

买入

2023年11月7日

聚焦高增长的细分赛道, 自营+独特营销的运动时尚品牌

- **全球第二大运动品牌:** Lululemon Athletica Inc. 是加拿大知名时尚运动品牌, 由 Chip Wilson 于 1998 年在加拿大温哥华创立, 在瑜伽、健身等运动服饰领域有很高的品牌知名度。2022 年 7 月, Lululemon 以 374 亿美元的市值超过阿迪达斯, 升至全球运动品牌第二位, 仅次于耐克。
- **近年来收入持续增长且快于行业:** 2022 财年, 公司净利润为 8.55 亿美元, 营收同比增长 29.6% 达到 81.1 亿美元, 近 5 年来持续实现两位数增长, 快于行业中的其他公司如 Nike (9.65%), Adidas (6.01%)。其中, 直营收入同比增长 29%, 为 36.5 亿美元; DTC 营收增长 33% 达到 37 亿美元。2023 财年第二季度收入为 22.1 亿美元, 同比增长 18.2%, 净利润为 3.4 亿美元, 同比增长 18%, 略高于市场一致预期。
- **中国市场持续扩张:** 国际市场保持高增速, 同比增长 52%, 其中中国市场同比增长 61%。公司表示非常看好中国市场的增长, 2023 财年计划在国际市场再开 35 家门店, 大部分会开在中国, 计划在中国开到 200 家门店, 目前中国渗透率较低。
- **社群联结筑起品牌护城河:** 公司通过组建品牌大使团队, 以低成本的方式增强社区影响力。公司在全球拥有千余位品牌大使, 这些品牌大使的生活方式振奋人心, 具有线下的口碑和社群影响力, 带来了大量的潜在消费者并创造更高的利润率。
- **男装业务前景可期:** 公司于 2017 年推出 ABC 系列打开了男装市场, 继该系列获得成功后, 公司开始向夹克、衬衫等产品线扩张。FY2022, 男装业务收入占比 24%, 营收同比增长 27%, 为 19.6 亿美元。预计到 2026 年, 营收将超过 40 亿美元。
- **目标价 492 美元, 首次覆盖给予买入评级:** 公司作为行业内极具成长性的公司, 我们看好其稳固的商业模式和业务的高速扩张, 基于 2024 年 35.25 倍的市盈率给出目标价 492 美元, 较当前价格有 20.6% 的上升空间, 首次覆盖给予公司买入评级。
- **风险提示:** 新门店拓展速度低于预期; 行业竞争加剧, 低忠诚度用户存在流失可能; 生产加工环节外包, 存在专利泄露风险; 宏观经济不及预期, 美国居民消费走弱。

金焯

+ 852-25321539

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

王柏俊

+ 852-25321915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	纺织服装
股价	407.95 美元
目标价	492.00 美元 (+20.6%)
股票代码	LULU.O
已发行股本	1.27 亿股
总市值	516.23 亿美元
52 周高/低	286.58 美元/419.86 美元
每股净资产	27.88 美元
主要股东	FMR LLC (14.49%) Blackrock, Inc. (6.00%) THE VANGUARD GROUP INC. (5.76%)

表: 盈利摘要

截止1月31日财政年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万美元)	6,257	8,111	9,573	10,949	12,256
	42%	30%	18%	14%	12%
归母净利润 (百万美元)	975.3	854.8	1,525.0	1,758.7	1,977.3
变动 (%)	65.6%	-12.4%	78.4%	15.3%	12.4%
每股收益(美元)	7.49	6.68	12.10	13.96	15.69
市盈率(基于407.95美元)	54.5	61.1	33.7	29.2	26.0
每股股息(美元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现



资料来源: 彭博

目录

公司简介.....	3
主要从事运动时尚服饰销售的公司.....	3
股权结构和管理团队.....	4
股权结构.....	4
管理团队.....	5
公司发展历程.....	5
全球运动鞋服行业.....	11
全球运动鞋服行业市场规模广阔，女性健身服饰增速大于行业平均情况.....	11
中国运动鞋服行业.....	12
市场规模增长逻辑.....	13
公司亮点.....	16
围绕消费者需求的塑造的强产品力.....	16
社群联结筑起品牌护城河.....	18
引流+KOL 营销策略.....	20
增长驱动.....	21
男装业务前景可期.....	21
全方位客户体验.....	22
门店扩张，特别是中国市场.....	23
品类拓宽.....	24
盈利预测与估值.....	26
重要假设.....	26
盈利预测.....	26
估值.....	27
看好公司未来成长性，目标价 492 美元，买入评级.....	27
风险因素.....	28
主要财务报表.....	29

公司简介

主要从事运动时尚服饰销售的公司

从瑜伽运动服饰这一细分市场切入

Lululemon Athletica Inc. (以下简称 Lululemon) 是加拿大知名时尚运动品牌, 由 Chip Wilson 于 1998 年在加拿大温哥华创立, 被誉为加拿大第一专业运动品牌, 也是 Athleisure (运动和休闲风) 的创造者, 在瑜伽、健身等运动服饰领域有很高的品牌知名度。Lululemon 于 1999 年在温哥华开了第一家门店, 2003 年在美国加州开设门店, 2004 年在澳大利亚墨尔本开设第一家亚太区零售店, 品牌自此开始走向全球。2013 年, Lululemon 正式进军中国市场, 于 2014 年在香港 IFC 开设第一家零售店, 并于 2016 年在上海、北京开出门店。美国、加拿大、澳大利亚和中国是 Lululemon 的主要市场, 贡献了 90% 的收入。截至 2022 财年年底, Lululemon 在全球范围内共有 655 家门店, 其中有 99 家门店位于中国大陆地区。

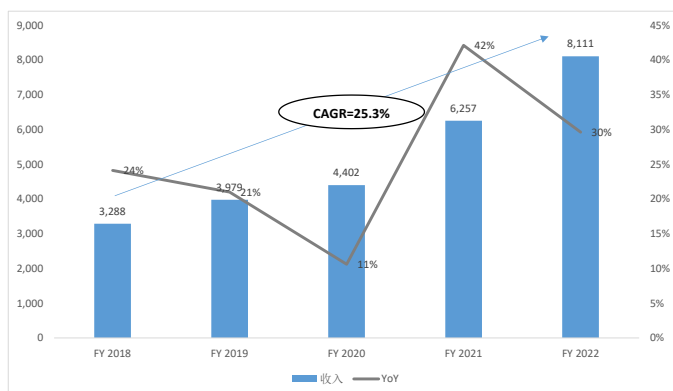
全球第二大运动品牌

公司产品由最初的女性瑜伽裤和其他瑜伽服饰扩展至运动服、休闲服装、配饰及个人护理物品。Lululemon 的营业收入一直持续增长, 2022 年 7 月, Lululemon 以 374 亿美元的市值超过阿迪达斯, 升至全球运动品牌第二位, 仅次于耐克。

近年来收入持续增长

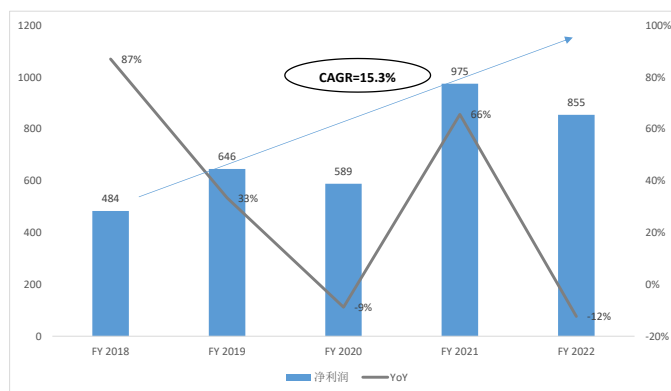
2022 财年, Lululemon 净利润为 8.55 亿美元, 营收同比增长 29.6% 达到 81.1 亿美元, 近 5 年来持续实现两位数增长。其中, 直营收入同比增长 29%, 为 36.5 亿美元; DTC 营收增长 33% 达到 37 亿美元。

图表 1: FY2018~2022 公司收入 (百万美元) 及增速



资料来源: 公司资料, 第一上海

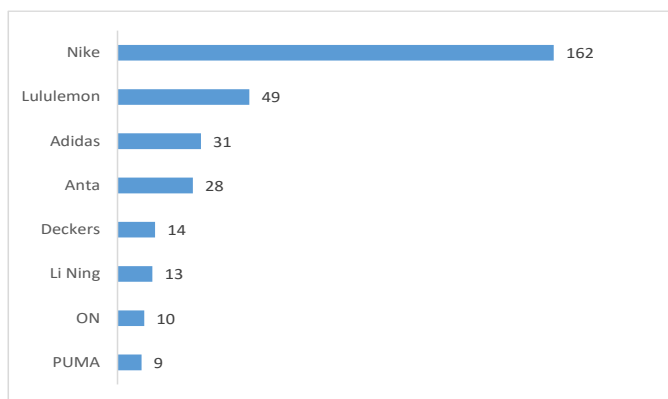
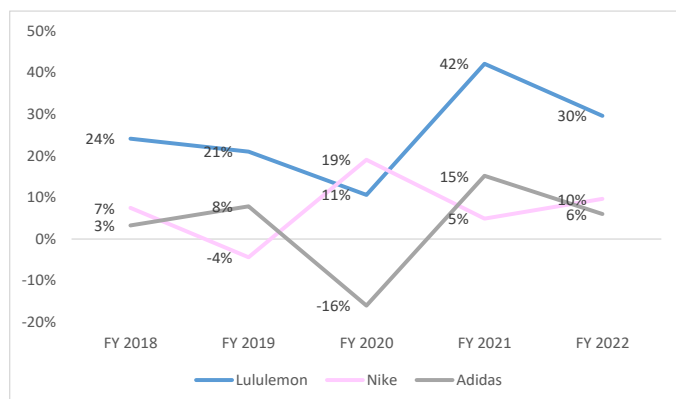
图表 2: FY2018~2022 公司净利润 (百万美元) 及增速



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 3: FY2018~2022 公司收入整体增速高于 Nike 和 Adidas

图表 4: 全球运动鞋服上市公司市值排行（十亿美元）



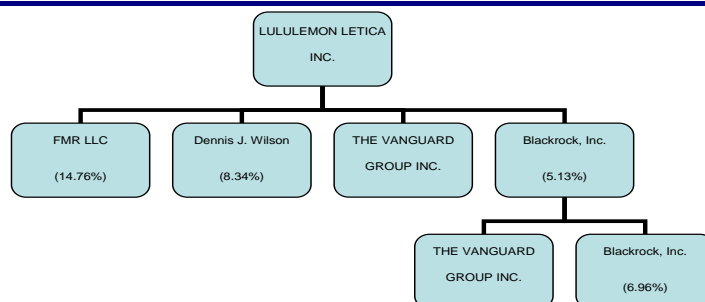
资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公开资料，第一上海整理

股权结构和管理团队

股权结构

图表 5: 股权结构



资料来源：公司资料，第一上海

公司股权结构稳定，80%以上为机构投资者。创始人 Chip Wilson 虽于 2015 年离开董事会，但依然为个人投资者里最大的股东。

图表 6: 前五大机构投资者和个人投资者

排名	股东名称	持股比例
1	FMR LLC	14.76%
2	Dennis J. Wilson	8.34%
3	THE VANGUARD GROUP INC.	6.25%
4	Blackrock, Inc.	5.13%
5	Blackrock, Inc.	0.36%

资料来源：公司资料，第一上海

管理团队



奠定品牌基调，确定核心商业模式
提出直营模式，超前的战略眼光

创始人：Chip Wilson



- ✓ 推崇“热汗生活方式”
- ✓ 确定“功能性时尚品牌”定位
- ✓ 推行独有的直营模式
- ✓ 开创社群、达人营销模式
- 长期的运动爱好者：受父母运动员身份影响，喜好滑雪、铁人三项、瑜伽等多项运动
- 专注的面料创新者：从小接触缝纫，充分了解面料，专注功能性面料创新
- 敏锐的需求洞察者：挖掘用户潜在需求，重视市场反馈
- 坚定的特立独行者：推崇健康生活方式，坚持只服务价值主张相似的用户
- 狂热的连续创业者：聚焦运动服饰，曾创办滑雪服饰品牌 Westbeach

看重增长，加速Lululemon 扩张

现任 CEO：Calvin McDonald



- ✓ 扩充产品线
- ✓ 加速线上、海外市场扩张
- 经验丰富的零售业经理人：曾从事零售行业管理工作 20 余年
- 高度认同品牌文化：痴迷运动、健身，热爱马拉松，认同 lululemon “热汗生活”哲学
- 聚焦用户，创新驱动：以消费者为核心，重视产品创新研发与科技含量
- 看重长期增长：曾作为 CEO 推动丝芙兰（高端美妆零售商）品类升级、数字化转型，带领公司高速增长

资料来源：公司资料，第一上海

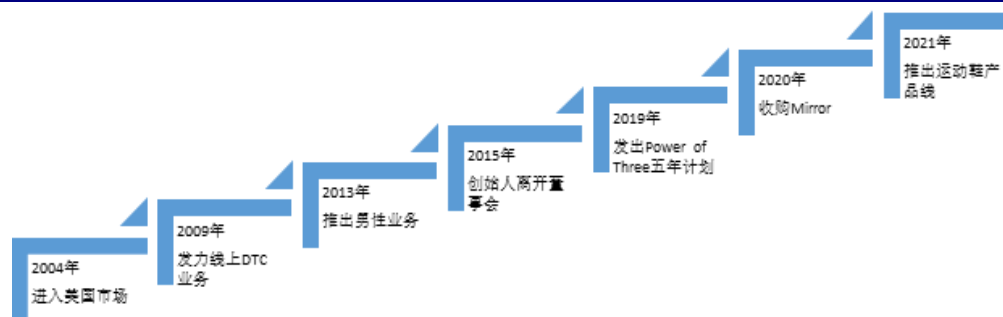
公司发展历程

创始人在创立Lululemon之前曾有创立经营运动服装经验

Lululemon 的创始人是 Dennis J. Wilson，通常称 Chip Wilson，于 1955 年出生于美国加利福尼亚州，毕业于加拿大卡尔加里大学，获文学学士学位以及经济学硕士学位。1979 年，Chip Wilson 创立了一家名为 Westbeach Company 的服装零售公司，该公司专卖冲浪、滑板、滑雪服饰及装备，公司持续经营了 18 年。1998 年，瑜伽开始在欧美流行，Wilson 所住的加拿大温哥华是那个年代新潮流运动的发源地，聚集了一批运动爱好者。当 Wilson 看到瑜伽班的人数在一个月内从 6 个人激增到 30 个人的时候，他预测瑜伽将会成为一股新的运动社交风潮。Wilson 发现，瑜伽班上同学所穿着的服饰并不舒适，那个时候的人们穿着舞蹈服练习瑜伽，舞蹈服的剪裁过于轻薄，且无法兼顾贴身、排汗的效果。他意识到女性消费者对于运动服饰的实用性、舒适度以及时尚度等方面的需求没有被很好地满足。想要解决这些问题必须在面料、工艺、设计上下功夫，Wilson 想要打造完美的女性运动服。此刻的瑜伽服饰市场还是一片空白，在看到瑜伽市场的机遇后，Wilson 便创立了 LululemonAthletica Inc.。

创始人有敏锐的市场/消费者洞察力

图表 7: Lululemon 历史发展历程



资料来源：公司资料，第一上海

第一阶段：创立新品类，占领空白市场

1998-2006 年（初创萌芽期）

创立初期，Lululemon 聚焦瑜伽运动，成为功能性瑜伽裤的先驱。1999 年 1 月，Lululemon 于加拿大温哥华开设第一家门店。2003 年进入美国市场，在加州的 Santa Monica 开设了美国第一家门店。

在萌芽期，Wilson 及团队以焦点小组的形式进行早期决策，包括公司的名称、logo 的决定。公司定位于运动休闲领域，通过创始人的对于女性消费者的洞察，目标群体是新一代的 Super Girls，产品以高科技功能性导向。同时，Chip 通过与瑜伽教练合作建立了如今社群营销的雏形。另外，Lululemon 早期就坚定了垂直零售模式的决心。Chip 参与终端门店的设计，店内陈设呈功能性布局，整合了店内瑜伽、销售区和裁剪设计区。截至 2006 财年年底，Lululemon 拥有 41 家自营门店和 10 家加盟店。2007 年 7 月，Lululemon 成功上市，此时的市值为 47 亿美元。

图表 8: Super Girls 画像



资料来源：公开资料，第一上海整理

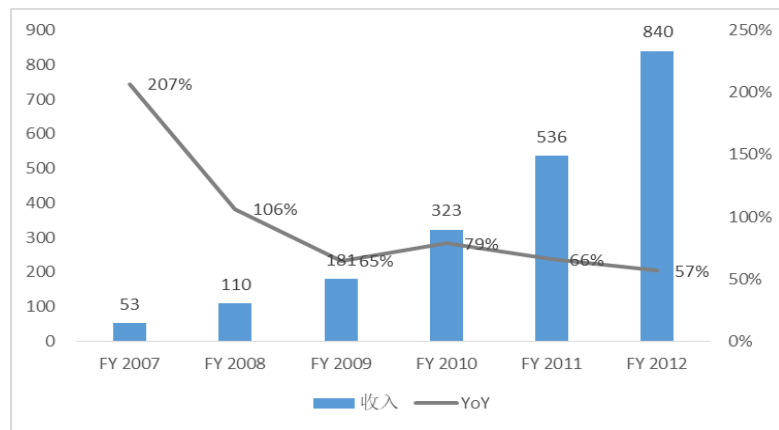
第二阶段：直营+社群营销，流量私域化，深耕北美市场

2007-2012 年（快速扩张期）

Lululemon 在 2007 年上市以后便开始迅速拓展市场。公司开始将经营重心由加拿大开始向美国转移。2007 年至 2012 年期间，美国净增 97 家门店，美国市场的营收占比由 20%提升至 61%。由于美国市场的优异表现，公司这几年的营收 CAGR 达到了 38%（美国市场 CAGR74%）。2009 年，Lululemon 利用电子商务网站开启 DTC 业务，此后的两年为 Lululemon 发展的黄金时期。2010 年，Lululemon 收缩加盟店规模，将澳大利亚门店转为直营门店，并通过展厅形式继续进入澳大利亚新的城市。截至 2012 财年年底，公司在全球范围内已拥有 211 家门店，其中美国 135 家，加拿大 51 家。

图表 9: Lululemon FY2007~2012 美国营收（百万美元）

美国地区营收持续增长，表现优异

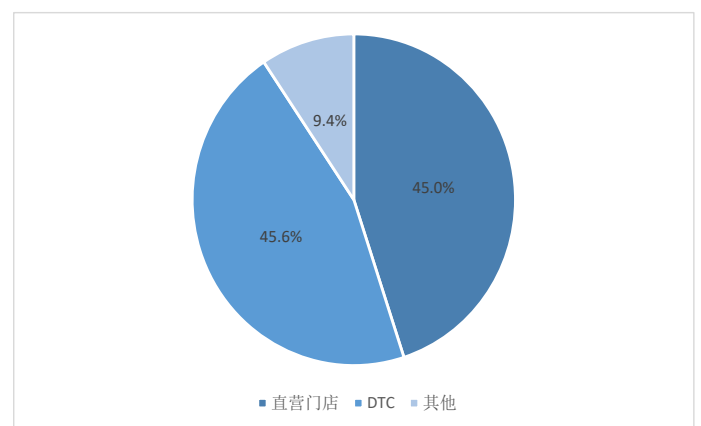
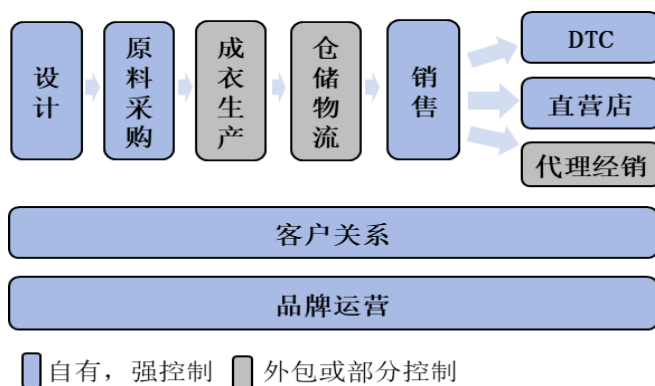


资料来源：公司资料，第一上海

2008 年的金融危机其实对于 Lululemon 来说是一件好事，因为被迫停止成长而开始重新打下了为后来更长远的成长的夯实基础。库存过剩的问题让 Wilson 选择了发展电商，如今证明选择 DTC 渠道是非常正确的举措。

图表 10: 销售渠道以直营门店与 DTC 为主要渠道

图表 11: FY2022 收入的渠道占比



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

第三阶段：品控出现问题，管理层动荡

2013-2017 年（波动调整期）

2013 年发生的 Luon 事件造成了 6700 万美元的直接经济损失；2015 年女装帽衣颈部弹力绳的问题造成了产品大规模召回事件，库存积压。

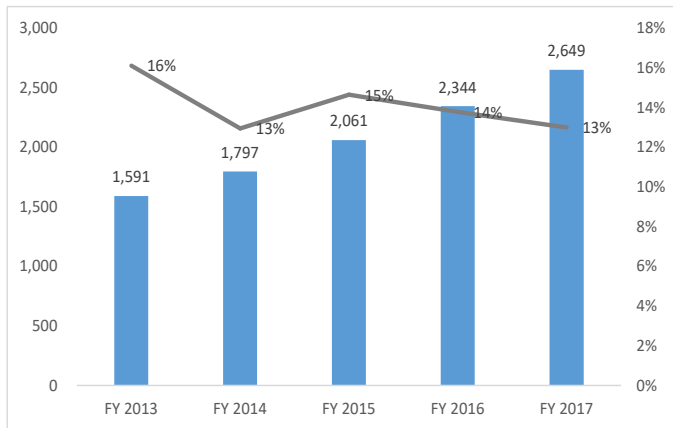
多重不利因素的影响下，市值大幅度缩水

2013 年，公司首席产品官以及首席执行官由于产品质量的问题相继离开工地，继任 CEO 也于 2018 年离职。2014 年，创始人 Chip Wilson 由于针对产品召回事件发表了不当言论，导致其于同年卸任董事长职位，并于次年正式辞职。

营收增速放缓

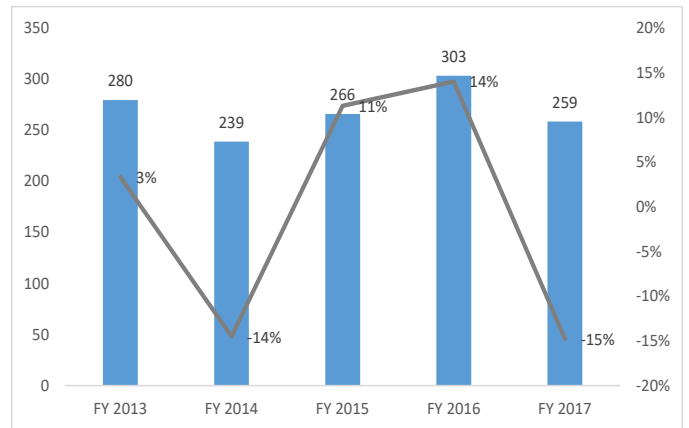
公司 FY2013~2017 年间营收增速明显放缓，叠加上子品牌 Lvivva 门店的关闭，期间净利润同比有所下滑。2017 年净利润同比下降了 15%。

图表 12:FY2013~2017 公司收入（百万美元）及增速



资料来源：公司资料，第一上海

图表 13:FY2013~2017 公司净利润（百万美元）及增速



资料来源：公司资料，第一上海

第四阶段：专注创新，提高核心竞争力

2018-至今（发展期）

2018 年，曾任丝芙兰 CEO 的 Calvin McDonald 被任命为 Lululemon 的首席执行官。在他的带领下，公司于 2019 年明确了“Power of Three Growth Strategy”五年发展战略，将产品创新放在第一位：维持在女性和瑜伽市场的地位，在跑步、办公、旅行、男装 等新品类扩张，持续做产品联名合作，扩充新的业务机会。

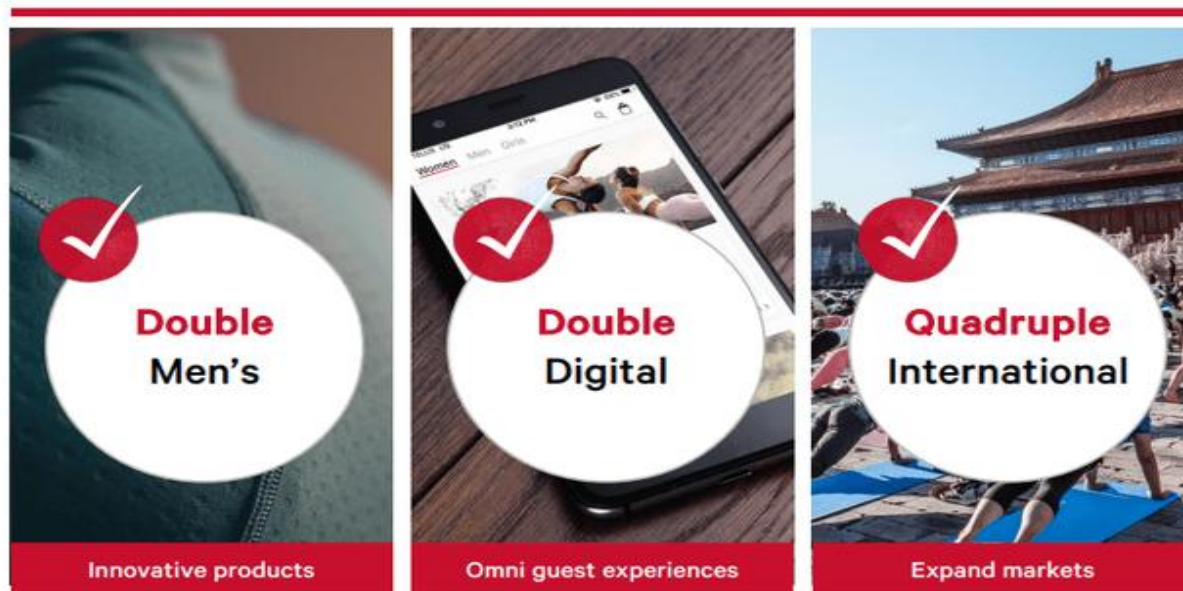
Powerofthree X2 主要目标

2021 年，公司基于多项目标的提前完成，再次提出了新的五年增长战略，计划到 2026 年，其男装及电子商务营收规模翻两番，国际市场翻四番；总营业收入较 2021 年翻一番，达到 125 亿美元。

2021 年至 2026 年净收入的年化复合增长率达到 15%。增长动力主要依赖女性业务，门店渠道和北美市场。其中门店渠道预计可实现两位数增长。

图表 14:新五年战略规划目标：男装市场、电子商务市场营收翻倍，国际市场翻四倍

The Power of Three



资料来源：公司资料，第一上海

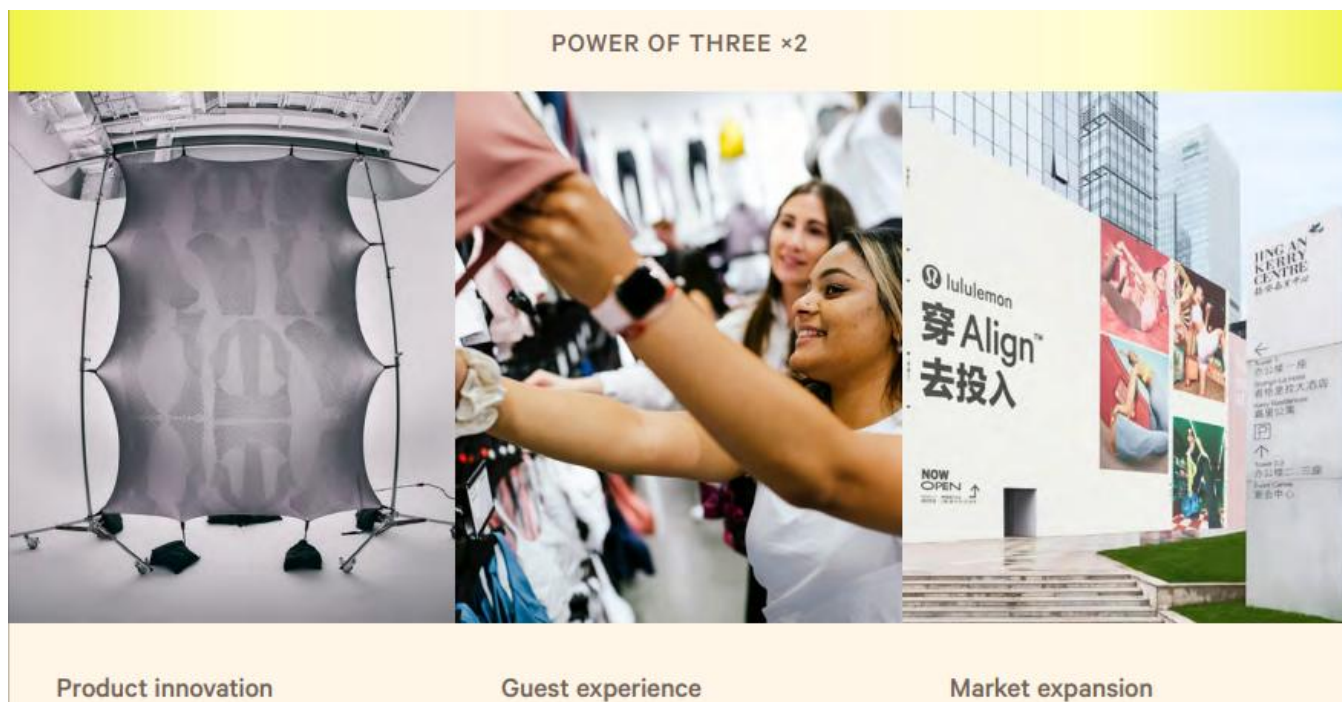
三大策略支柱：产品创新、全方位顾客体验、市场扩张

产品创新：到 2026 年男性业务翻倍增长，继续扩大女性和配饰业务。同时，Lululemon 还将基于 Science of Feel 设计理念，拓展网球、高尔夫、徒步、鞋类等产品鞋。

全方位顾客体验：打造一流用户体验，加强全渠道用户连接和社区建设。4 月 22 日，Lululemon 将在美国全面推出以旧换新和转售平台 Like New。同时，计划在 2022 年推出全新两级会员计划，率先在业内创造沉浸式体验。

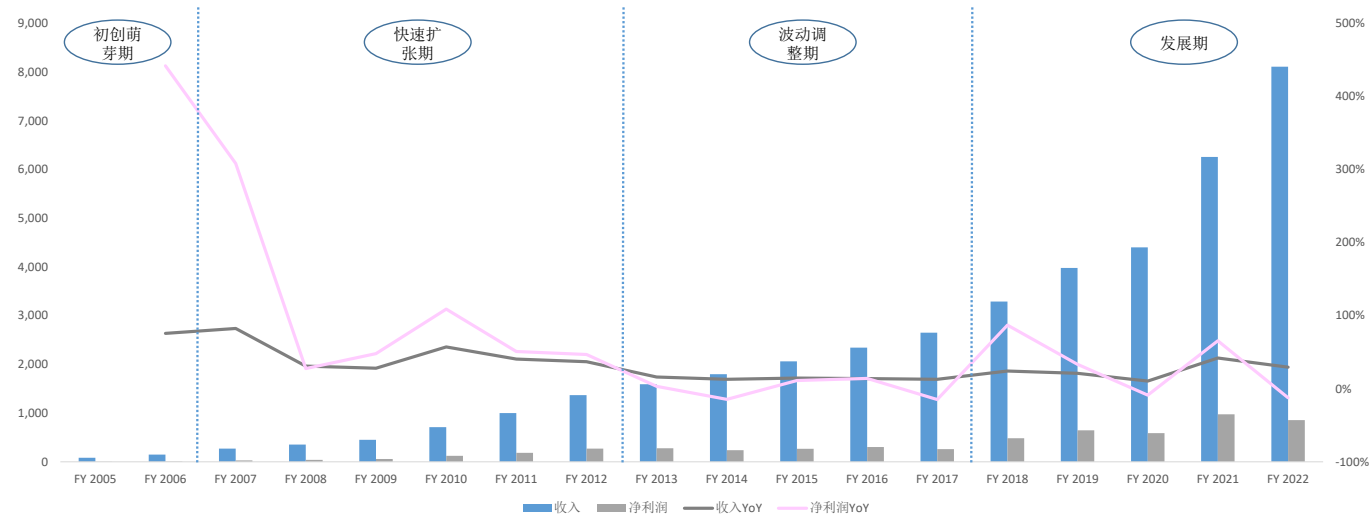
市场扩张：专注核心市场和开拓新市场。计划吸引更多中国大陆消费者，并在亚太和欧洲地区拓展新的国家。Lululemon 还计划在西班牙和意大利开设首家门店。

图表 15:新五年战略计划围绕产品创新、全方位顾客体验、市场扩张展开



资料来源：公司资料，第一上海

图表 16: 2005 年—2022 年营收利润及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

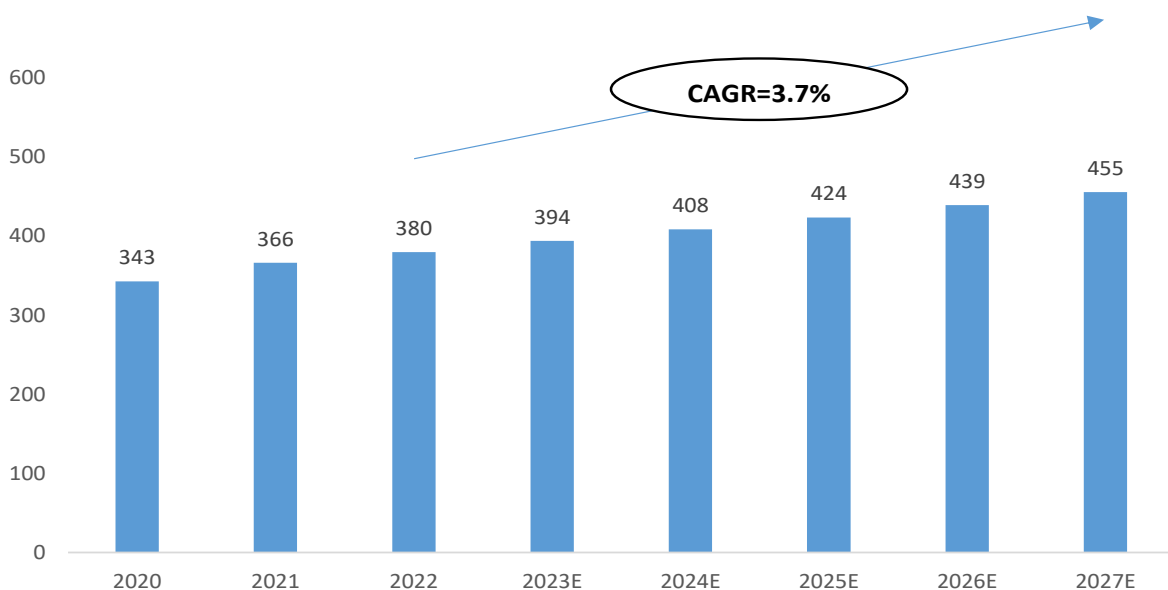
全球运动鞋服行业

全球运动鞋服行业市场规模广阔，女性健身服饰增速大于行业平均情况

女性健身服饰 CAGR=5.3%/8.4%，均大于行业平均 CAGR=3.7%

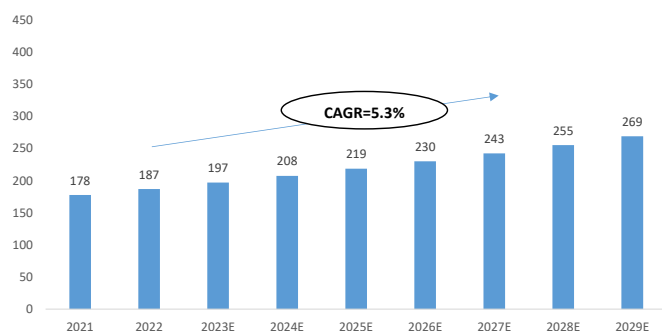
根据艾媒咨询数据，预计 2027 年全球运动服市场规模可达 4550 亿美元，其中女性服饰健身服市场规模占比 53%，达 2430 亿美元，瑜伽服市场规模占比 81%，达 3680 亿美元。未来五年，全球女性服饰健身服市场和瑜伽服市场分别以 CAGR=5.3%和 8.4%的速度增长，均高于全球运动服市场的 CAGR=3.7%。

图表 17：2020 年至 2027 年全球运动服市场规模（十亿美元）



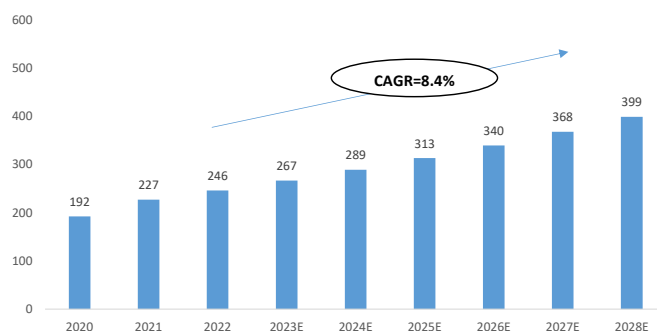
资料来源：艾媒咨询，第一上海

图表 18：2021 年至 2029 年全球女性健身服市场规模（十亿美元）



资料来源：艾媒咨询，第一上海

图表 19：2020 年至 2028 年全球瑜伽服市场规模（十亿美元）

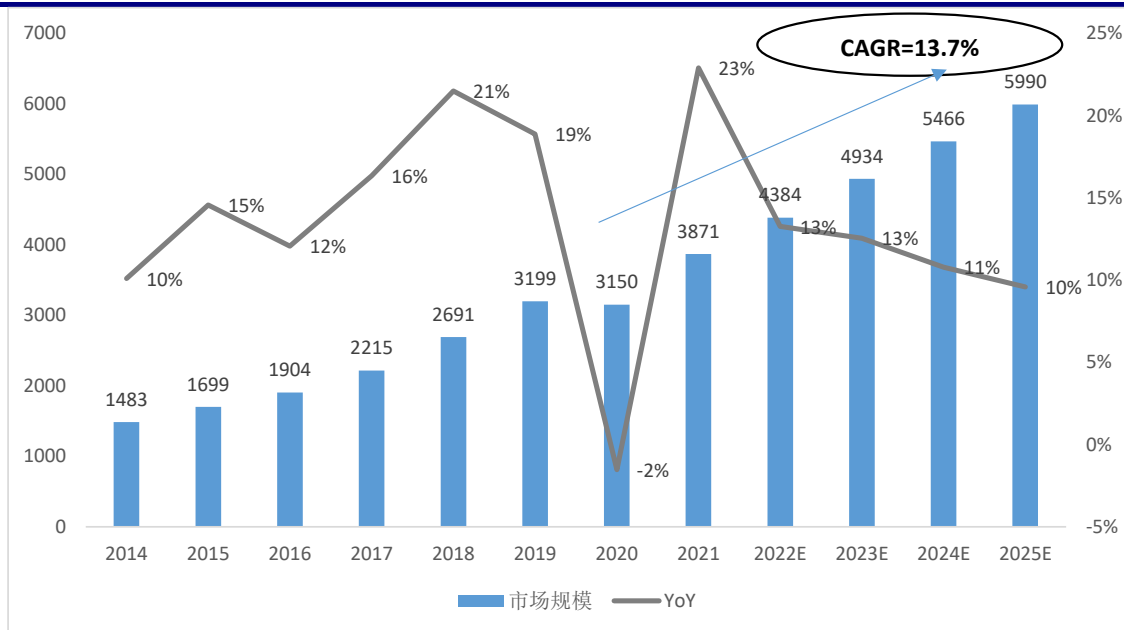


资料来源：艾媒咨询，第一上海

中国运动鞋服行业

得益于消费者们健康意识的提升以及国家政策对于运动户外行业的扶持推动，运动爱好人群不断扩大，中国运动鞋服行业快速发展。根据共研网的数据，2021 年中国运动鞋服的零售规模达到 3871 亿元，同比增长 22.89%。中国运动鞋服市场的增长速度始终高于中国整体服饰的市场增速，预计 2020 年至 2025 年以 CAGR=13.7% 的速度增长，2025 年规模将达到 5990 亿元。

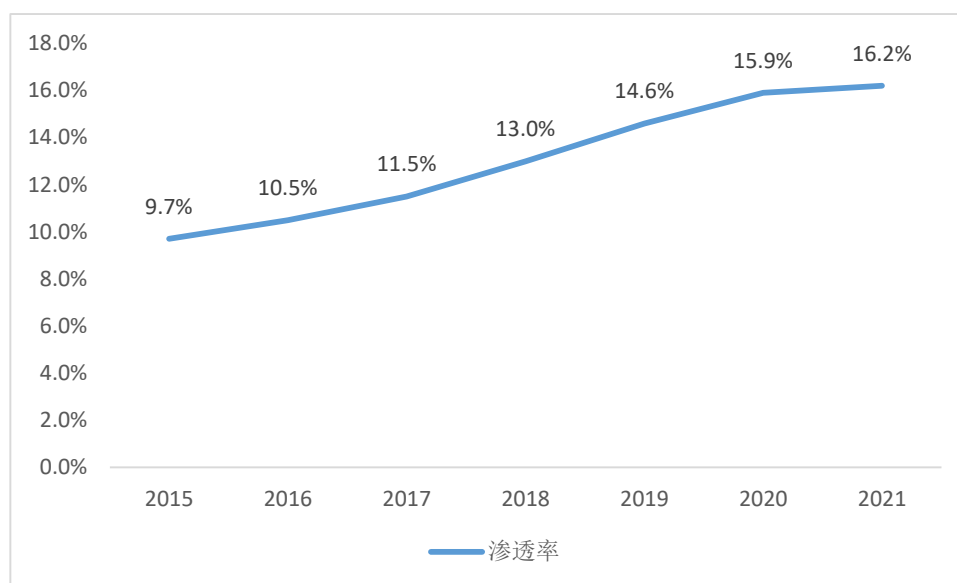
图表 20:2014 年至 2022 年中国运动鞋服市场规模（亿元）



资料来源：共研网，第一上海

根据华经情报网数据，中国运动鞋服市场渗透率持续增长，从 2015 年的 9.7% 增长至 2021 年的 16.2%。未来，中国运动鞋服市场仍有较大的成长空间。

图表 21: 2015 年至 2021 年中国运动鞋服市场渗透率 (%)

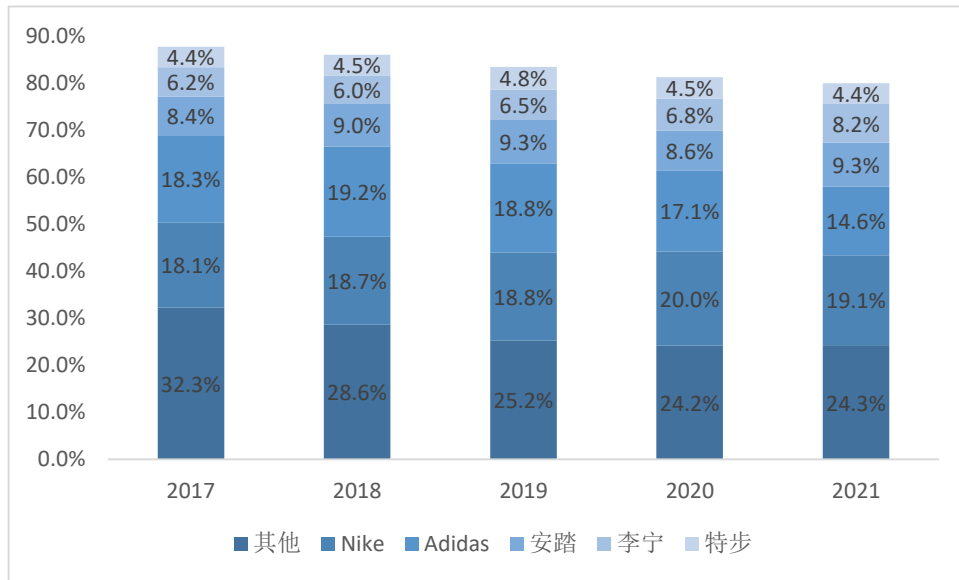


资料来源：华经情报网，第一上海

运动鞋服行业集中度
高

从行业集中度来看，2021 年 CR5 占比 58.1%，其中 Nike 和 Adidas 占比 33.7%，国产品牌安踏、李宁和特步占比 21.9%。

图表 22: 2017 年至 2021 年中国运动鞋服市场各品牌市场分额



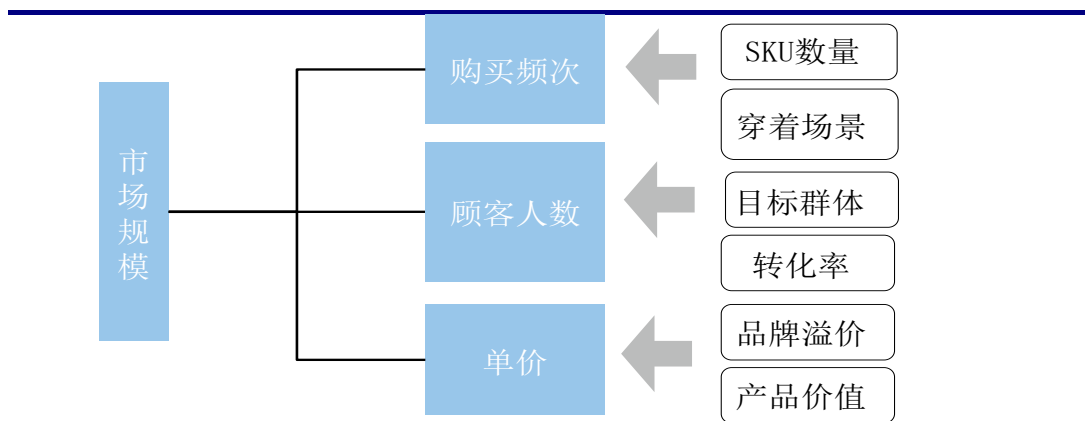
资料来源：华经情报网，第一上海

市场规模增长逻辑

市场主要受到需求端目标群体扩大、人均支付能力及支付意愿提升的驱动

市场主要受到需求端目标群体扩大、人均支付能力及支付意愿提升驱动

图表 23: 市场规模增长逻辑



资料来源：公共资料整理，第一上海

图表 24: 市场规模增长驱动因素

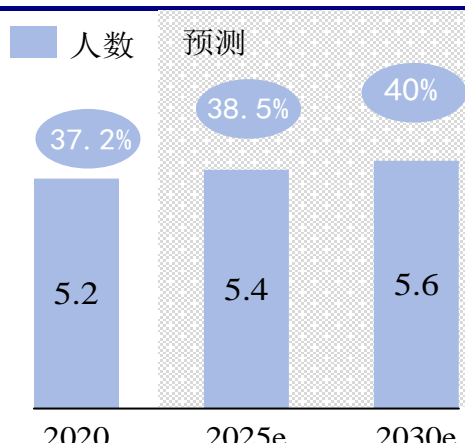
面料科技发展	细分市场差异化需求	供给因素
产品时尚度提升	服饰潮流变化	
消费者教育	政策支持	需求因素
渠道拓展	人均运动支出增长	
品牌运营投入增加	健身人群增长	

资料来源：公共资料整理，第一上海

目标群体扩大

体育锻炼人数增加与运动时尚潮流并行，购买人群扩大。

图表 25: 中国常参加体育锻炼人数（亿）及占比



资料来源：国务院，国家体育总局

体育锻炼人数增加与运动时尚潮流并行，购买人群扩大

时尚运动潮流热度居高不下，近五年来热度一直维持在 50 以上。

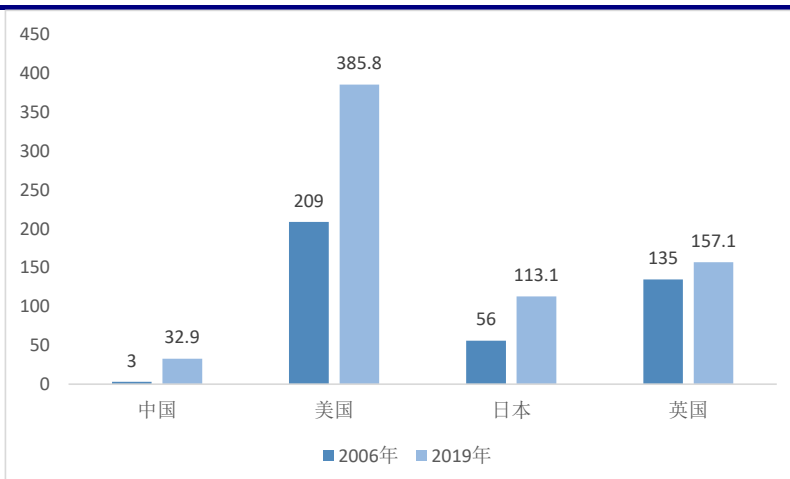
图表 26: “Athleisure” Google 搜索趋势



资料来源：Google Trend

消费者支付能力及意愿提升

图表 27: 各国人均体育服饰支出 (美元)



资料来源: 前瞻产业研究院

产业链

各环节集中度提升

品牌运营与制造分离加速: 品牌方降低自产比例, 重品牌建设与运营, 外包代工比例上升。

下游销售渠道直营占比增加: 受利润、CRM 需求及电商发展驱动, 品牌精简经销商, 提升直营店及 DTC 销售模式占比。

图表 28: 整体产业链现状



资料来源: 网络资料整理, 第一上海

品牌毛品牌构建壁垒深, 毛利率高于其他环节, 具备最强溢价能力。未来品牌运营与制造分离加速、下游渠道直营占比增加, 品牌方盈利能力有望继续提升。

公司亮点

围绕消费者需求的塑造的强产品力

产品涉及各种运动以及生活休闲场景

Lululemon 的产品除了瑜伽服和其他瑜伽服饰以外，还涉及跑步、登山、游泳、高尔夫、网球、工作休闲等场景；除了提供女士适合各种场景的运动服饰外，也专门为男士设计了适合他们的运动服。

此外，公司产品还包括配饰及个人护理物品。

图表 29：产品矩阵

瑜伽	跑步	综合训练
登山	游泳	高尔夫
工作休闲	网球	健身 Mirror

女士



男士



资料来源：公司资料，第一上海

坚持研发，追求科技性与专业性

Lululemon 始终坚持功能性与时尚性结合的产品定位，做面料与剪裁创新，确保服装专业性，雇佣有健身习惯并具有时尚审美的设计师，打造产品时尚感，扩大潜在用户群体，并推动价格与用户复购。

1998 年，公司核心面料 Luon 问世。该面料主打高弹力、高透气性、绵软舒适。据了解，该面料由 86%尼龙和 14%莱卡组成，解决了瑜伽裤透明性问题；通过裆部无缝剪裁及菱形内衬设计，解决了当时瑜伽裤存在的隐私部位遮蔽性问题“骆驼蹄” (Camel Toe)，使得 Lululemon 产品能应用于户外场景。

Lululemon 并不运营任何制造设施，而是从第三方供应商采购面料、外包制造。主要通过和面料供应商合作开发专有面料，包括主打速干的 Everlux、主打柔软的 Nulu 及 Nulux 等。

公司所生产的面料通过协议和商业机密保护，技术先进的独家面料保证了产品的市场竞争力。美国专利局记录显示，迄今 Lululemon 申请的专利中绝大部分是工艺设计专利，包括动态性能的胸衣布料编织方法、带有储物袋的胸衣设计、保暖并提供透气性的冬季衣物制造方法等。

目前 Lululemon 已经有 9 种面料技术，各自有其核心功能与特征，以及代表性的热销产品。

图表 30：创新面料案例

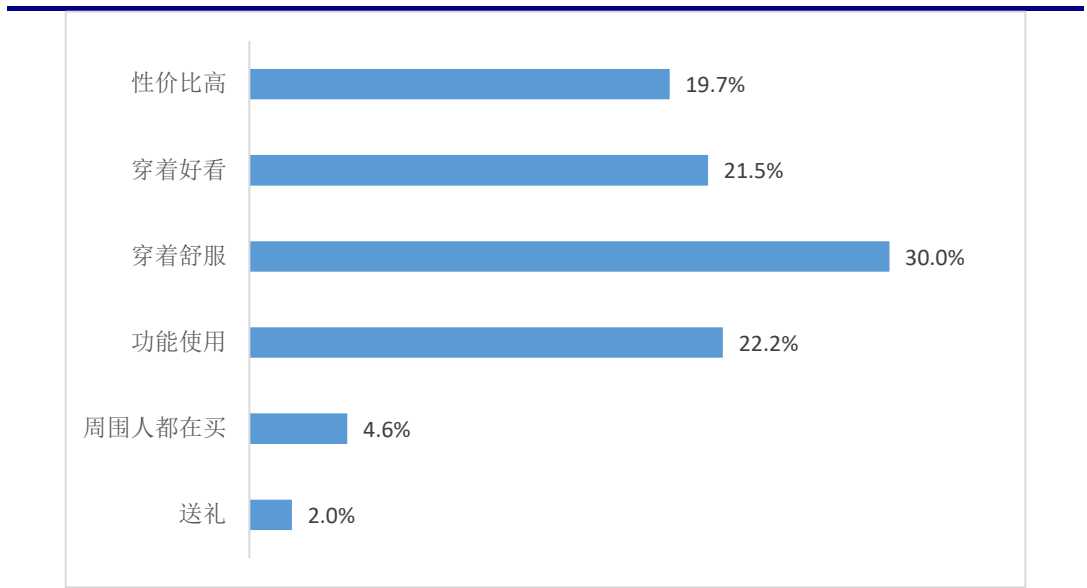
面料	特征	热销产品系列
Everlux™	独特双面针织面料，NEXT-LEVEL 吸湿速干，轻巧，覆盖率高，超级弹力，适用于对透气性要求高的场合	Wunder Train 系列
Luon®	核心面料，高弹力、透气、舒适。有多款衍生面料，适用于酷热或温暖环境	Wunder Under 系列
Luxtreme®	速干、强支撑性、高贴合度、宛如二层皮肤，适合中高强度的运动环境。	Wunder Under 系列
Nulu™	亲肤裸感，如黄油般的柔软感，轻盈，排汗，多场景适用	Align 系列
Nulux™	柔软光滑，快干，轻、塑形效果好	Fast and Free 系列
Swift	轻薄强韧、防水排汗透气。衍生面料包括 Swift Ultra 和 Swift Ultra Light	Wanderer 系列
Rulu™	柔软、吸湿排汗、适用于寒冷环境下出汗的运动场景	Ready To Rulu 系列
Silverescent®	抗菌防臭，采用 X-STATIC®科技	Swiftly 系列
Warnstreme	柔软塑形、弹力大、强延展性，耐摩擦	ABC 系列

资料来源：公司资料，第一上海

提供优质产品与服务，
获得高客单价

Lululemon 的消费群体定位于新型中产女性，她们对于价格敏感度不高，更在意于品质，包括面料功能性和时尚设计，所以她们对产品有着极高的要求。根据 Lululemon 的用户调研统计数据发现，用户购买 Lululemon 产品的 Top 3 原因分别是“穿着舒适”（89.3%），功能适用（66%），穿着好看（63.9%），性价比反而退居第 4。

图表 31：用户选择 Lululemon 产品的原因



资料来源：增长黑盒，第一上海

图表 32：产品案例

功能性：贴身服饰的面料与剪裁适合运动场景

舒适性：面料柔软透气、高弹力、吸汗；剪裁缝隙特别，对皮肤摩擦少

时尚性：设计时尚，符合潮流，上身修饰身材

兼顾产品设计感与美学细节，引领运动休闲风



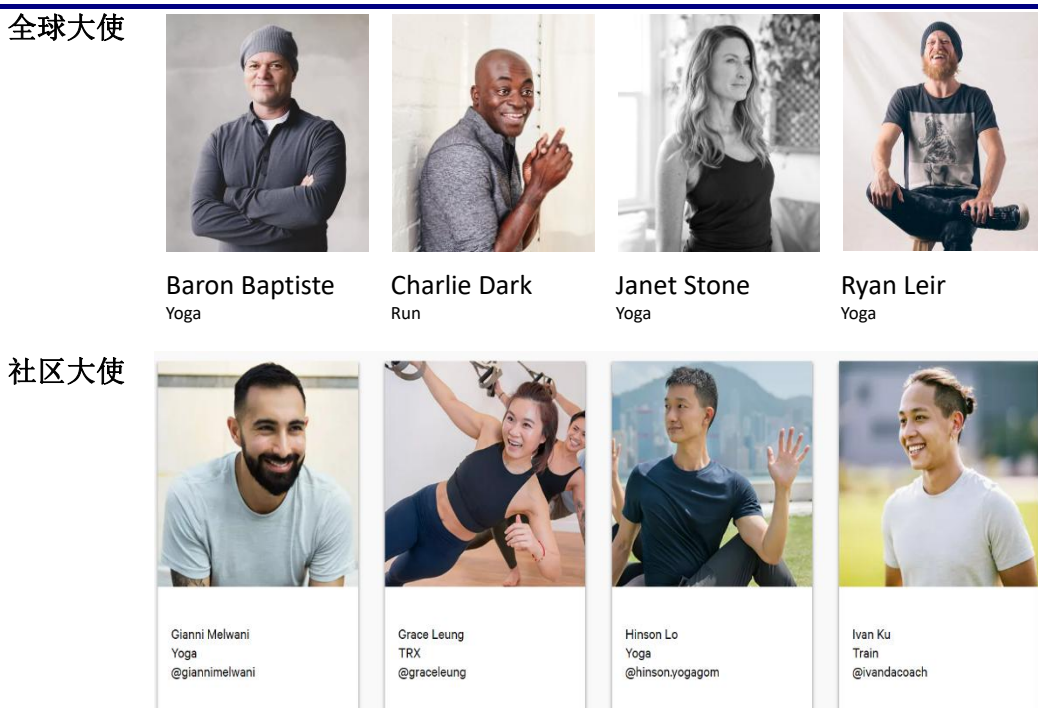
资料来源：公司资料，第一上海

社群联结筑起品牌护城河

Lululemon 通过组建品牌大使团队，以低成本的方式增强社区影响力。与服装行业传统的投放广告、邀请明星代言的营销方式不同，公司在全球拥有千余位品牌大使，包括全球大使与社区大使。全球大使通常由名人运动员或顶级瑜伽大师组成，而社区大使通常由当地的 KOL 或体育教练组成。

这些品牌大使大多是运动员、瑜伽教练、培训师、音乐家等，他们的生活方式振奋人心，具有线下的口碑和社群影响力，为公司带来了大量的潜在消费者。通过品牌大使的人脉和社交圈子，Lululemon 找到了一个极为低成本和高效的影响力渠道。

图表 33: 品牌大使



资料来源: 公司资料, 第一上海

社区的建立方面, 形象大使为门店设计以及打造社区的方式提供信息和意见。

活动方面, 形象大使在线上、线下门店及的社区中开展活动并授课。

产品方面, 形象大使代表消费者为公司提供重要的反馈, 并就产品系列进行合作。

公司基于店铺开展社群活动, 包含店内和店外两种形式。社群活动会邀请品牌大使进行分享, 但不局限于品牌大使。此外也会在户外发起大型品牌活动。在不同的国家会有不同的主题活动。

这些活动的目的是为了宣扬健康运动生活的理念, 不以“带货”为目的。

图表 34: 通过品牌大使影响力定位消费者, 社区活动推行品牌理念



资料来源: 公司资料, Runwise 咨询, 第一上海

图表 35: Lululemon 活动



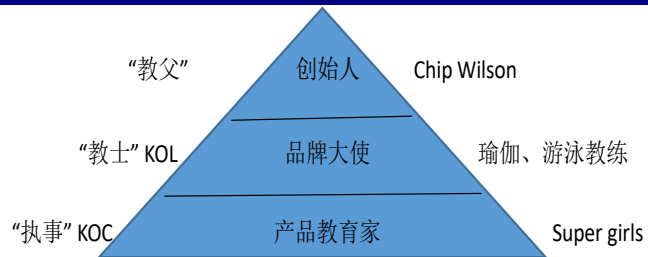
资料来源：公司资料，第一上海

引流+KOL 营销策略

Lululemon 经常在其零售店内举办免费的瑜伽和健身课程，以建立和维持与客户的紧密联系。通过大使，瑜伽教练，店员教育，社群活动等方式和客户建立紧密的连结。

通过大使，瑜伽教练，店员教育，社群活动等方式和客户建立紧密的连结。

图表 36: 早期 Lululemon 声量渗透模式

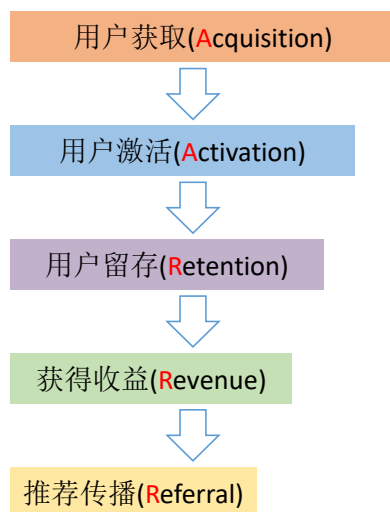


资料来源：增长黑盒，第一上海

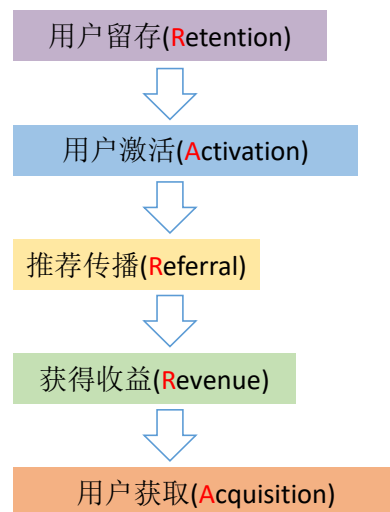
Lululemon 的营销玩法与市面上大部分企业的营销思路正好相反。大部分的增长模型是触达用户、激活用户、用户留存，最终实现持续增长变现；使用 AARRR 模型时，首先关注的是拉新环节，这也是大部分品牌做用户运营的主要发力环节。而在 Lululemon 的营销模式中，拉新并不是重要的一环，公司更注重的环节是用户留存，也就是 AARRR 模型中的第三个环节，这种营销思路又被称为 RARRA 增长模型，该模型认为留存率才是反映用户真正价值的指标。

图表 37：营销增长模型

AARRR 增长模型



RARRA 增长模型



资料来源：公司资料，Runwise 咨询，第一上海

增长驱动

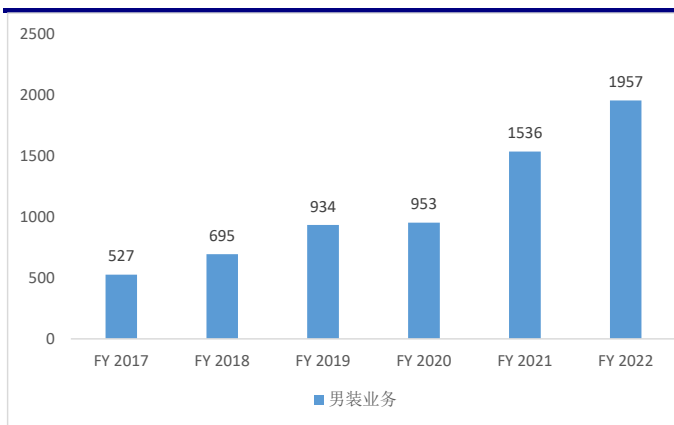
男装业务前景可期

Lululemon 于 2017 年推出 ABC(Anti-Ball Crushing)系列打开了男装市场，该系列的长裤使用人体工程的设计，解决了男装裤太紧造成的尴尬问题。继该系列获得成功后，公司开始向夹克、衬衫等产品线扩张，并频出爆款。

FY2022，男装业务收入占比 24%，营收同比增长 27%，增速快于女装业务的 26%，为 19.6 亿美元。

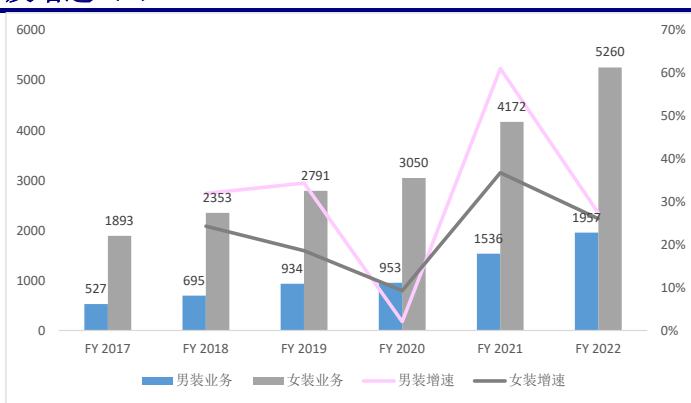
根据 Lululemon 的“POWER OF THREE X2”战略，预计到 2026 年，其男装业务营收增长一倍，营收将超过 40 亿美元。

图表 38：FY2017~2022 男装业务营收（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 39：FY2017~2022 男装/业务营收（百万美元）及增速（%）



资料来源：公司资料，第一上海

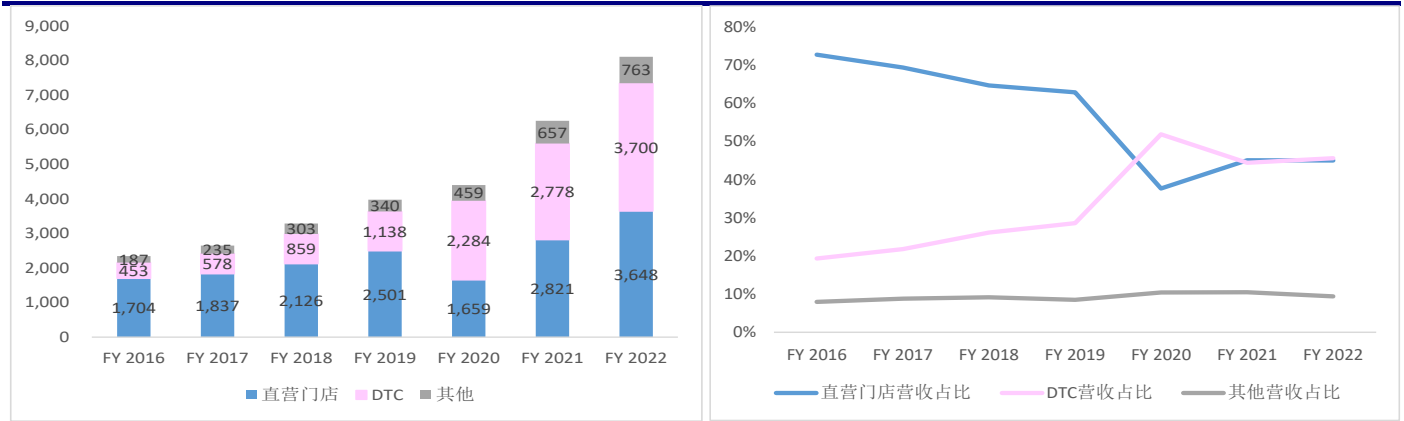
全方位客户体验

垂直零售

Lululemon 坚持直营，主要销售渠道只分为两种：直营门店和 DTC，DTC 指的是线上业务，包括官网和移动应用程序等。

直营门店+DTC 渠道收入及占比逐年上升，2022 年达到 91%，直营主导的商业模式为品牌进行用户洞察、用户教育、开展社群营销及品牌高端形象维持打下基础。

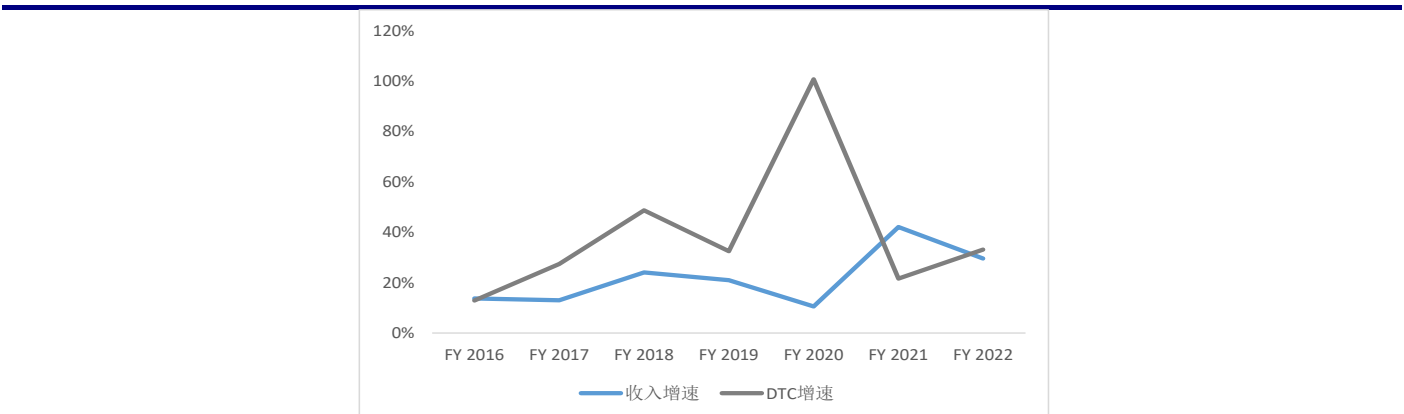
图表 40: Lululemon 直营门店+DTC 渠道收入 (百万美元) 与占比逐年上升



资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

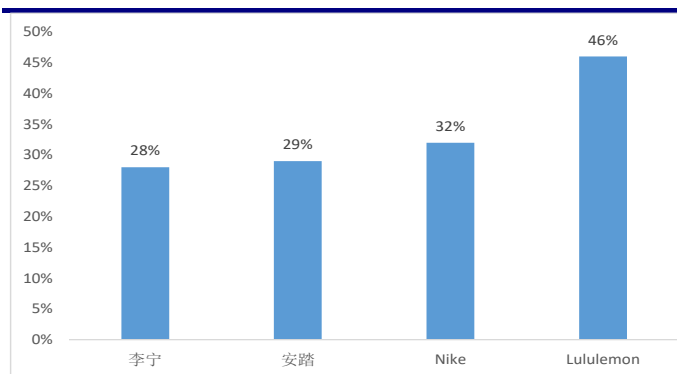
图表 42: 收入增速 vs DTC 增速



资料来源: 公司资料, 第一上海

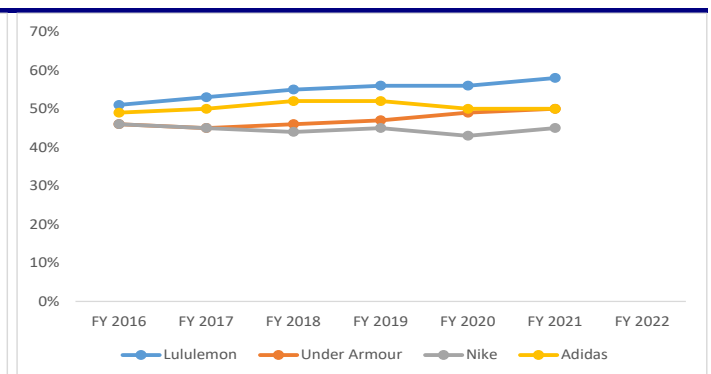
得益于 Lululemon 的直营模式和产品高定价，公司销售毛利率高于同类企业。

图表 43: 2022 年 DTC 业务占比对比



资料来源: 公司资料, 第一上海

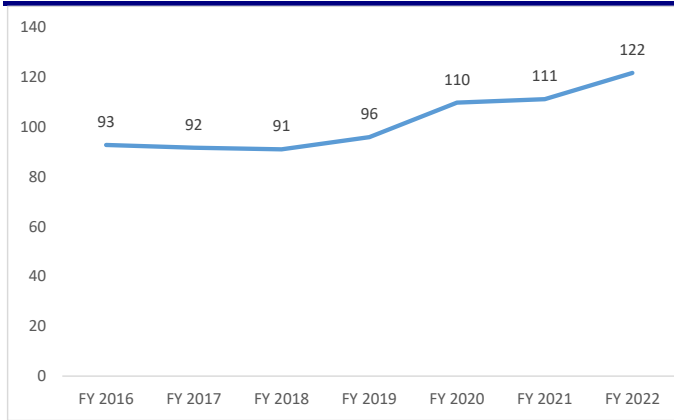
图表 44: 同类公司销售毛利率对比 (%)



资料来源: 公司资料, 第一上海

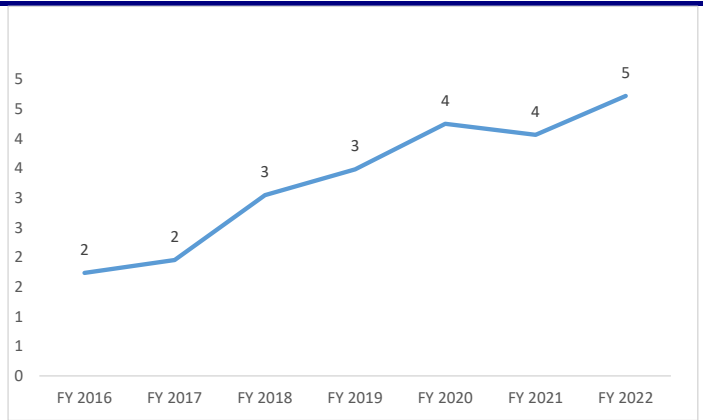
从营运能力角度来看，得益于直营模式，Lululemon 的库存周转天数较低，且应收账款周转天数也较低，营运能力表现较好。

图表 45: 库存周转天数 (天)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 46: 应收账款周转天数 (天)



资料来源: 公司资料, 第一上海

门店扩张，特别是中国市场

目前 Lululemon 的主要营收（美国 70%，加拿大 14%）和门店（64%）都在北美地区，国际扩张仍处于早期阶段。

截至 2022 年，Lululemon 共开设 655 家门店，美国、中国、加拿大是前三大主要地区，门店数分别为 350 家、117 家、69 家，营收占比分别为 70%、8%、14%。对比国内其他头部品牌而言，Lululemon 的店铺门店数量仍有较大的提升空间。营收规模相较于其他国家也有较大的提升空间。

图表 47: Lululemon 直营店地域分布



资料来源: 公司资料, 国家地理公共信息平台, 第一上海

图表 48: Lululemon 直营店地域分布

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
美国	34	65	70	82	108	135	171	200	229	246	270	285	305	315	324	351
中国									2	6	15	22	38	55	86	111
加拿大	40	43	45	44	47	51	54	46	48	51	57	64	63	62	63	63
澳大利亚	3	5	9	11	18	23	25	26	26	27	28	29	31	31	31	31
英国								2	6	9	9	12	14	16	17	17
韩国										2	3	4	5	7	12	14
德国									1	1	2	5	6	7	9	11
新西兰					1	2	4	5	5	5	6	7	7	7	7	7
新加坡								1	2	3	3	3	4	4	4	6
日本	4											2	5	7	6	6
法国												1	3	3	3	3
爱尔兰											1	1	1	1	3	
西班牙																
马来西亚													2	2	2	2
瑞典												1	2	2	2	2
荷兰													1	1	1	1
挪威													1	1	1	1
瑞士										1	1	1	1	1	1	1
波多黎各									1							
门店总数	81	113	124	137	174	211	254	280	320	351	397	440	491	521	574	651

资料来源: 公司资料, 第一上海

品类拓宽

产品的角度来看, Lululemon 持续进行品类创新以扩展在不同类别上的渗透和产品升级, 以便满足消费者的不同需求。根据最新的扩张计划来看, 公司不再满足于瑜伽市场, 将范围扩大在全球千亿美元市场规模的运动休闲市场。

2022 年 3 月, Lululemon 宣布正式进军鞋履品类, 发布了一款专为女性设计的跑鞋 blissfeel 并于 2023 年 3 月推出了第 2 代。Blissfeel 是一双适合有健身需求并且体重和强度都适中的运动人群, 它可以很好的满足人们日常的运动和通勤需求, 是一双综合训练鞋。另外, 公司还计划未来推出男鞋品类。

Lululemon 一直专注于女性消费者, 在他们的鞋类设计中得到体现, 这款跑鞋是专门根据女性的脚型设计的。对于 Lululemon 来说, 该款产品的发布是从小众品类到覆盖健身和运动核心品类的重要里程碑, 也是 Lululemon 追求规模扩张不可或缺的一个品类。

图表 49: Lululemon 鞋类产品图



资料来源: 公司资料, 第一上海

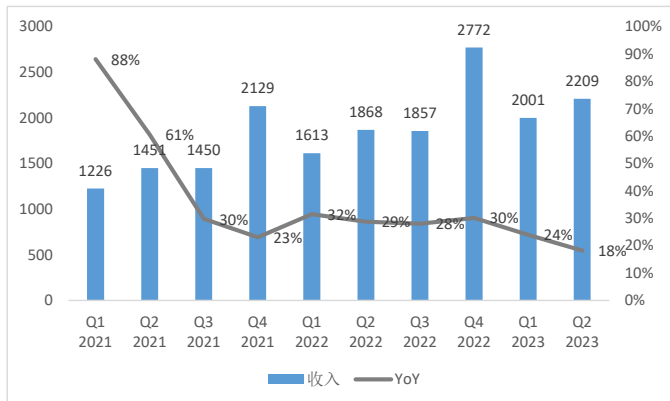
财务分析

公司 2023 财年第二季度收入为 22.1 亿美元, 同比增长 18.2%, 净利润为 3.4 亿美元, 同比增长 18%, 略高于市场一致预期。

分地区看，北美市场受高通胀影响，营业收入同比增速从 17% 下降到 11%，国际市场保持高增速，同比增长 52%，其中中国市场同比增长 61%。公司表示非常看好中国市场的增长，2023 财年计划在国际市场再开 35 家门店，大部分会开在中国，计划在中国开到 200 家门店。

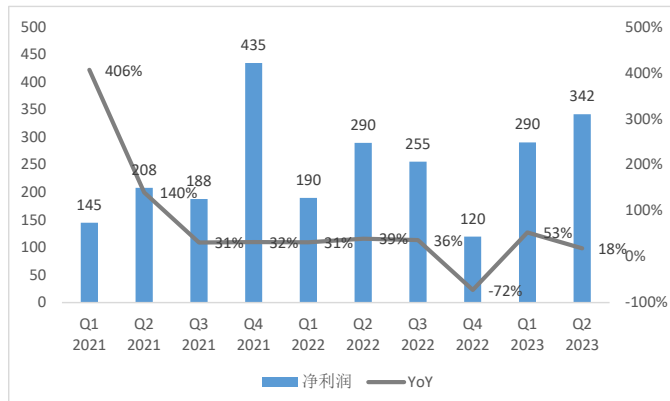
分品类看，女性市场营收同比增长 16%，男性市场同比增长 15%，配饰类相比主线产品增长更快，Q2 营收同比增长 44%。

图表 50: 主营业务收入 (百万美元) 和增速 (%)



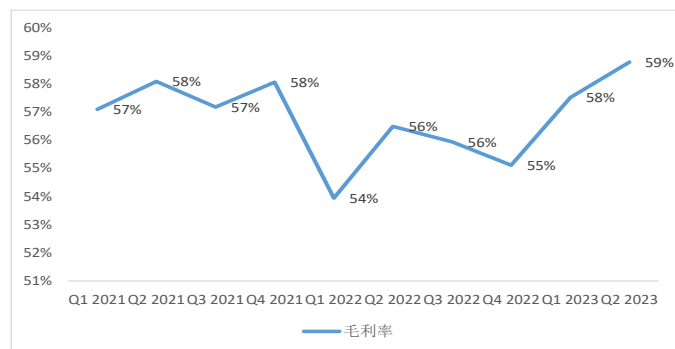
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 51: 净利润 (百万美元) 和增速 (%)



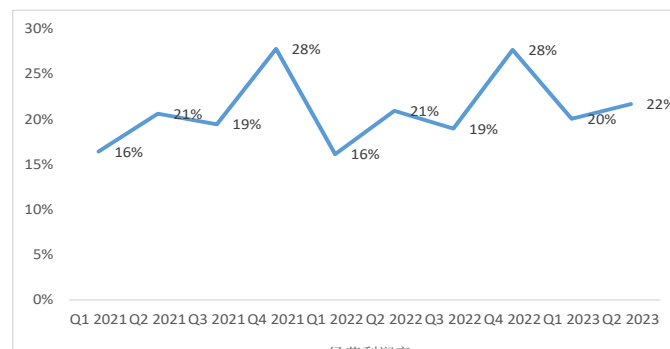
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 52: 毛利率 (%)



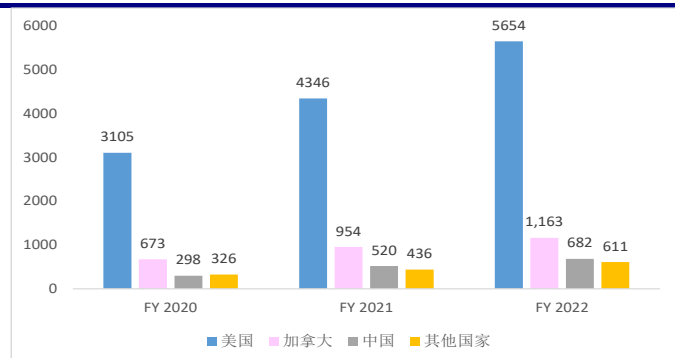
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 53: 经营利润率 (%)



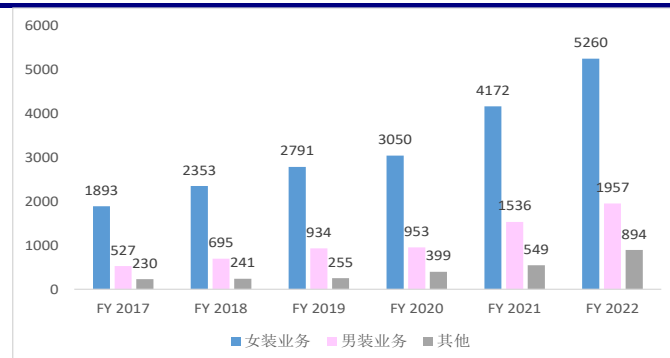
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 54: 分地区收入 (百万美元)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 55: 分品类收入 (百万美元)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 56: 第三季度指引

	新指引	旧指引	%变化
FY23收入 (十亿美元)	9.54	9.48	0.7%
FY23 EPS	\$12.10	\$11.84	2.2%

资料来源: 公司资料, 第一上海

盈利预测与估值

重要假设

开店计划: 根据公司整体开店计划, 2023 财年新增门店 55 家, 其国际市场预计将新增 35 家, 大部分都将投资于中国市场。尽管门店不断增多, 但公司透露今年坪效录得低双位数增长, 其中北美高个位数增长。

直营门店销售额拆分: 2020-2022 年平均单店收入增长率分别为-39%/57%/15%, 随着公司加大产品科技性和潮流性的投入以及品类的拓宽, 公司单店收入将进一步提升, 我们预计 2023/2024/2025 年单店收入增速分别为 7%/5%/4%, 对应单店收入分别为 635 万美元/665 万美元/692 万美元, 对应直营门店总收入分别为 43.4 亿美元/48.8 亿美元/53.8 亿美元。

DTC 业务: 公司有望持续拓展线上业务, 随着线上业务的逐步转好, 品牌力持续提升, 预计 2023 财年 DTC 业务将保持中双位数增长。我们预计 2023/2024/2025 年 DTC 业务增速为 16%/15%/14%, 对应收入分别为 42.9 亿美元/49.4 亿美元/56.3 亿美元。

毛利率: 随着疫情的逐步恢复, 空运费用相比 2022 财年较低, 且空运量将降低 2.1 个百分点。预计毛利率较 2022 财年增长 1.9-2.1 个百分点。另外, 公司预计 2023 财年全年降价幅度与去年一致。因此, 我们预计 2023/2024/2025 毛利率分别为 58%/58%/58%。

费用率: 随着国际化业务的持续拓宽, 预计 2023 财年全年销售管理与一般费用率同比增长 1 个百分点。我们预计 2023/2024/2025 年 SG&A 费用率约为 35%/35%/35%。

根据以上假设, 我们预计 2023/2024/2025 财年, 公司总收入为 95.73 亿美元/109.49 亿美元/122.56 亿美元, 同比增长 18%/14.4%/11.9%。摊薄 EPS 为 12.1 美元/14 美元/15.7 美元, 同比增长 81%/15%/12%。

盈利预测

图表 57: 直营门店预测

以百万美元计	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
直营门店收入	1,659	2,821	3,648	4,335	4,878	5,381
增速%	-34%	70%	29%	19%	13%	10%
收入占比%	38%	45%	45%	45%	45%	44%
门店数量	521	574	655	710	757	799
+/-	30	53	81	55	47	42
单店收入	3.28	5.15	5.94	6.35	6.65	6.92
增速%	-39%	57%	15%	7%	5%	4%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

图表 58: 营业收入拆分

以百万美元计	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,402	6,257	8,111	9,573	10,949	12,256
增速%	11%	42%	30%	18%	14%	12%
直营门店	1,659	2,821	3,648	4,335	4,878	5,381
增速%	-34%	70%	29%	19%	13%	10%
收入占比%	38%	45%	45%	45%	45%	44%
DTC	2,284	2,778	3,700	4,292	4,936	5,626
增速%	101%	22%	33%	16%	15%	14%
收入占比%	52%	44%	46%	45%	45%	46%
其他业务	459	657	763	946	1,135	1,248
增速%	35%	43%	16%	24%	20%	10%
收入占比%	10%	11%	9%	10%	10%	10%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

图表 59: 利润表

以百万美元计	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,402	6,257	8,111	9,573	10,949	12,256
增速%	11%	42%	30%	18%	14%	12%
营业成本	1,938	2,648	3,618	4,006	4,571	5,105
毛利润	2,464	3,609	4,492	5,567	6,378	7,151
毛利率	56%	58%	55%	58%	58%	58%
销售、管理与一般费用	1,609	2,225	2,757	3,379	3,865	4,326
销售、管理与一般费用率	37%	36%	34%	35%	35%	35%
营业利润	851	1,375	1,726	2,179	2,512	2,825
增速%	-4%	62%	26%	26%	15%	12%
营业利润率%	19%	22%	21%	23%	23%	23%
税前利润	819	1,334	1,333	2,179	2,512	2,825
所得税	230	359	478	654	754	847
有效税率	28%	27%	36%	30%	30%	30%
净利润	589	975	855	1525	1759	1977
摊薄EPS	4.50	7.49	6.68	12.10	13.96	15.69
增速%	-9%	66%	-11%	81%	15%	12%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

估值

看好公司未来成长性, 目标价 492 美元, 买入评级

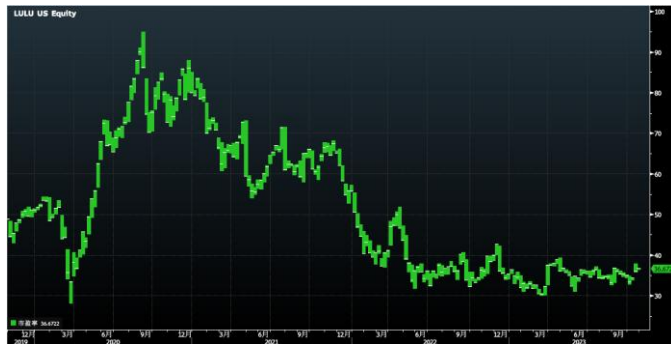
公司作为行业内极具成长性的公司, 我们看好其稳固的商业模式和业务的高速扩张, 基于 2024 年 35.25 倍的市盈率给出目标价 492 美元, 较当前价格有 20.6% 的上升空间, 首次覆盖给予公司买入评级。

图表 60: 同类公司估值情况（截至 2023 年 11 月 7 日）

公司代码	公司中文名	市值 美元-百万元	最新价格 美元-元	EPS (交易币种)					PE (倍)					股息 (%)				
				FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
LULU US EQUITY	露露乐檬	51,623	407.95	4.52	7.52	9.92	12.15	13.94	90.25	54.25	41.13	33.57	29.27	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
NKE US EQUITY	耐克公司	163,225	107.25	3.64	3.83	3.24	3.73	4.36	29.41	27.95	33.02	28.69	24.57	1.00%	1.11%	1.22%	1.33%	1.46%
ADDYY US EQUITY	阿迪达斯公司	33,188	92.19			(0.20)	2.35	4.13			(463.50)	38.87	22.09			0.35%	0.97%	1.67%
UAA US EQUITY	安德玛股份有限公司	3,057	7.10	0.77	0.47	0.55	0.50	0.62	9.43	15.45	13.22	14.58	11.77	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ONON US EQUITY	On 控股股份公司	8,922	28.06	(0.71)	0.10	0.48	0.73	0.97	(39.46)	291.29	58.34	38.49	28.84	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	简单平均			2.05	2.98	2.80	3.89	4.80	22.41	97.23	(63.56)	30.84	23.31	0.25%	0.28%	0.31%	0.46%	0.63%

资料来源: Bloomberg, 第一上海预测

图表 61: 历史市盈率



图表 62: 历史市净率



资料来源: Bloomberg, 第一上海

资料来源: Bloomberg, 第一上海

风险因素

- 新门店拓展速度低于预期。
- 行业竞争加剧，低忠诚度用户存在流失可能。
- 生产加工环节外包，存在专利泄露风险。
- 疫情持续反复，线下活动举办受限。
- 宏观经济不及预期，美国居民消费走弱。

主要财务报表

损益表						财务分析				
<美元> <百万>, 财务年度截至<1月31日>						<美元> <百万>, 财务年度截至<1月31日>				
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
主营业务收入	6,257	8,111	9,573	10,949	12,256	盈利能力				
毛利	3,609	4,492	5,567	6,378	7,151	毛利率	58%	55%	58%	58%
营业开支	2,234	2,766	3,388	3,865	4,327	EBITDA 利率	26%	25%	27%	27%
销售及管理费用	2,225	2,757	3,379	3,865	4,326	净利率	16%	11%	16%	16%
其他营业支出	9	9	9	0	0	营运表现				
经营利润	1,375	1,726	2,179	2,512	2,825	销售费用率	36%	34%	35%	35%
营业利润率	22%	21%	23%	23%	23%	实际税率	27%	36%	30%	30%
税前盈利	1,334	1,333	2,179	2,512	2,825	库存周转天数	111	122	130	120
所得税支出	359	478	654	754	847	应付账款天数	32	23	21	21
净利润	975	855	1,525	1,759	1,977	应收账款天数	4	5	5	5
折旧及摊销	224	292	376	460	544	财务状况				
EBITDA	1,599	2,018	2,554	2,972	3,369	总负债/总资产	45%	44%	44%	43%
增长						收入/总资产	127%	145%	151%	153%
总收入 (%)	42%	30%	18%	14%	12%	经营性现金流/收入	22%	12%	22%	21%
EBITDA (%)	95%	26%	27%	16%	13%	ROAA	21%	16%	26%	26%
净利润 (%)	66%	-12%	78%	15%	12%	ROAE	37%	29%	46%	45%

资产负债表						现金流量表				
<美元> <百万>, 财务年度截至<1月31日>						<美元> <百万>, 财务年度截至<1月31日>				
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
现金	1,260	1,155	1,444	1,742	2,096	净利润	975	855	1,525	1,759
应收账款	77	133	124	150	168	折旧及摊销	224	292	376	460
存货	966	1,447	1,427	1,503	1,538	营运资本变动	-284	-700	44	-118
其他流动资产	312	424	467	516	555	其他	473	520	192	176
总流动资产	2,615	3,159	3,462	3,911	4,357	经营活动现金流	1,389	966	2,137	2,277
固定资产	928	1,270	1,591	1,927	2,248	固定及无形资产变动	-395	-639	-689	-788
无形资产	71	22	14	7	0	其他投资活动	-33	69	0	0
其他	1,329	1,156	1,251	1,323	1,385	投资活动现金流	-428	-570	-689	-788
总资产	4,942	5,607	6,319	7,167	7,990	股权激励结算	18	12	0	0
应付帐款	290	173	230	263	294	已付税项	-50	-35	0	0
应计薪酬及相关负债	205	248	293	335	375	回购普通股款项	-813	-444	-1,158	-1,191
租赁	189	208	231	248	263	其他融资活动	-1	-0	0	0
其他应付帐款	722	863	988	1,104	1,216	融资活动现金流	-845	-467	-1,158	-1,191
总短期负债	1,405	1,492	1,742	1,951	2,148	现金变化				
长期债务	692	862	958	1,029	1,092	汇率损失	-7	-34	0	0
其他负债	105	104	104	104	104	期初持有现金	1,151	1,260	1,155	1,444
总负债	2,202	2,458	2,803	3,084	3,343	期末持有现金	1,260	1,155	1,444	1,742
总股东权益	2,740	3,149	3,516	4,083	4,647					

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。