

持有

2023年12月13日

营收超预期，库存水平持续改善

- **第三季度营收超此前管理层指引，调整后净利润符合预期：** 第三季度，营收同比增长 18.7%至 22 亿美元，增速快于此前公司指引的 17%-18%，超出彭博一致预期的 21.09 亿美元。净利润同比降低 2.6%至 2.5 亿美元，净利润的同比下降主因终止 Mirror 业务后计提的一次性资产减值和重组费用，剔除该业务影响后的利润为 3.2 亿美元，同比增长 26.5%，符合一致预期。
- **运费下降促进毛利率提升，库存持续改善：** 经调整后毛利率同比 +2.2pcts 至 58.1%，毛利率的提升主因运输成本的下降导致的整体产品利润率的提升。库存金额同比下降 4%至 16.6 亿美元，好于此前公司指引。公司预计四季度末库存将与去年持平或略有下降。随着库存的持续改善，利润率有望进一步提升。
- **北美市场保持韧性，国际市场增速保持高增长：** 分地区看，北美市场营收同比增长 12%，较上季度增速有小幅提升，公司表示在“黑五”等购物节中获益。国际市场营收保持同比+49%的高增长。其中中国地区营收同增 53%至 2.7 亿美元。
- **直营门店和电商渠道均实现高速增长：** 分渠道看，直营门店销售总额同比增加 19%至 10.94 亿美元，高于彭博一致预期的 10.93 亿美元，同店可比销售额增长 9%。DTC 销售总额同比增长 18%至 9.08 亿美元，高于彭博一致预期的 8.94 亿美元。渠道营收的快速增长得益于客流持续增长，直营门店客流增长接近 25%，电商渠道增长 20%，体现公司全方位运营模式的的优势，方便与消费者互动。此外，第三季度公司一共新增了 14 家直营门店，其中亚太/北美/欧洲地区分别新增 8/5/1 家，直营门店总数达到了 686 家。
- **整体预期上调：** 公司上调全年营收指引为 95.49 至 95.84 亿美元（原指引为 95.1 至 95.7 亿美元），EPS 预计为 12.34 至 12.42 美元（原指引为 12.02 至 12.17 美元）。
- **目标价 510 美元，调整为持有评级：** 考虑到 lululemon 在中国市场的快速拓展，调整 24 年 EPS 为 14.14 美元，上调目标价至 510 美元，对应 24 年 36 倍的市盈率，较当前价格有 1.26%的上升空间。我们长期看好公司的发展，但从估值角度调整为持有评级。
- **风险提示：** 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

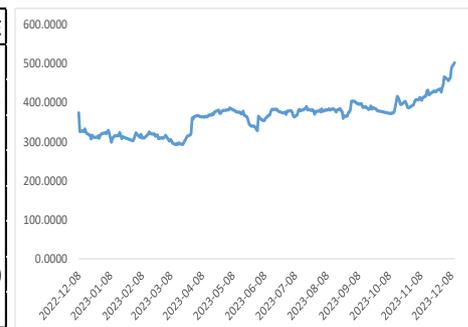
行业	纺织服装
股价	503.65 美元
目标价	510.00 美元 (+1.26%)
股票代码	LULU.O
已发行股本	1.26 亿股
总市值	635.56 亿美元
52 周高/低	286.58 美元/507.44 美元
每股净资产	27.93 美元
主要股东	FMR LLC (14.43%) Blackrock, Inc. (6.17%) THE VANGUARD GROUP INC. (5.80%)

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	9,584	10,961	12,270
	42%	30%	18%	14%	12%
归母净利润 (百万美元)	975.3	854.8	1,572.4	1,792.5	2,015.2
变动 (%)	65.6%	-12.4%	83.9%	14.0%	12.4%
每股收益(美元)	7.49	6.68	12.40	14.14	15.90
市盈率(基于503.65美元)	67.2	75.4	40.6	35.6	31.7
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%

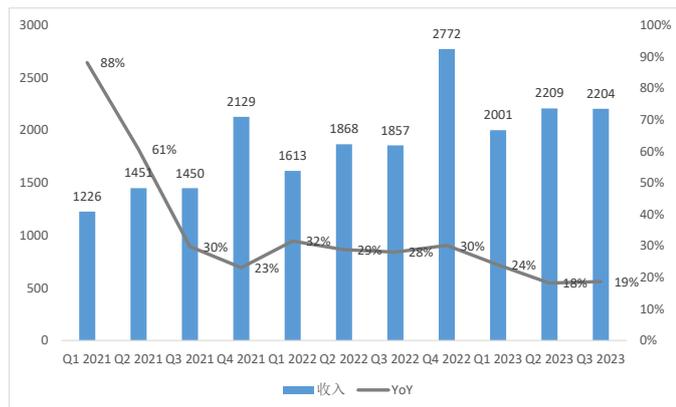
资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



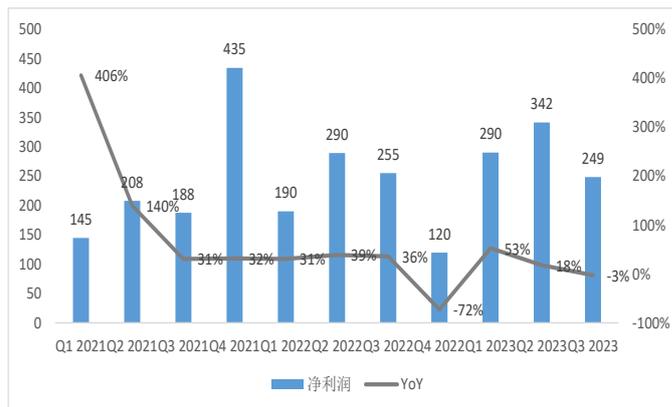
资料来源：彭博

图表 1: 主营业务收入 (百万美元) 和增速 (%)



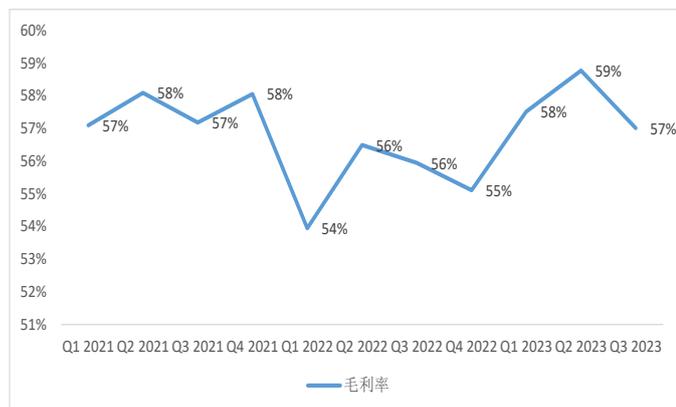
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 2: 净利润 (百万美元) 和增速 (%)



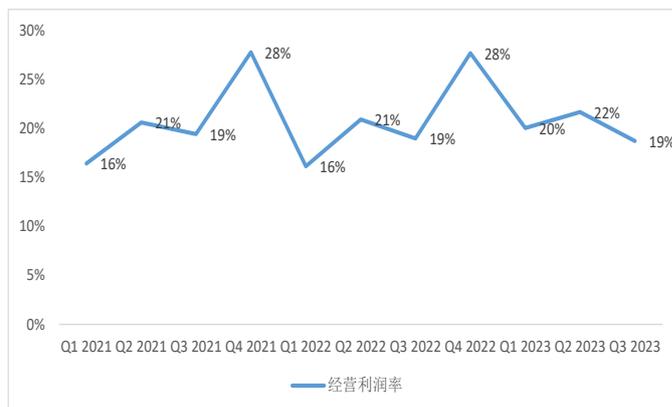
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 3: 毛利率 (%)



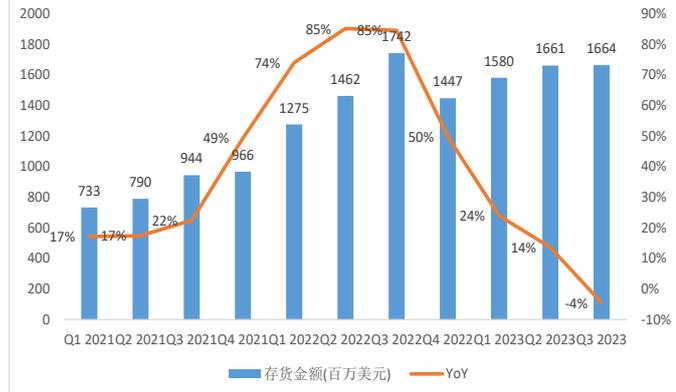
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 4: 经营利润率 (%)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 5: 库存金额 (百万美元)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 6: 库存周转天数 (天)



资料来源: 公司资料, 第一上海

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	9,584	10,961	12,270	盈利能力					
毛利	3,609	4,492	5,568	6,379	7,153	毛利率	57.7%	55.4%	58.1%	58.2%	58.3%
营业开支	2,234	2,766	3,363	3,837	4,295	EBITDA 利率	25.6%	24.9%	26.9%	27.4%	27.7%
销售及管理费用	2,225	2,757	3,354	3,836	4,294	净利率	15.6%	10.5%	16.4%	16.4%	16.4%
其他营业支出	9	9	9	0	0	营运表现					
经营利润	1,375	1,726	2,205	2,543	2,858	销售费用率	35.6%	34.0%	35.0%	35.0%	35.0%
营业利润率	22%	21%	23%	23%	23%	实际税率	26.9%	35.9%	29.5%	29.5%	29.5%
税前盈利	1,334	1,333	2,230	2,543	2,858	库存周转天数	111	122	130	120	110
所得税支出	359	478	658	750	843	应付账款天数	32	23	21	21	21
净利润	975	855	1,572	1,793	2,015	应收账款天数	4	5	5	5	5
折旧及摊销	224	292	376	460	544	财务状况					
EBITDA	1,599	2,018	2,581	3,003	3,403	总负债/总资产	44.6%	43.8%	44.3%	42.9%	41.7%
增长						收入/总资产	126.6%	144.6%	151.3%	152.5%	153.0%
总收入 (%)	42%	30%	18%	14%	12%	经营性现金流/收入	22.2%	11.9%	22.8%	21.1%	21.7%
EBITDA (%)	95%	26%	28%	16%	13%	ROAA	21.4%	16.2%	26.3%	26.5%	26.5%
净利润 (%)	66%	-12%	84%	14%	12%	ROAE	36.8%	29.0%	47.1%	47.0%	45.9%
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	1,453	1,758	2,119	净利润	975	855	1,572	1,793	2,015
应收账款	77	133	124	150	168	折旧及摊销	224	292	376	460	544
存货	966	1,447	1,430	1,506	1,542	营运资本变动	-284	-700	41	-118	-62
其他流动资产	312	424	468	516	555	其他	473	520	193	176	166
总流动资产	2,615	3,159	3,475	3,930	4,384	经营活动现金流	1,389	966	2,182	2,311	2,664
固定资产	928	1,270	1,592	1,928	2,249	固定及无形资产变动	-395	-639	-690	-789	-859
无形资产	71	22	14	7	0	其他投资活动	-33	69	0	0	0
其他	1,329	1,156	1,251	1,323	1,385	投资活动现金流	-428	-570	-690	-789	-859
总资产	4,942	5,607	6,333	7,188	8,019	股权激励结算	18	12	0	0	0
应付帐款	290	173	231	264	294	已付税项	-50	-35	0	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	-1,194	-1,218	-1,444
租赁	189	208	231	248	263	其他融资活动	-1	-0	0	0	0
其他应付帐款	722	863	989	1,106	1,217	融资活动现金流	-845	-467	-1,194	-1,218	-1,444
总短期负债	1,405	1,492	1,744	1,953	2,150	其他	104				
长期债务	692	862	958	1,029	1,092	现金变化					
其他负债	105	104	104	104	104	汇率损失	-7	-34	0	0	0
总负债	2,202	2,458	2,805	3,086	3,345	期初持有现金	1,151	1,260	1,155	1,453	1,758
总股东权益	2,740	3,149	3,527	4,102	4,674	期末持有现金	1,260	1,155	1,453	1,758	2,119

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。