41%, 占比较 2016 年提升了 9.8pp, 实现了较快提升。其中, 中国为公司重点扩张市场; 尽管上半年中国大部分城市受疫情影响导致很多门店无法营业, 但在 Q2 中国市场快速回弹, 营收同比增长 30%, 近 3 年的复合增速达 70%。截至到 2021 年底, 中国线下直营店数量为 86 家, 较 2016 年增长了 80 家, 店面扩张速度超越美国, 成为公司的第一大海外市场。此外, 2021 年澳大利亚/英国/新西兰分别拥有 31 家/17 家/7 家线下直营店, 澳大利亚是仅次于中国的第二大海外市场。Q2 单季, 公司在亚太/欧洲分别新增 12 家/2 家线下直营店。下半年, 公司将持续扩张国际市场, 公司预计到 2022 年底将在国际市场一共新增 50 家实体店。

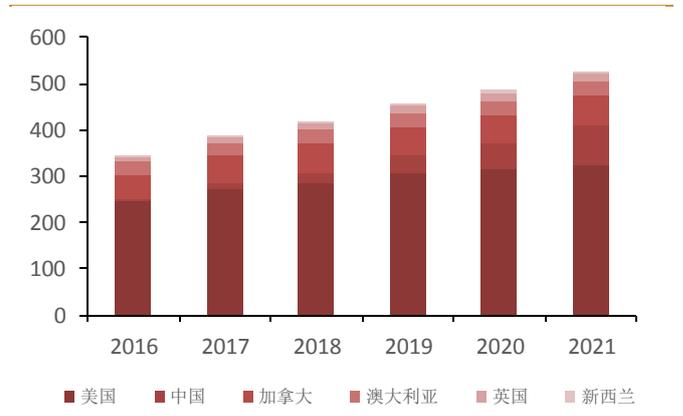
加拿大市场: 2016-2021 年加拿大市场营收复合增速为 16.1%, 占比较 2016 年下降 4.6pp。截至到 2021 年, 加拿大市场一共有 63 家线下直营店, 较 2016 年增长了 12 家店面, 维持稳定水平。

图 9: 2016-2022Q2 年公司各地区营收及增速



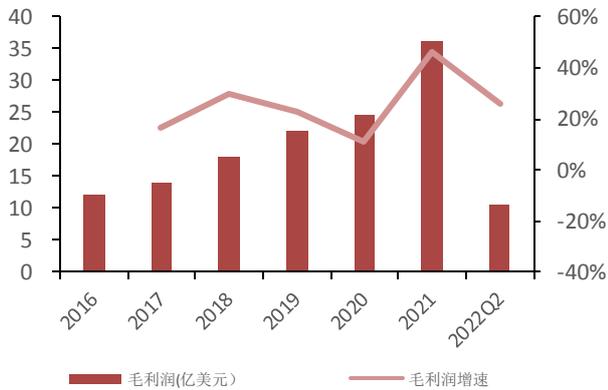
数据来源: 公司财报, 西南证券整理

图 10: 2016-2022Q2 年公司各地区线下直营店数量 (单位: 家)

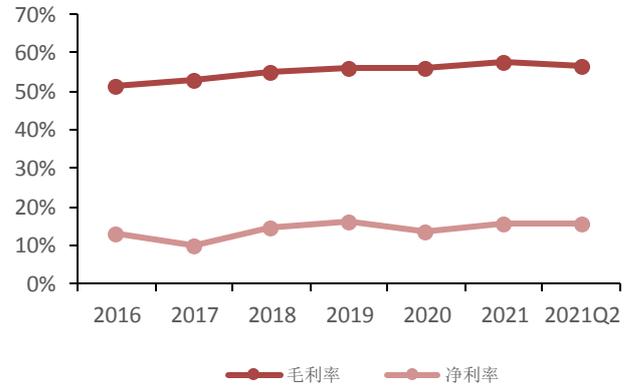


数据来源: 公司财报, 西南证券整理

运输成本增加, 盈利能力有所承压。2022Q2 公司毛利率为 56.5% (-1.6pp), 主要系供应链中断导致空运成本的增加及不利的汇率影响。整体来看, 2016-2021 年毛利率从 51.2% 提升至 57.7%, 增长了 6.6pp, 呈上行趋势, 并已赶超疫情前的水平。

图 11：2016-2022Q2 年公司毛利润/毛利润增速


数据来源：公司财报，西南证券整理

图 12：2016-2022Q2 年公司毛利率/净利率


数据来源：公司财报，西南证券整理

在收入强劲增长下费用投放效率提升，SG&A 费用率回落。从费用端来看，2022Q2 的 SG&A 费用率为 35.4% (-1.9pp)，较 2019Q2 下降 3.7pp；其中随着公司规模扩大，员工工资和社区营销费用，及产品研发费用较去年同期新增了 1.2 亿美元。整体来看，随着公司收入的不断提升，2016-2021 年 SG&A 费用率呈小幅上涨，保持合理水平。

图 13：2016-2022Q2 年公司总费用/总费用增速

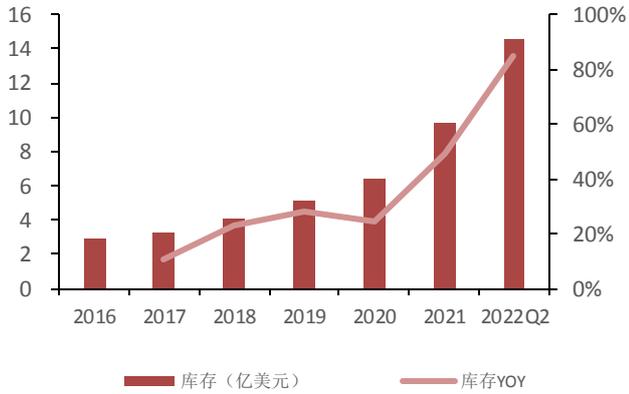

数据来源：公司财报，西南证券整理

图 14：2016-2022Q2 年公司各项费用率


数据来源：公司财报，西南证券整理

供应链中断，导致存货大幅增长。2022Q2 公司存货为 15 亿美元，同比增长 85%；存货数量较去年同期增长了 64%，其中近 2% 的存货在运输中，主要系公司近 70% 的供应商和工厂在东南亚和中国，上半年受疫情影响供应链中断，导致一部分已售出的产品无法及时运输。公司表示剔除正在运输的和无法及时发货的存货，整体库存较前 2 年有很大的改善。公司近 3 年存货数量的复合增长率达 38%，以满足全球各地销售需求，及美国第 4 季度的节假日购物旺季。公司表示会继续监测物流情况，预计在 2023 年有较大的改善。

图 15：2016-2022Q2 公司库存及库存增速



数据来源：公司财报，西南证券整理

图 16：2016-2022Q2 年公司存货周转天数(单位：天)



数据来源：公司财报，西南证券整理

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，若您并非本公司签约客户，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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn