

露露柠檬 LULULEMON ATHLETICA (LULU US)

首次覆盖：北美进入稳健增长区间，海外人群破圈仍处于上升期

Enters solid growth zone in North America, and overseas brand awareness is still on the rise: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖中性 Initiate with NEUTRAL

评级	中性 NEUTRAL
现价	US\$336.13
目标价	US\$370.20
市值	US\$44.07bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$765.83mn
发行股票数目	120.89mn
自由流通股 (%)	91%
1 年股价最高最低值	US\$511.29-US\$328.35

注：现价 US\$336.13 为 2024 年 4 月 12 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-26.6%	-30.8%	-8.1%
绝对值 (美元)	-26.6%	-30.8%	-8.1%
相对 S&P 500	-25.6%	-37.9%	-33.3%

(US\$ mn)	Jan-23A	Jan-24E	Jan-25E	Jan-26E
营业收入	9,619	10,695	11,715	12,589
(+/-)	19%	11%	10%	7%
净利润	1,550	1,715	1,904	2,077
(+/-)	81%	11%	11%	9%
全面摊薄 EPS (US\$)	12.20	13.67	15.52	17.30
毛利率	58.3%	58.6%	58.7%	58.6%
净资产收益率	36.6%	34.5%	32.3%	29.7%
市盈率	28	25	22	20

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

Lululemon 在北美外收入仅占 20%，全球化空间充足。LULU 过去 10/5 年扣除汇率影响的复合增速分别为 20.7%/24.7%，近 5 年的收入加速主要受益于品类扩张和区域扩展。截止 FY2023，LULU 在北美/加拿大/中国/其他区域的销售占比为 66%/13.4%/10%/ 10.6%，除北美外的其他区域占比仅为 20%。对比龙头 NIKE/ADIDAS 在本土大本营外的销售占比分别为 56%和 61%，LULU 仍有足够的全球化空间。除 FY20 因为疫情影响，LULU 同店(店效包括线上销售)自 FY15 年以来一直为正，复合平均增速为 14.1%，收入和同店表现中间的差距主要来自于线上销售的贡献以及新开店的影响。从渠道占比来看，受益于全球疫情中居家运动和线上购物的风潮，FY20 财年 LULU 线上销售飙升，线上收入占比至 51.9%，至 FY23 线上占比下降至 44.8%。从消费者分布来看，FY18 至 FY22 年，LULU 男子增速大多高于女子增速，带动男子收入占比持续提升至 FY21 年的 24.5%，至 FY23 年，男子上涨势头略有下降。

LULU 的运动/休闲服饰系列扩张基本结束，鞋类仍需要技术积累支持产品破圈。LULU 的策略是通过扩张品类以抢占更多的消费者“衣柜空间”，以瑜伽裤作为切入口，目前已经覆盖了女性/男性室内运动场景和部分休闲场景的基本款。其女性核心系列包括运动裤 Align 系列、女性轻薄运动系列 Fast and Free、女性专业训练系列 Wunder Train、拉链式运动外套 Scuba 系列和 Define 系列，多种面料拼接的 Wunder Under 系列，休闲全场景系列 Softstream 等系列，其中女性运动裤 Align 系列在 2022 年已成为超过 10 亿美金的大单品。男性核心系列包括经典 ABC 商务休闲长裤系列、较 ABC 休闲裤更正式的男士 Commission 系列、运动短裤 Pace Breaker 和 License to Train 系列、Steady State 和 Soft Jersey 男性休闲服装系列等。此外，LULU 在箱包品类中也发布多了产品，如富有盛名的腰包 Everywhere。2022 年是 Lululemon 的创新大年，正式进入女性跑鞋市场，并推出首个综合性 Hike 徒步系列、首个网球服饰系列、首个高尔夫系列，Evolution 系列 Polo 衫等系列。2024 年 3 月推出 Cityverse 男女同款休闲鞋，同月推出男性跑鞋 Beyondfell 系列，并将在 5 月推出同系列的越野跑鞋。LULU 的运动/休闲服饰系列扩张基本结束，在户外运动和休闲正装、鞋类仍有一定空间。我们判断休闲鞋如 Cityverse 或有较好表现，但在专业运动鞋领域，LULU 仍需时间积累更多运动鞋技术。

寇媛媛 Yuanyuan Kou
yy.kou@htisec.com

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

社区&社群营销是 LULU 的基因，内容传播+社群活动+两级会员计划建立 LULU 北美全零售体系。LULU 品牌传播起源于社区营销，从品牌成立早期起，通过于当地健身房、教练和符合 LULU 形象热爱运动的 KOL 建立紧密关系，辐射消费者，并在本地和社区有节奏的举办课程，打造品牌并培育消费者。社区和社群营销是 LULU 的基因，至今在全球范围内仍是最重要的营销手段之一。Lululemon 以店铺为中心，社群活动为单位，积累了扎实的私域流量。LULU 的形象大使和消费者在线上平台如 Instagram 上 #TheSweatLife 发布社群活动内容，并分享健身体验/运动成就/情感达成共鸣，用私域内容带动公域流量，近年来 LULU 的资源正在从品牌大使模式 (Sweat Collective) 向社交媒体创作者 (Content Creator) 倾斜。2022 年 LULU 通过 Lululemon Studio 开启两级会员计划，基本会员和高级付费会员拥有不同的会员福利，提升消费者粘性。

LULU 在北美高速增长期已过，进入稳健增长区间。对比 LULU 和 NIKE 在北美的运动服饰销售金额和市占率，LULU 的体量已经接近 NIKE 在北美的服饰收入。若按照目前 NIKE 和 LULU 在北美的增速，大约在下 1-2 个财年 LULU 运动服饰的体量和市占率将超越 NIKE，可见 LULU 在北美运动服赛道的体量已经不可小觑。管理层也将 FY23-FY26 年的北美复合增速指引下降到低双位数增长，而值得注意的是，北美区域 4Q23 的指引仅为高单位数，主要由于宏观经济对运动服饰消费的影响，尤其是男性消费有放缓。此外，LULU 在北美众多竞争对手也在逐渐崛起，如 ALO、Vuori 等品牌，与 LULU 在品牌调性、客户群体、价格带、产品风格上有较多的重合度，尤其 ALO yoga 近期官宣 Blackpink 成员 Jisoo 代言该品牌，迅速引起品牌热潮。

海外人群破圈仍处于上升期，抖音有望将拉动 LULU 在中国内地的人群破圈。根据 LULU 在 2023 年 9 月分析师大会数据，LULU 品牌在澳洲/英国/中国大陆/法国/德国的品牌认知度分别为 19%/15%/7%/3%/3%，其中男性认知度均在 10%以下，明显低于女性认知度。因此，男性市场、海外市场成为 LULU 未来增长的主要驱动力。中国是最重要的海外市场，截止 FY23 年，LULU 在中国大陆仅有 127 家门店，线下圈层触达人群众有限，线上仍是重要的销售平台。LULU 早在第三方平台如天猫、京东和微信公众号+小程序商城+企业微信+微信社群的私域进行布局，并重视在小红书的内容分享，已经在形成一套线上线下、公域私域联动的内容和流量循环体系。2023 年传统线上平台销售增速明显回落，2024 年 1 月 LULU 在抖音的官方旗舰店正式开业，直播开播以来，单约销售额最高场次的城市中，没有开设 LULU 店铺的城市人群也屡屡有上榜，抖音成为新的人群破圈和流量增长的线上渠道。

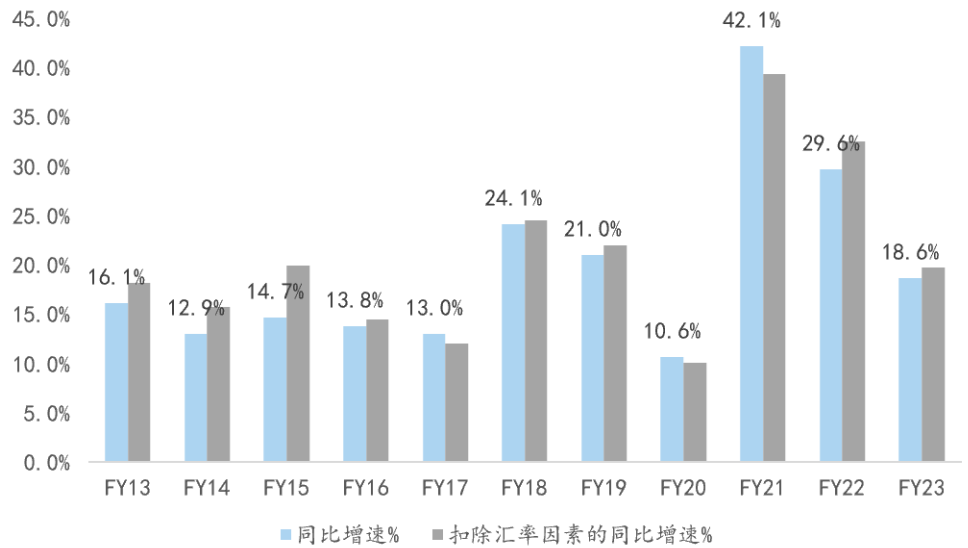
Lululemon 的投资建议与盈利预测。我们预期 LULU 2024-2026 财年收入分别为 107.0/117.1/125.9 亿美元，同比增长 11.2%/9.5%/ 7.5%；FY2024-FY2026 财年净利润分别为 17.1/19.0/20.8 亿美元，同比增长 10.7%/11.0%/9.1%，对应 2024-2026 财年 PE 为 24.7X/22.2X/ 20.4X。LULU 已经覆盖了女性/男性室内运动场景的基本款和部分休闲场景的基本款，正在想女性/男性室外运动场景、休闲正装和鞋类扩张产品系列。同时，LULU 的体量已经接近 NIKE 在北美的服饰收入，在北美拥有同样品牌调性、客户群体、价格带、产品风格的众多竞争对手也在逐渐崛起。我们判断 LULU 在北美高速增长期已过，进入稳健增长区间。LULU 除北美外的其他区域占比仅为 20%，LULU 仍有足够的全球化空间。同时海外人群破圈仍处于上升期，抖音有望将拉动 LULU 在中国内地的人群破圈。我们首次覆盖给予 Lululemon“中性”评级，给予 2025 财年 25X PE 估值，目标市值 466.5 亿，按照当前股数对应目标价 370.2 USD，有 10.1%的上行空间。

风险提示。北美竞争加剧、北美消费弱于预期、中国和欧洲消费弱于预期。

1、不同于传统运动龙头 Lululemon 起步于女性瑜伽运动，过去 10 年获得快速增长。

不同于其他全球运动鞋服品牌龙头起步于男性运动，女性消费运动是 Lululemon(露露柠檬，后统称 LULU)的基本盘，并且正在通过女性辐射男性运动。FY23 年 LULU 公司实现收入 96.2 亿美金，扣除汇率因素同比增长 20%，过去 10 年扣除汇率影响的平均增速为 20.7%，受益于品类扩张和区域扩展，近 5 年扣除汇率影响的收入平均增速加快至 24.7%。

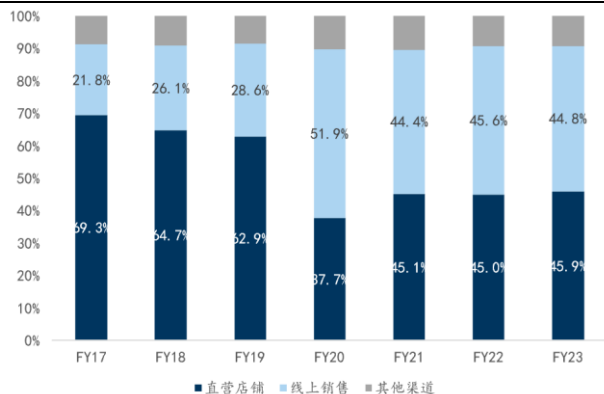
图 1 Lululemon 收入增速%及扣除汇率影响同比增速%



资料来源：公司公告，HTI。Note: Lululemon 财年于 1 月底结束

FY19 财年之前，LULU 的线上占比持续上行至 28.6% 以内。FY20 财年，全球疫情，LULU 受益于居家运动和线上购物习惯的风潮，线上销售飙升，同比增速在 100.7%，带动线上收入占比至 51.9%。之后随着疫情后放开及线下店铺销售恢复，根据 FY2023 报表，LULU 线上渠道占比下降至 44.8%，线下增速略高于线下增速，分别为 20.9% 和 16.5%。公司除了直营店铺和线上渠道还有其他渠道，主要包括奥特莱斯店铺(截止 24 年 1 月底有 39 家，主要在美国)，许可供应协议下的店铺(如在中东部分国家和墨西哥)，二手再销售(Like-New Program，该计划是向再循环和环保体系迈出的一步)，以及快闪店和 Lululemon Studio 线上平台。

图 2 Lululemon 渠道结构%



资料来源：公司公告，HTI

图 3 Lululemon 各渠道同比增速%

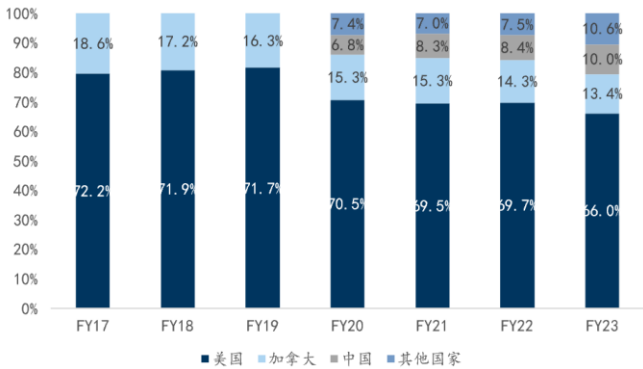


资料来源：公司公告，HTI

截止 FY2023, LULU 在北美和加拿大销售贡献逐渐下降至 66%和 13.4%, 中国自 FY20 年开始在中国大陆运营业务, 收入贡献快速上升至 10%, 中国市场未来也是 LULU 收入增长的最重要引擎之一, 其他区域收入贡献也上涨至 10.6%, 主要包括澳大利亚、英国以及亚太区域, 包括韩国、香港/澳门/台湾/新加坡/日本等。

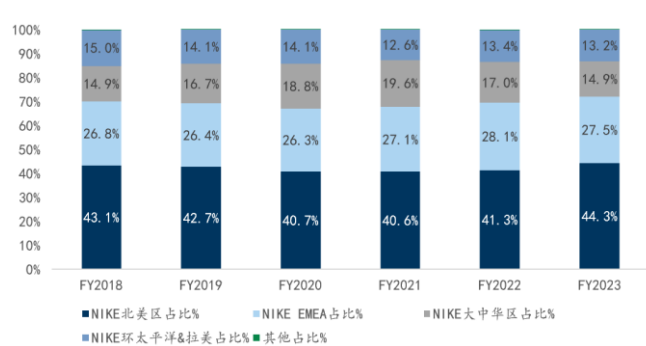
相较于 FY23 年 NIKE 在除北美大本营的海外销售占比近 56%, ADIDAS 在除西欧大本营的海外销售占比为 61%, LULU 有足够的全球化空间。

图 4 Lululemon 主要区域的销售占比



资料来源: 公司公告, HTI

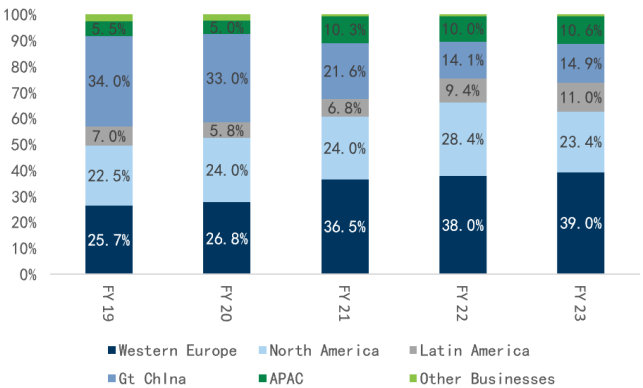
图 5 NIKE 主要区域的销售占比



资料来源: 公司公告, HTI

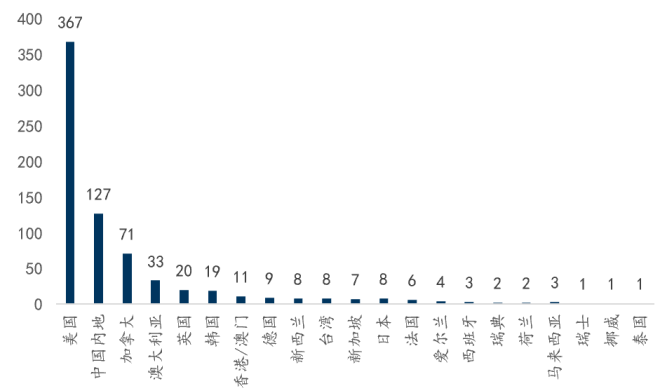
从店铺数量分布来看, 截止 FY2023, 全球共有 711 家直营门店, 其中美国 367 家, 中国内地 127 家, 加拿大 71 家, 澳大利亚、英国、韩国和香港/澳门区域店铺数量分别为 33/20/19/11 家, 其他国家和地区店铺数均在 10 家以内。可见, 北美和中国内地是 LULU 最重要的两大市场。

图 6 ADIDAS 主要区域的销售占比



资料来源: 公司公告, HTI

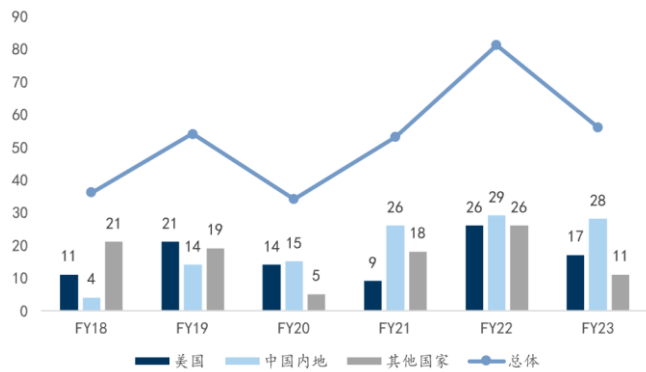
图 7 Lululemon 截止 FY2023 各个区域的店铺数量



资料来源: 公司公告, HTI

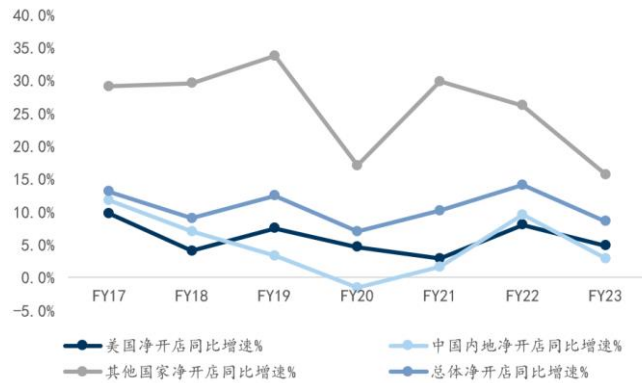
FY18 至 FY23 期间(需要考虑疫情对全球的影响), 美国、中国和其他国家净开店累计数量分别为 98、116、100 家, 主要区域开店速度较为均衡, 中国最快。中国内地净开店速度受到疫情影响较大, 在 FY20 年净减少一家, 未来中国净开店速度会继续高于北美大本营。但开店增速方面, 所有区域开店增速较疫情前已有放缓。

图 8 Lululemon 各区域净开店数量



资料来源：公司公告，HTI

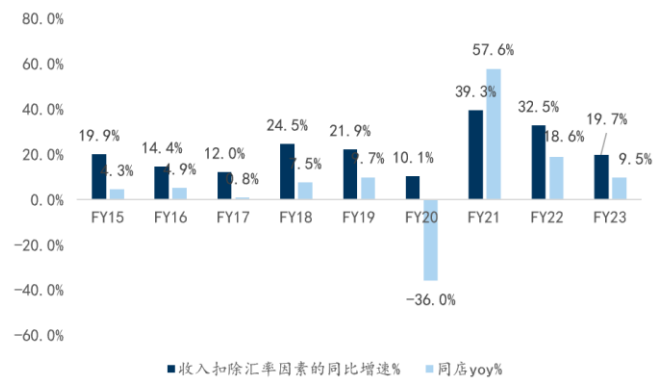
图 9 Lululemon 各区域店铺数同比增速



资料来源：公司公告，HTI

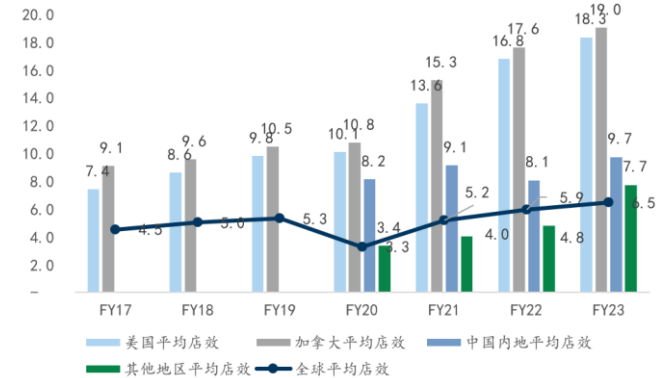
除 FY20 因为疫情影响，LULU 同店自 FY15 年以来一直为正，复合平均增速为 14.1%，包括 FY20 影响平均增速为 8.5%。收入和同店表现中间的差距主要来自于线上销售的贡献以及新开店的影响。FY23 LULU 全球店铺平均店效为 650 万 USD/年，回升到疫情前 FY19 年 530 万 USD/年的店效以上，其中美国和加拿大的店效较疫情前的 FY19 年翻倍达到 1830/1900 万 USD/年，FY23 中国内地店效为 970 万 USD/年，以上店效数据包括线上和其他渠道表现(报前端没有分拆分区线下店铺收入规模)。

图 10 Lululemon 同店增速%



资料来源：公司公告，HTI

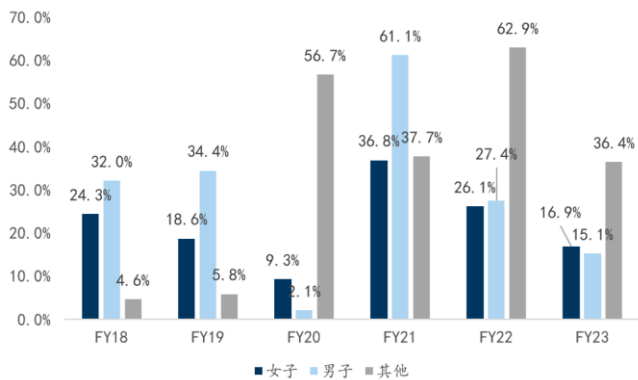
图 11 Lululemon 各区域同店店效(mn USD/年)



资料来源：公司公告，HTI。NOTE: 美国/加拿大/中国内地/其他地区店效包括线上渠道表现。

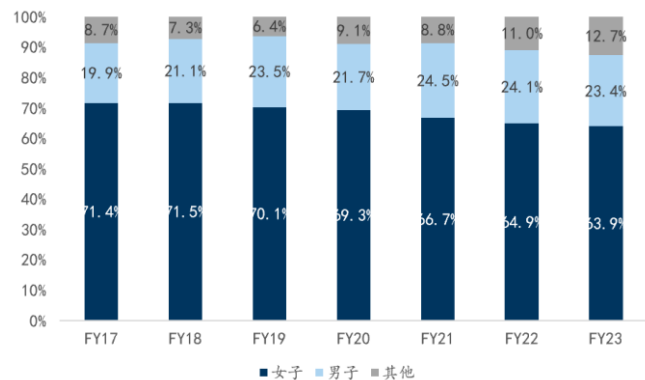
自 FY18 至 FY22 年，LULU 男子增速大多高于女子增速，带动男子收入占比持续提升至 FY21 年的 24.5%。在疫情期间的 FY20 年，女子表现明显好于男子，受益于居家健身如瑜伽/普拉达等的流行。FY23 年，女子增速略快于男子，男子上涨势头略有下降。

图 12 Lululemon 女子/男子/其他的同比增速%



资料来源：公司公告，HTI

图 13 Lululemon 女子/男子/其他收入占比%



资料来源：公司公告，HTI

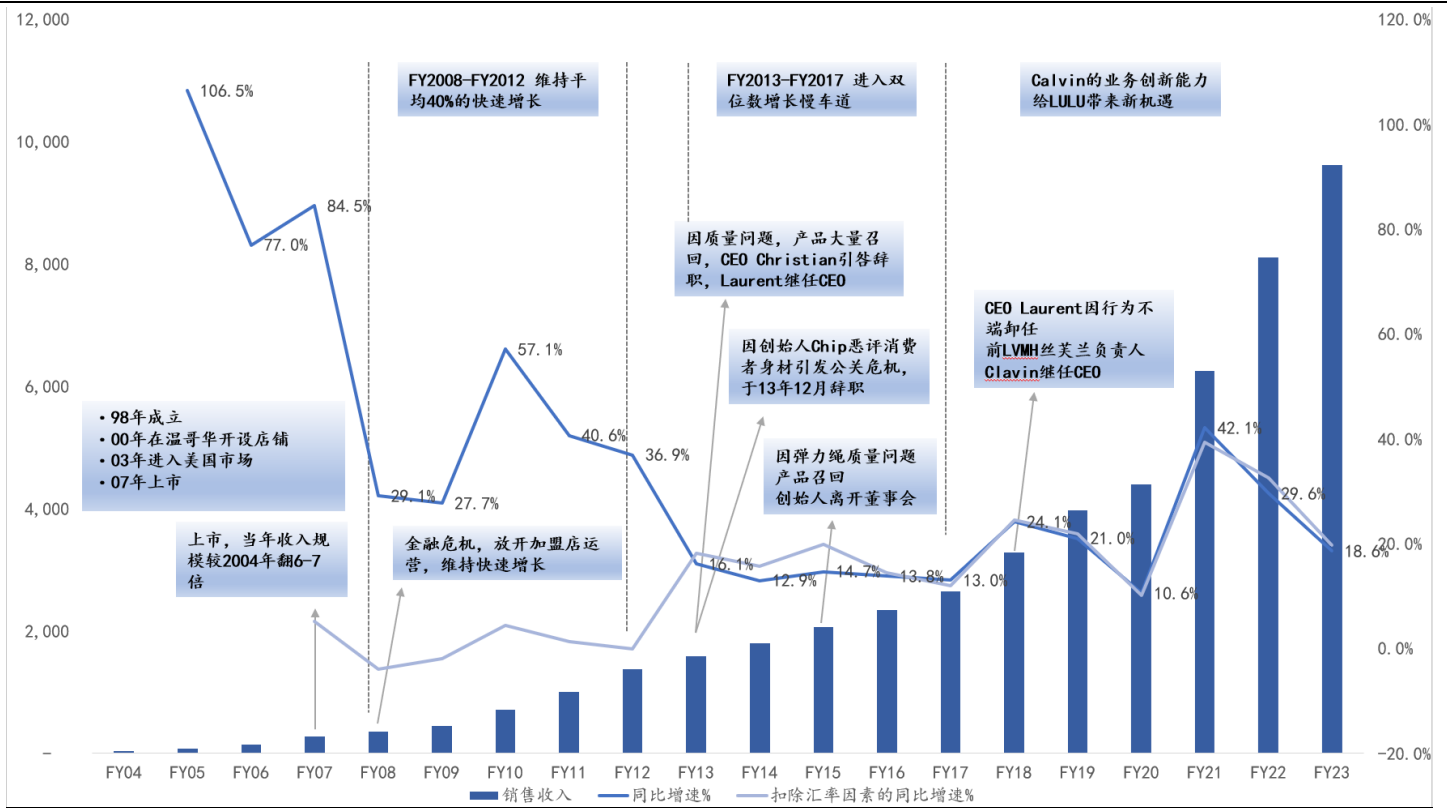
管理层更换始末和股权结构

Lululemon 由 Chip Wilson 成立于 1998 年，原因是他发现瑜伽课上的年轻女性缺乏专门为瑜伽设计的优质运动服，当时的运动服存在不合身和内缝摩擦导致皮疹等问题，彼时 Chip Wilson 已在滑雪板、滑冰和冲浪领域工作了 20 年，曾尝试用一种为女性滑雪运动服做内衣的面料，开发出了黑色弹力瑜伽裤。2000 年第一家 Lululemon 店铺在温哥华开业，2003 年进入美国市场并于 2007 年上市，收入规模至较 2004 年翻了 6-7 倍。2008 年全球金融危机，放开加盟店运营，表现优秀，FY2008-FY2012 期间，LULU 仍维持平均 40% 的快速增长。

FY2013-FY17 年 LULU 进入双位数增长慢车道，主要由于数次质量问题和创始人言论问题，影响消费者心智。2013 年 3 月 LULU 出现瑜伽裤过分透明的质量问题，召回了 17% 的黑色瑜伽裤，损失 6000 万美金的销售额，CEO Christine Day 于 6 月辞职，Laurent Potdevin 继任 CEO。创始人 Chip Wilson 在此次事件后嘲讽消费者太胖不适合穿 Lululemon 的服装，带来公关危机，2013 年 12 月辞去董事长。2015 年，因为女装帽衣颈部的弹力拉绳伤到面部或眼睛，Lululemon 又召回 38 万条女装，创始人 Chip Wilson 同年离开董事会。2016 年公司提出四项核心增长计划，收入增速在 FY16-FY17 表现平平。2018 年初 CEO Laurent Potdevin 因为行为不符合公司标准，没有给予员工应有尊重的理由卸任 CEO。

同年，任命 Calvin McDonald 为 CEO。Calvin McDonald 在之前五年一直担任 LVMH 旗下丝芙兰 (Sephora) 的美洲区负责人。在他的任期内，Sephora 每年都实现两位数的增长，并扩大了产品种类，并推出了新的数字平台、内部服务和商店体验。他还帮助丝芙兰成功进入其他全球市场，包括巴西和墨西哥等。LULU 董事会更看重 Calvin McDonald 的业务创新能力和带来组织增长的能力。

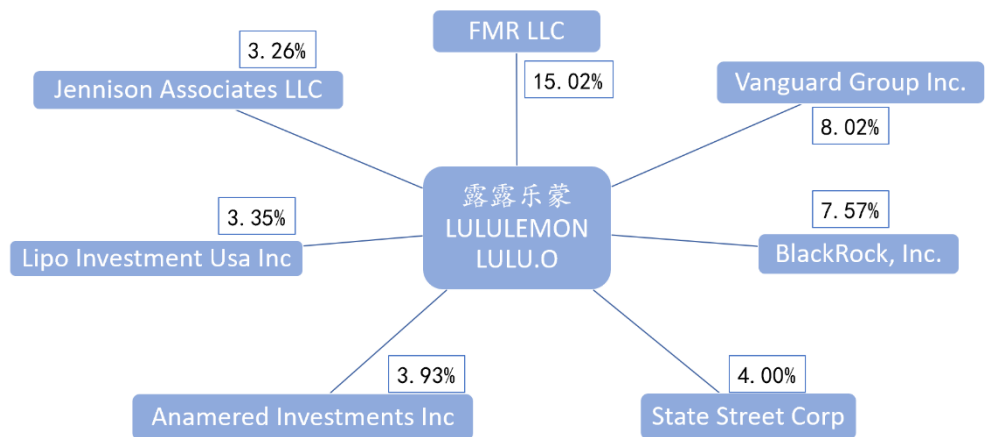
图 14 Lululemon 收入表现和关键事件梳理



资料来源：公司年报、公司官网、HTI

公司股东以机构投资者为主，前期最大的个人股东，公司创始人 Wilson Dennis J.在近几年进行了减持，目前持股比例已在 1%以内。

图 15 Lululemon 股权图



资料来源：公司公告，HTI.

2、2022 年 4 月公布 Power of Three x2 (三力增长计划 2.0)，目标未来 5 年双位数增长

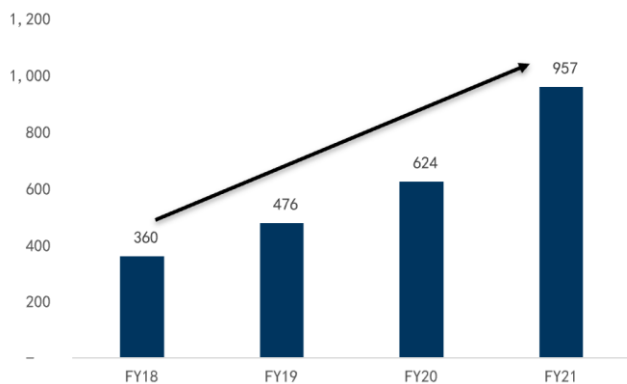
Calvin McDonald 于 2018 年上任后，于 2019 年公布了 Lululemon 的 Power of Three(三力增长计划)，从**产品创新、全方位宾客体验**以及**市场扩展**三个战略角度，确立了未来 5 年的业务运营重点。目标到 2023 年实现总净营收翻番，其中男装业务营收翻番、数字净营收翻番以及国际净营收翻两番。虽然期间经历了全球疫情带来的线下业务短期停滞，但 LULU 的线上业务增速飙升，并于 FY21 年提前实现了 Power of Three 的目标。

图 16 2019 年 Lululemon 的 Power of Three (三力增长计划)



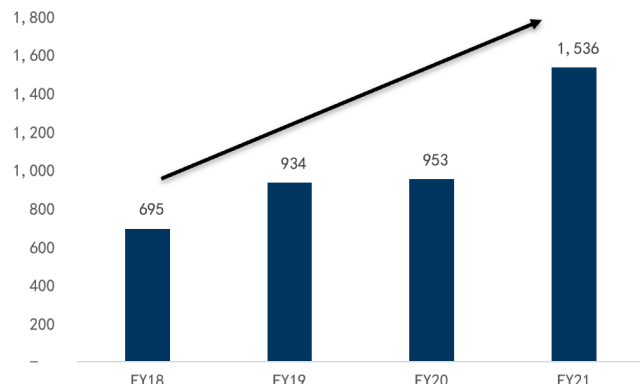
资料来源：公司公告，HTI。

图 17 FY21 年除北美的海外业务较 FY18 年实现翻倍以上增长



资料来源：公司公告，HTI

图 18 FY21 年男装业务较 FY18 年实现翻倍以上增长(mn USD)



资料来源：公司公告，HTI

LULU 在 2022 年 4 月公布了新的 5 年增长计划，Power of Three x2(三力增长计划 2.0)，继续从**产品创新、客户体验**和**市场拓展**三项战略角度扩展业务，目标在 **FY26 年实现 125 亿美金的收入，较 FY21 年 62.6 亿的收入实现翻倍增长，其中男装、电商收入翻倍，国际业务收入翻 4 倍**。同时，公司分品类/渠道/地区也给了具体的增速目标。

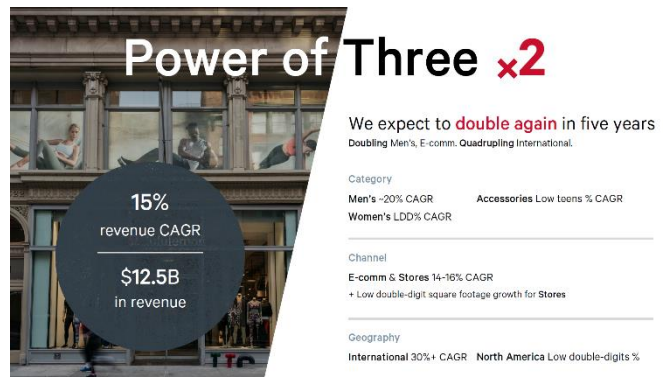
- **品类方面:**
 - ◇ 男装复合增速约 20%
 - ◇ 女装低双位数(LDD)复合增长
 - ◇ 配饰低双位数(LDD)复合增长
- **渠道方面:**
 - ◇ 线上渠道和线下店铺均有 14-16%的复合增速
 - ◆ 其中线下店铺面积低双位数复合增长
- **地区方面:**
 - ◇ 国际 30%以上的复合增速
 - ◇ 北美区域低双位数复合增速

图 19 2022 年 Power of Three x2 (三力增长计划 2.0)



资料来源: 公司公告, HTI

图 20 2022 Power of Three x2 分品类/渠道/地区的增速目标

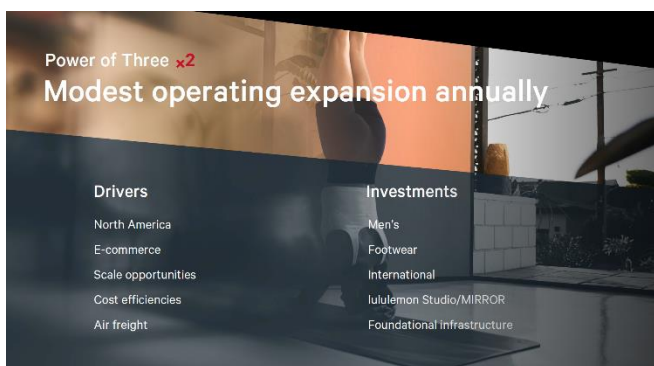


资料来源: 公司公告, HTI

公司同时有其他重要绩效关键指标目标:

- **库存方面:** 库存增长与收入增长同步
- **CAPEX:** 收入的 7-9%
- **税率:** 2023-2026 年位 30%
- **EPS 增速:** 超过收入增速

图 21 2022 Power of Three x2 的增长引擎和投入方向



资料来源: 公司公告, HTI

图 22 2022 Power of Three x2 其他绩效关键指标



资料来源: 公司公告, HTI

3、LULU 的运动/休闲服饰系列扩张基本结束，鞋类仍需要技术积累支持产品破圈

LULU 已经基本覆盖了女性/男性室内运动场景的基本款和部分休闲场景的基本款；女性/男性室外运动场景、休闲正装和鞋类或有继续扩张空间

LULU 起家于瑜伽裤，产品扩张到瑜伽服；从修身瑜伽裤到宽松运动装；从专业瑜伽场景扩张到跑步、健身房的运动场景；从女装到男装；从服装到运动配件如包包和运动鞋品类；从运动场景到休闲工作装场景等。LULU 的策略是通过扩张品类以抢占更多的消费者“衣柜空间”，以瑜伽裤作为切入口，覆盖更多的运动及日常场景，满足消费者除正式商务场合之外的几乎全部需求。

图 23 Lululemon 主要系列上市时间梳理

时间	Lululemon 的重要系列
2015年之前	Define 系列是女性拉链式塑身运动上衣外套，第一个版本于1998年上市，后续不断改进和创新，是Lululemon女性服饰重要系列之一。
2015年之前	Scuba 系列女性全拉链宽松式带帽外套，于2015年之前推出，后续不断改进和创新，是Lululemon女性服饰重要系列之一。
2015	推出经典女性Align™系列，亦是品牌迅速崛起的重要关键，运用专利的Nulu™材质，展现lululemon对于「舒适」的追求，甚至颠覆社会大众对于运动服装的想象。
2015	推出经典男性ABC长裤系列(Always Be Comfortable)，在设计上结合了商务休闲，让男性顾客在上班通勤、跑步、健身房、登山骑车等不同场景可穿着。继ABC长裤的大获成功，公司开始扩张产品线，在夹克、Polo衫、衬衫等SKU上频出爆款。
2018年之前	推出女性Fast and Free系列，主打轻薄、透气、速干而且一般是高腰，设计上也是有非常多的口袋，适合夏季出门运动。
2018年之前	Softstreme系列是一年四季都能穿的高腰休闲全能裤。
2018年之前	Wunder Under系列用三种特色面料拼接而成，有较强的外观特色，面料包括Full on Luon面料(厚实/强弹性)，Full on Luxtreme面料(速干和塑性)，和Full on Nulux面料(轻薄透气)。
2018	推出第一款腰包Everywhere。到现在真的做到了Everywhere。
2019	男士Commission系列，和ABC系列相比更正式，挺括的版型和不易褶皱的面料，搭配衬衫、休闲西装都很合适，全年龄段都可以穿。
2019	推出女性运动裤Dance Studio系列，Dance Studio系列是Lululemon运动裤的长青系列。
2021	2021年3月推出女性专业训练系列Wunder Train，大获成功，成为重要的系列之一。
2022	2月Lululemon的Mylo™系列包袋开始在全球发售。该系列包含一款“二合一瑜伽垫收纳包兼冥想坐垫”以及一款“Barrel行李包”。号称“世界上首个用蘑菇制成的瑜伽配件系列”，由Lululemon历时两年研发。
2022	公司2021年试水女性跑鞋市场，推出全球首款专为女性设计的跑步鞋。2022年3月正式进入女性跑鞋市场，并推出Blissfeel首款女士跑鞋、22年7月发布第二款女士运动鞋Chargefeel、22年10月推出Strongfeel女士训练鞋、Restfeel拖鞋四款产品。
2022	专为男士推出运动短裤Pace Breaker和License to Train系列，Pace Breaker系列成为男士重要系列之一。
2022	可谓是Lululemon的“产品创新之年”，这一年Lululemon推出首个综合性Hike徒步系列、首个网球服饰系列、首个高尔夫系列，Evolution系列Polo衫。
2023	5月推出女士越野跑鞋。
2023	3Q推出男性系列服装系列，Steady State和Soft Jersey系列。Steady State是男性全拉链式连帽上衣系列。Soft Jersey是男性短袖/长袖贴身运动衫系列。
2024	首款男女同款运动休闲鞋Cityverse将于2月20日在国内上市。
2024	将于3月19日和5月7日正式发布首个男鞋系列，聚焦于休闲、大众运动两个领域，推出跑步鞋履beyondfeel跑鞋及beyondfeel trail越野跑鞋。

资料来源：公司年报、公司官网、HTI

LULU 的核心系列，如女性运动裤 Align 系列、拉链式运动外套 Scuba 系列和 Define 系列，以及男性经典 ABC(Always Be Comfortable)商务休闲长裤系列均为 2015 年及之前推出，并不停地改进创新，已成为 LULU 的业绩基石，其中 Align 系列在 2022 年已成为超过 10 亿美金的大单品系列。

图 24 Lululemon 2015 年及之前上市的核心系列



资料来源：公司公告，公司官网，HTI.

2015-2018 年 LULU 成功推出了女性轻薄运动系列 **Fast and Free**，多种面料拼接的 **Wunder Under** 系列，休闲全场景系列 **Softstreame** 系列，以及第一款腰包 **Everywhere** (现在真的做到了 everywhere)。2019 年推出了较 ABC 休闲裤更正式的男士 **Commission** 系列，和女性运动裤 **Dance Studio** 系列。2021 年推出女性专业训练系列 **Wunder Train**，大获成功，已成为重要的系列之一。

图 25 Lululemon 2015-2021 年上市的核心系列



资料来源：公司年报，公司官网，HTI

2022 年是 Lululemon 的创新大年，正式进入女性跑鞋市场，并推出女士跑鞋 **Blissfeel** 系列、训练鞋 **Chargefeel**、训练鞋 **Strongfeel** 系列、拖鞋 **Restfeel** 系列四款产品；推出首个综合性 **Hike** 徒步系列、首个网球服饰系列、首个高尔夫系列，**Evolution** 系列 **Polo** 衫；专为男士推出运动短裤 **Pace Breaker** 和 **License to Train** 系列，**Pace Breaker** 系列成为男士重要系列之一；全球发售 **Mylo™** 系列包袋，号称“世界上首个用蘑菇制成的瑜伽配件系列”。

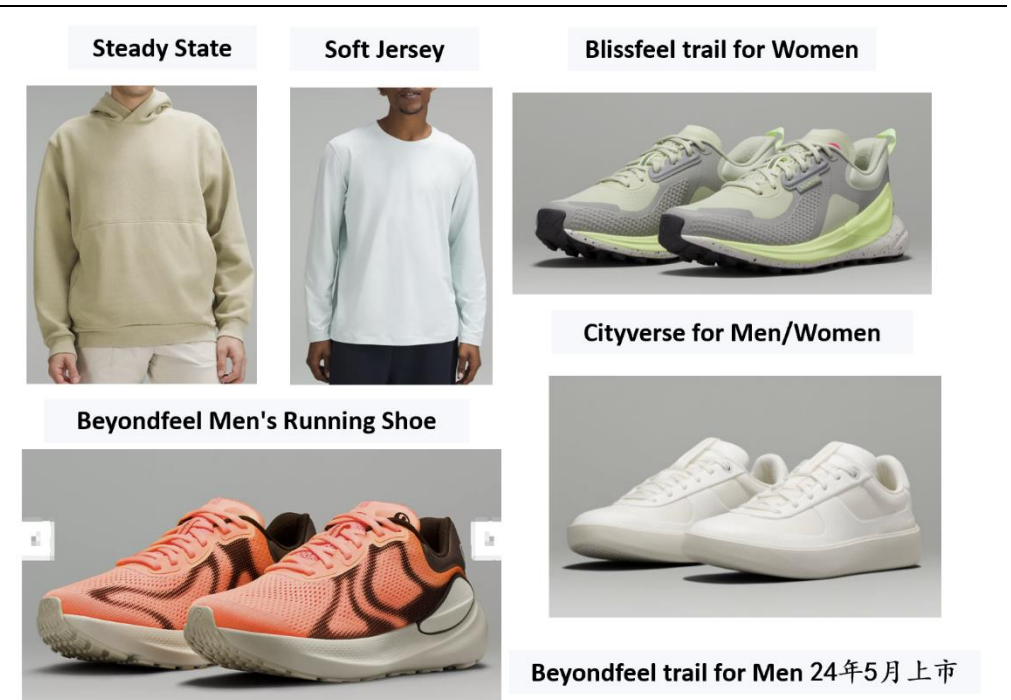
图 26 2022 年是 Lululemon 的创新大年



资料来源：公司公告，公司官网，HTI.

2023 年以来 LULU 的产品创新更多集中在男性鞋服，2023 年推出男性 **Steady State** 和 **Soft Jersey** 服装系列，并在 2024 年 3 月推出 **Cityverse** 男女同款休闲鞋，同月推出男性跑鞋 **Beyondfell** 系列，并将在 5 月推出同系列的越野跑鞋。

图 27 2023-2024 年上市的核心系列



资料来源：公司公告，公司官网，HTI.

LULU 的产品系列看起来多且杂，跟客户对款式/版型的不同需求有关，也跟穿着场景和不同布料技术应用相关。LULU 前期发布多种系列，产品系列也有优胜劣汰，新系列替代旧系列的机制。随着更多运动场景和休闲场景的开发，以及新技术和新材料的应用，LULU 会持续推出或迭代更多产品系列。

图 28 Lululemon 的主要布料技术梳理

布料名称	布料特性	应用系列	应用场景
Nulu™	最著名的“亲肤裸感”面料，采用双面磨毛工艺处理，质地软糯，贴合度、延展性高，适合瑜伽。	Align	室内瑜伽/普拉提
Nulux™	除了有Nulu™相似的功能外，还多了吸汗、快干的特点，适合跑步训练等。	Fast and Free	室外跑步、夏天运动
Everlux™	独特双面针织，外层触感轻柔，内层吸湿排汗，面料清凉舒适，适合市内流汗训练。	Wunder Train	室内训练或流汗运动
Luxtreme™	具有低阻、光滑和良好透气性的特点，适合大量出汗的跑步或高强度训练，排汗效果好，适合跑步和训练。	License to Train, Wunder Under	室内外高强度运动
Luon™	有超强的弹力、吸汗能力和棉质柔软的手感，弹力面料延展好，能保持肌肉形态，适合瑜伽或低强度训练。	Define	室内瑜伽/低强度运动
Sweat-wicking	具有排汗、快干功能，且织面易四向拉伸。	License to Train, Evolution	室外运动，高强度运动
Smooth Cover	具有软排列作物的触感，但编织又密又厚，非常有支撑性，适合寒冷天气或夜间。具有 Everlux排汗、快干优点，同时还拥有 Aligns 的舒适柔软度。	Wunder Under	寒冷天气、夜间运动

资料来源：公司年报、公司官网、HTI

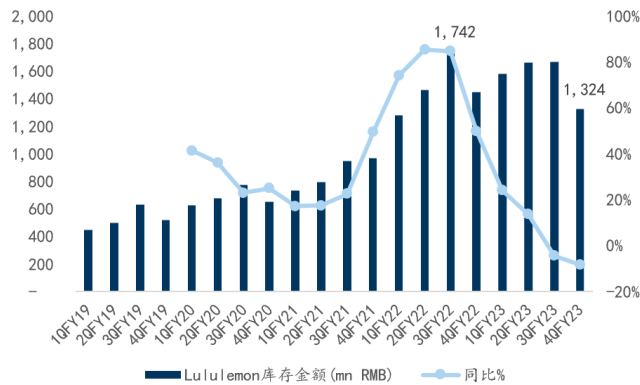
LULU 已经覆盖了女性和男性在室内运动场景如瑜伽/普拉达/健身等的基本款，正在向如高尔夫和网球等室外运动场景的运动服饰基本款扩张；LULU 已经覆盖了部分休闲场景的基本款，其休闲正装如裤装，因为其舒适且版型适合上班场景，消费者反馈很正面，正向女性和男性的休闲正装扩张。同时向鞋类扩张，自 2022 起一直试错女性、男性休闲鞋、跑鞋和训练鞋。LULU 从女性运动角度出来，在鞋舒适度设计过程中，考虑女性的足弓高度、脚跟大小、脚底弯曲程度等方面，具体明显的产品特色，因此我们判断休闲鞋如 Cityverse 将会有较好表现。但在专业运动鞋领域，我们认为 LULU 在鞋类仍需要时间积累更多运动鞋技术。如这两年上市的女性和男性跑鞋方面，更多注重在设计端，而中底、大底、鞋面技术端较为欠缺。

多产品系列和海量 SKU，库存管理是重要的关注度之一

随着系列的不断上新，叠加不同布料技术，常规版和亚洲版的不同版型，以及多尺码及多尺寸的选择，LULU SKU 持续增加，目前或有上万个常规 SKU，库存金额的管理和库存周期是重要的关注点之一。

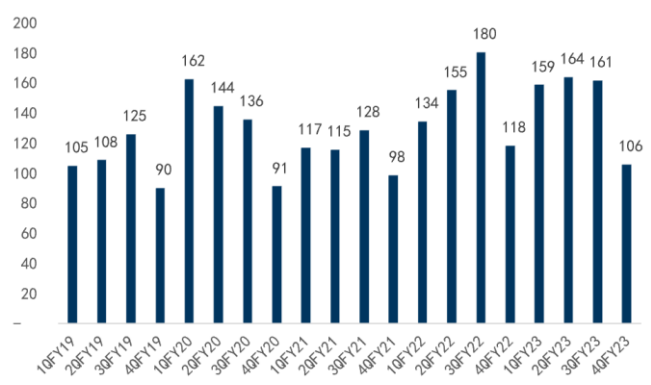
至 4QFY23，LULU 的库存金额为 13.2 亿美金，自 3QFY23 开始库存呈同比下降趋势，两个季度分别下降 4.5%和 8.6%，库存水平进一步。季度库存周转天数在 3QFY22 达到最高值 180 天，至 4QFY23 下降至 106 天，基本下降至疫情前 FY19 年水平。LULU 2022 Power of Three X2 计划中对库存水平也有规划，要求库存增长与收入增长同步，对应金额会随之上升。

图 29 Lululemon 库存金额和同比增速%



资料来源：公司公告，HTI

图 30 Lululemon 库存周转天数



资料来源：公司公告，HTI

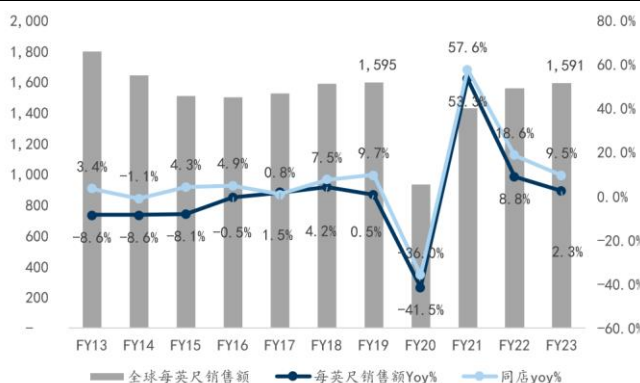
多产品系列支持店铺面积和坪效提升，优秀的坪效表现带动公司利润率上行

FY2023 LULU 全球店铺平均面积为 4,173 英尺（即约 388 平米），FY14-FY17 年店铺面积基本维持在 2900-3000 英尺区间（即 270-280 平米），随后 FY18-FY23 店铺面积呈单位数复合增长。

每英尺销售金额为 1,591 USD，基本恢复到了疫情前 FY19 的 1,595 USD 水平。过去 10 年，公司坪效(每平方英尺销售额)同比增速和同店表现一致，每英尺金额上也没有因为店铺加密或竞争而下降，证明 LULU 在消费者心中的品牌力以及产品力的强劲。坪效增速略慢于同店，主要因为单店面积正增长的差距。

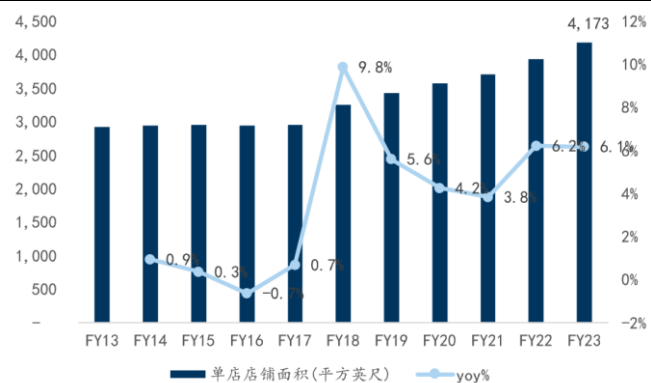
LULU 还在进行系列的扩展和品类扩张，LULU 2022 Power of Three X2 计划中对总体线下店铺增速和店铺面积增速也有规划，要求线下店铺有 14-16%的复合增长（注意非单店，包括开店影响），其中店铺面积有低双位数复合增长 VS 过去 5 年店铺面积多为单位数增长，即要求坪效有低单位数的复合增长。

图 31 Lululemon 每英尺销售金额和同比增速%



资料来源：公司公告，HTI

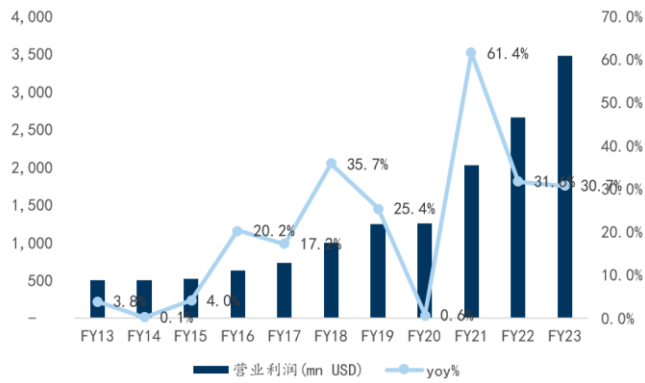
图 32 Lululemon 单店面积(平方英尺)和同比增速



资料来源：公司公告，HTI

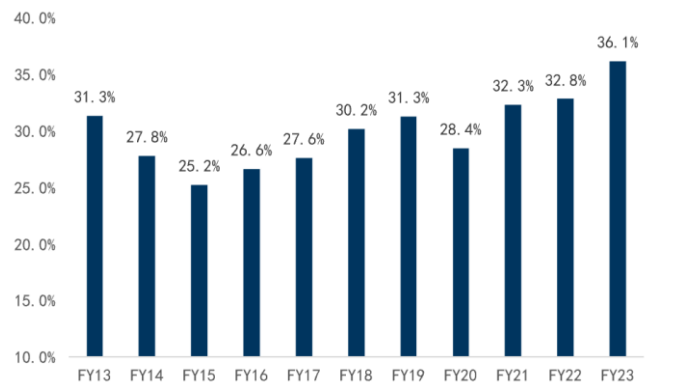
优秀的坪效支持 LULU 利润率水平持续上行。FY14-17 年受到业务、管理层、董事会的变动影响，LULU 的营业利润率下探。自 FY18 年之后又恢复到 30%以上（除去 FY20 受到疫情影响线下店铺表现），FY23 上升至 36.1%。

图 33 Lululemon 营业利润和同比增速%



资料来源：公司公告，HTI

图 34 Lululemon 营业利润率水平%



资料来源：公司公告，HTI

LULU 在品类扩张中，也会出现收购品牌/产品运营的失败案例，或者开发的部分系列未达到预期的理想效果。

图 35 Lululemon 不达预期的收购案例/产品系列

时间	Lululemon 不达预期的收购案例/产品系列
2003	Lululemon 曾新创了一个主打健康的店铺品牌 Oqoqo，在产品开发中却遇到了三个和环保理念产品相冲突的问题：“环保产品不环保”，“可持续产品不持续”，“低消费欲无法负担高价品”的问题。
2003	开发了女童新品牌 ivivva，产品受到年轻女生参与的舞蹈运动启发，为她们提供适合的产品。最高峰时，ivivva 有 55 家店铺，按初期的规划到 2012 年，男装业务已经成熟，公司可将余力扶植女童品牌，但男装业务并未达到计划规模。于是 2017 年起公司开始收缩女童业务，关闭实体门店，同时将原有单独的 www.ivivva.com 网址，并入 www.lululemon.com 的域名下。
2019	品牌曾经扩大品牌的产品类别，推出 Selfcare 系列个人护理产品，但是并未掀起社会大众的高度关注，包括唇膏、面部保湿霜、香体喷雾和免洗洗发水，价格区间在 12-26 美元（约 81-176 人民币）。
2020	2019 年投资了交互式健身镜 Mirror，2020 年宣布以 5 亿美元收购 Mirror，23 年 9 月，宣布与 Peloton 建立为期五年的新合作伙伴关系，Peloton 成为 Lululemon Studio 的独家数字健身内容提供商。虽然仍将为 Lululemon Studio Mirror 设备的所有者提供服务和支持，但最近已停止销售硬件。

资料来源：公司年报、公司官网、HTI

4、社区&社群营销是 LULU 的基因，内容传播+社群活动+两级会员计划建立 LULU 北美全零售体系

社区&社群营销是 LULU 的基因

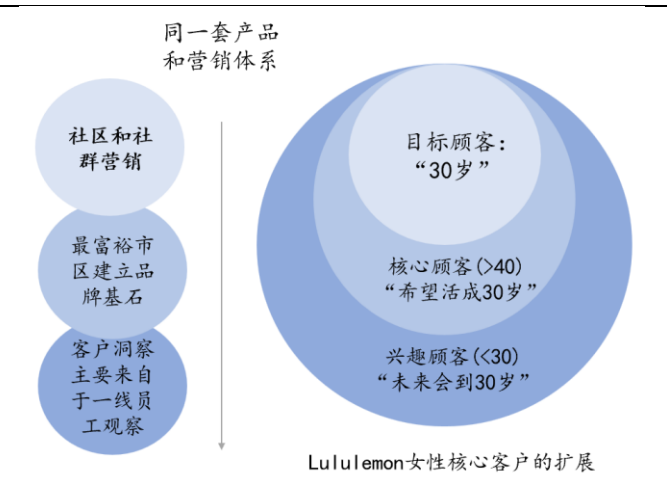
LULU 创立之初的目标群体是“Super Girls”，即年龄为 30 岁左右的女性，年收入约 10 万美金，追求健康追求工作与生活的平衡，喜欢健身尤其是瑜伽。很快，其核心客户已扩张到 40+、家庭富有、追求生活品质的中产用户，这类女性希望能活成 30+ 的生活状态。

LULU 品牌传播起源于社区营销，从品牌成立早期起，通过于当地健身房、教练、和符合 LULU 形象热爱运动的 KOL 建立紧密关系，辐射消费者，并在本地和社区有节奏的举办如冥想、瑜伽、健身等课程，打造品牌并培育消费者。人和社群是 LULU 的基石。形成社群后，会链接核心的客群，客群间大家产生共鸣，忠实的客群又进一步产生裂变。社区和社群营销是 LULU 的基因，至今在全球范围内仍是最重要的营销手段之一。

在品牌建设方面，LULU 最先进入的是一个城市最富裕的市区，在目标顾客最密集的地方构建起品牌忠诚度的基石。根据创始人 Chil Wilson 叙述，由于 LULU 的目标顾客画像与星巴克高度重合，所以只需要跟着前三家星巴克的轨迹开店即可。

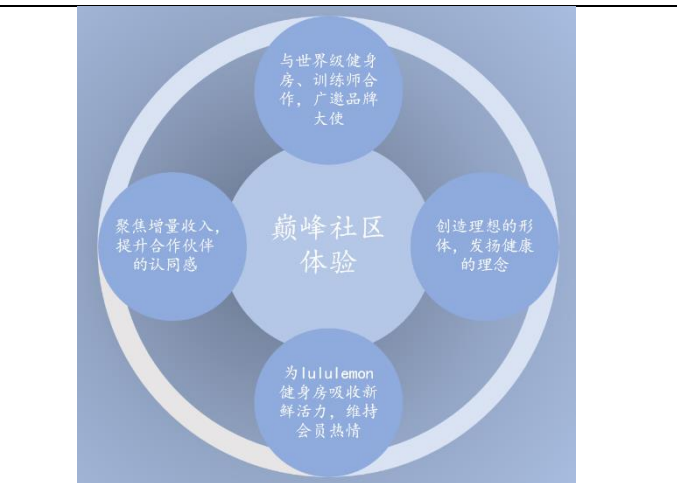
在客户沟通方面，在 LULU 崛起的早期，从不做大数据分析和客户访谈，连基本的 CRM 工具都没有，对于客户的洞察全部来自一线店员的观察，包括记录老顾客的喜好、特点、产品反馈，并像真的朋友那样了解他们。比如，公司特意将衣服折叠桌放在试衣间附近，而不是后面的房间，以便员工可以“偷听”用户的抱怨和投诉。

图 34 Lululemon 核心客户扩展路径



资料来源：公司公告，HTI

图 35 Lululemon 2023 年发布的增长战略图



资料来源：公司公告，HTI

到今天，LULU 的目标顾客已经拓展到了更年轻的女性，这部分女性未来也期待到 30 岁左右能同时拥有生活、事业、健康的状态。同时，起步于女性运动定位的品牌自 2015 年起拓展到男性服饰，并获得成功。随着目标客户群体的扩展，LULU 的营销策略进一步升级。2023 年 9 月，LULU 在年度分析师会议上发布了增长战略图，社区和社群仍是营销核心，持续招募新客群，并在社群中产生共鸣，加强核心客户的忠诚度并产生裂变。

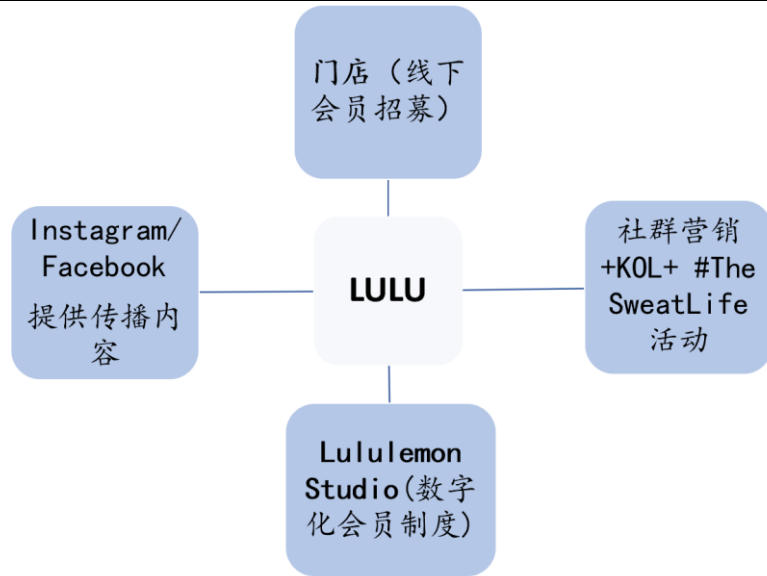
内容传播+社群活动+两级会员计划建立 LULU 北美全零售体系

Lululemon 以店铺为中心，社群活动为单位，积累了扎实的私域流量。LULU 和当地健身房、教练、KOL 建立紧密联系，作为形象大使打造核心客户形象；在#TheSweatLife 发布社群活动，并分享客户生活/收获/情感达成客群间的共鸣，同时吸引新的消费者；同时消费者在通过 Instagram 上使用#TheSweatLife 的标签作为分享他们的成就和健身进一步巩固他们对品牌的参与和感情。近年来 LULU 的资源正在从品牌大使模式 (Sweat Collective) 向社交媒体创作者 (Content Creator) 倾斜。

2013 年公司在官网建立了自己的线上销售平台，同时可以收集线上消费者的购买习惯、产品样式、客单价、购买周期等大数据，对线下社群数据进行补充，并通过分析大数据，可以更快和更精准的把传播内容点对点的辐射到顾客。

LULU 在 2020 年收购 Mirror，在 2022 年将 Mirror 更名为 **Lululemon Studio**，开启**两级会员计划**。基本会员(Lululemon Essential Membership)是免费的，可以访问精选内容，享受店内和在线的某些优惠。Lululemon Studio 是高级付费会员，可以访问所有 LULU 提供的世界一流的专业课程和个人培训。每次购买 lululemon 均可享受 10% 的折扣（几乎），在指定商店无限制地参加课程，并亲自参加合作伙伴工作室，享受高达 20% 的折扣。LULU 也加大了在会员体系上的投入，例如 2023 年为基础会员提供了额外的福利，他们可以通过 lululemon app 提前获得黑色星期五的款式，而这一策略推动了应用程序下载量的大幅增长，几乎没有增加营销成本。

图 36 内容传播+社群活动+线上线下两级会员建立 LULU 全零售体系



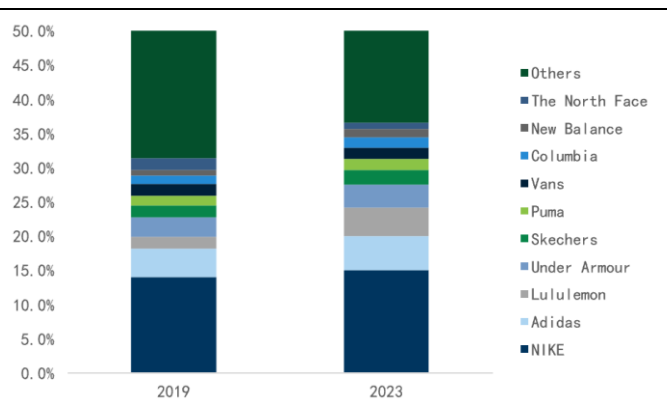
资料来源：公司公告，公司官网，HTI.

5、LULU 在北美高速增长期已过，进入稳健增长区间

LULU 在北美高速增长期已过，运动/休闲品类扩张基本结束，收入已接近 NIKE 服饰在北美的体量

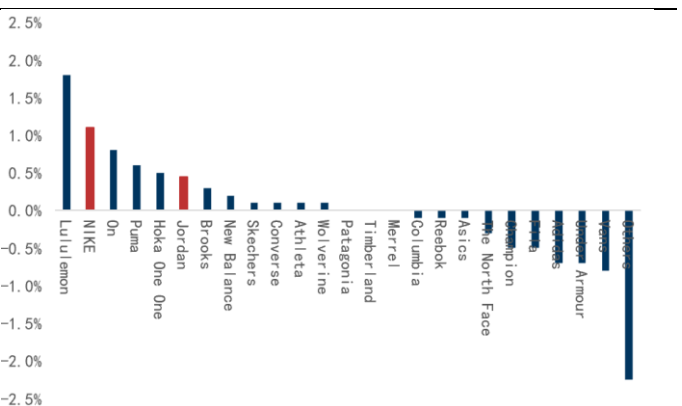
假设 NIKE 在北美 90%收入来自于美国，其中鞋类占比在 66%(该数据为全球鞋类占比)，那么 NIKE 上一财年在美国的运动服饰销售额为 66.12 亿 USD，LULU 北美销售额为 56.5 亿 USD，仅从服饰类数据看，LULU 的体量已经接近 NIKE 在北美的服饰收入。从另一角度，对比 LULU 和 NIKE 的市占率，根据 Euromonitor 数据，2022 年 NIKE 在美国市占率为 15%，用同样比例剔除鞋类市占率，NIKE 服饰市占率为 5.1%，LULU 在美国市占率为 4.2%，与上述服饰数据的结论基本一致，即按照目前 NIKE 和 LULU 在北美的增速，大约在下 1-2 个财年，LULU 运动服饰的体量和市占率将超越 NIKE 的运动服饰体量和市占率。

图 37 北美 2019 和 2023 年运动鞋服市占率分布



资料来源: Euromonitor, HTI

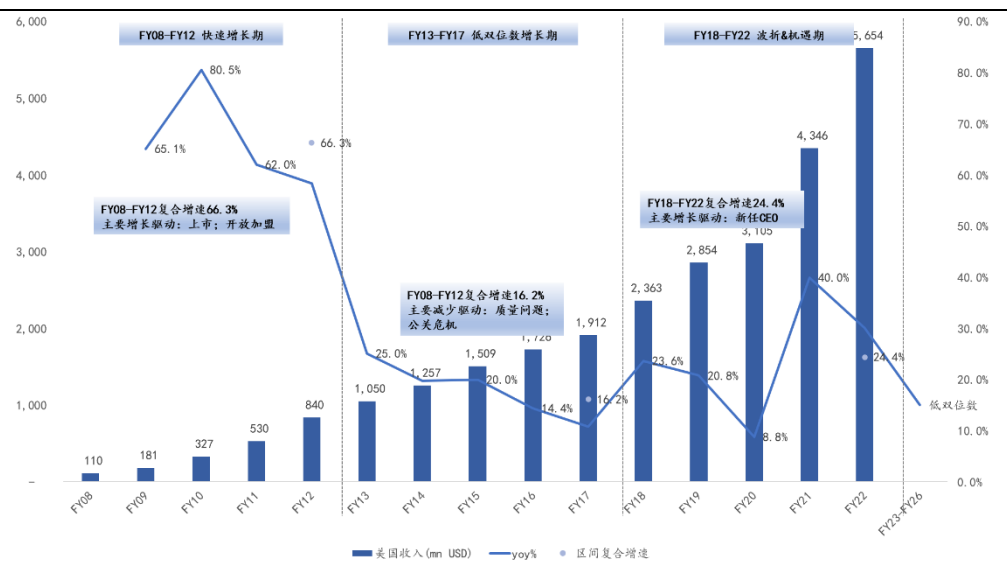
图 38 北美区域 2023 年各品牌市占率较 2019 年的变化



资料来源: Euromonitor, HTI

从产品系列角度, LULU 已经覆盖了女性和男性在室内运动场景如瑜伽/普拉达/健身等的基本款, 部分休闲场景的基本款, 正在向女性和男性如高尔夫和网球等室外运动场景的运动服饰基本款、休闲正装、和鞋类扩张。NIKE 主要在鞋类强势, 而 LULU 基本鞋类的收入很小。因此, LULU 的运动服饰在北美份额仍会持续提升, 但快速扩展起已过, 管理层也将 FY23-FY26 年的北美复合增速指引下降到低双位数增长, 而值得注意的是, 北美区域 4Q23 的指引仅为高单位数, 低于中期低双位数的指引增长, 主要由于宏观经济对运动服饰消费的影响, 尤其是男性消费有放缓。

图 39 LULU 美国历史销售额和同比增速%



资料来源: 公司公告, 公司官网, HTI.

同时, 根据第三方数据, 2023 年 LULU 的折扣活动频率同比高出 20-30%, 这包括了国际市场的 WMTM (We made too much) 活动和北美区域的#theSweatLif 活动等, 也较大程度带来了 LULU 的一波销售业绩。同时 LULU 的打折方式有个很大特点: 折扣广度很大, 参与折扣的 SKU 数量很多; 但折扣深度不高, 尤其是经典系列。对比 2018 年, LULU 2023 年的市场折扣广度提升了 10% 以上, 但折扣深度几乎没有变化。

LULU 在北美众多竞争对手逐渐崛起

ALO 品牌创始于 2007 年的洛杉矶，聚焦瑜伽服饰品牌，主打舒适、健康、时尚，习惯用拼接设计，线条完美，剪裁也别致。品牌理念是“Studio to Street”即“从健身房到街头”，希望讲瑜伽的理念应用到生活中，通过专注运动，而更好的生活，因此，品牌本身调性是高性能且紧跟时尚潮流的瑜伽服产品。目前比较受欢迎的系列还是运动紧身裤为主，包括 Goddess、Moto、Coast 等系列。

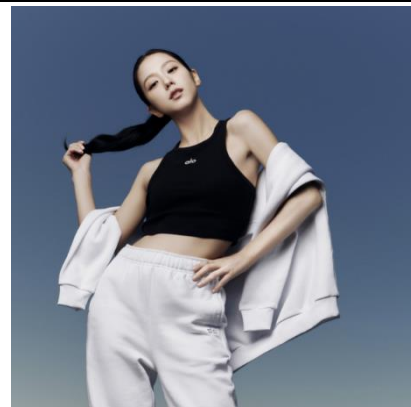
2024 年 1 月 ALO Yoga 官宣 Blackpink 成员 Jisoo 代言该品牌，迅速引起热潮，代言产品火速卖光，也增加了品牌知名度。

图 40 ALO 的核心系列



资料来源：公司官网，HTI

图 41 BLACKPINK 成员 Jisoo 代言 ALO YOGA



资料来源：Cosmopolitan, HTI

对比 LULU 和 ALO，可见在品牌调性、客户群体、价格带、产品风格上有较多的重合度。从消费者反馈来讲，ALO 收到批评时常是产品质量问题，跟 LULU 的产品力还有一定差距。不同于 LULU 较少打折，ALO 时常会有折扣活动，可能跟其主要在线上销售有关。目前 ALO 的线下店铺迅速扩张中，将有助于其品牌力的建立和折扣的减少。

图 41 LULU 和 ALO 的品牌、产品、客户群体、渠道等对比

	LULULEMON	ALO YOGA
品牌调性	瑜伽服饰	瑜伽服饰
女性/男性占比	63.9%	73.0%
年龄层	37%在25-34岁；63%其他	39%在25-34岁；61%其他
价格带	Base Legging 98\$	Base Legging 98\$
风格	聚焦专业运动，品类包括：Yoga、健身、休闲、跑步、旅行、户外运动	聚焦休闲和时尚，品类包括：家居休闲、Yoga、普拉提、网球、跑步、健身
折扣水平	比较少打折	时常有折扣活动
渠道	44%店铺，48%线上，8%其他渠道	以线上为主；线下有约100家店铺，但在迅速增加；有经销合作伙伴，如JWN和Bloominies

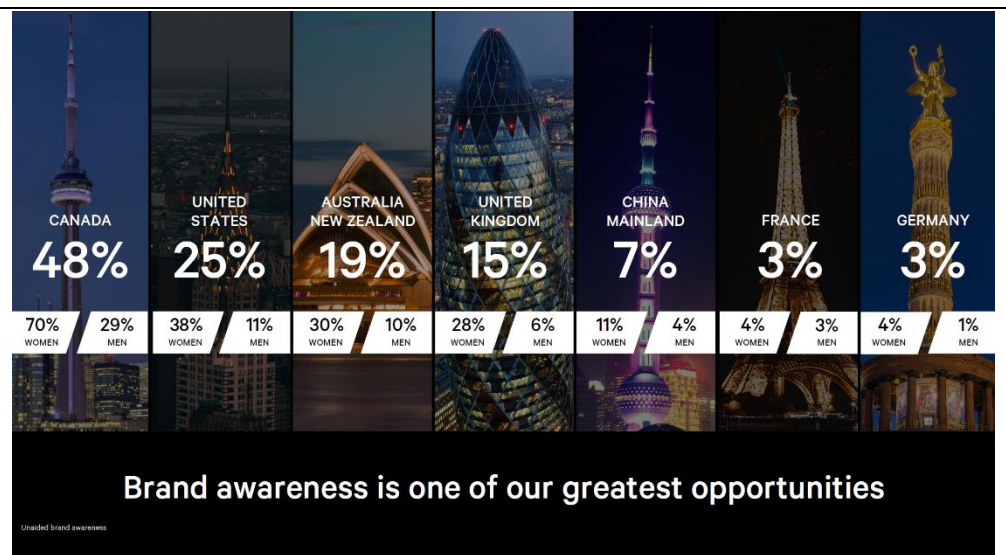
资料来源：SimilarWeb，公司公告，公司官网，HTI。

6、海外人群破圈仍处于上升期，带动 Lululemon 海外增速快于北美地区，中国是最重要海外市场

从品牌认知度，男性市场和海外市场是 LULU 未来增长驱动力

LULU 不断出新的产品系列，拓展核心客户，就是不断在寻找新的高消费力的人群，为增长带来新的驱动力。根据 LULU 在 2023 年 9 月的分析师大会的数据，LULU 品牌在加拿大/美国/澳洲/英国/中国大陆/法国/德国的品牌认知度分别为 48%/25%/19%/15%/7%/3%/3%，其中女性认知度明显高于男性认知度。除美国和加拿大外，其他区域的男性认知度均在 10% 以下，拉低了整体的品牌认知度。因此，**男性市场、海外市场成为 LULU 未来增长的主要驱动力；而要扩张海外市场，电商渠道是较线下更容易触达广大的客户群，并发现核心用户。**

图 42 LULU 在各个主要国家的品牌认知度

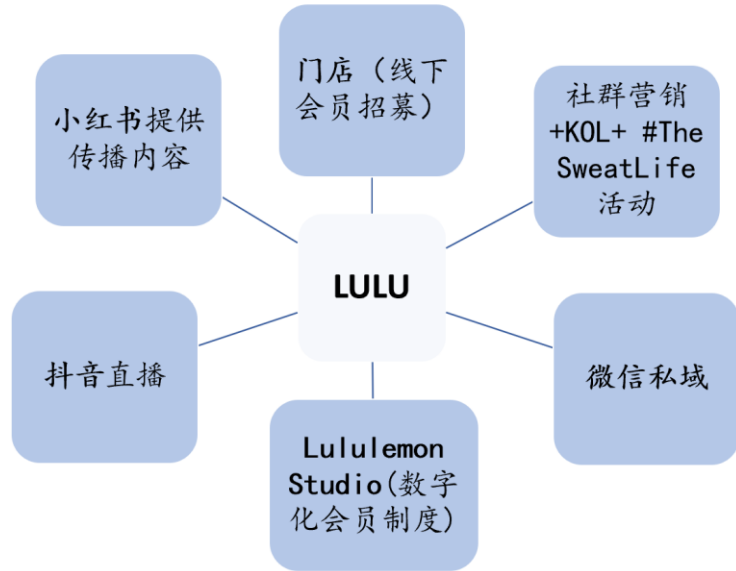


资料来源：公司公告，公司官网，HTI.

抖音有望将拉动 LULU 在中国内地的人群破圈

LULU 在中国内地的营销和零售手段则更加多元化。LULU 擅长社区营销，在中国区已经签约了上千名“品牌大使”服务于线下活动，给门店拉新带来巨大帮助，但截止 FY23，LULU 在中国内地仅有 127 家店铺，线下触达人群有限，因此，LULU 也非常重视线上多种渠道的营销投入，1) LULU 官网、天猫和京东等是消费者触达和实现销售最重要的平台；2) 根据第三方消费者调研小红书也已经成为 LULU 品牌了解排名前三的渠道之一，小红书也是触达 1-2 线城市人群最重要的消费者教育渠道之一；3) LULU 早已在微信公众号+小程序商城+企业微信+微信社群的私域进行布局，将继续在企业微信和微信视频号上加大投入，强化社区建设；4) 2023 年 10 月 LULU 开启在抖音的直播首秀，2024 年 1 月 LULU 在抖音的官方旗舰店正式开业，抖音成为新的人群破圈和流量增长的线上渠道。

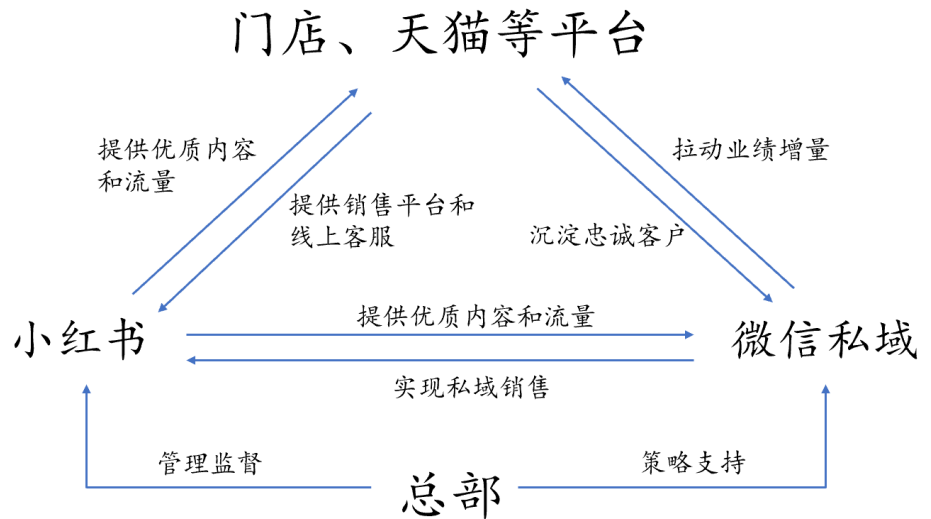
图 43 抖音直播+微信私域+小红书将助力 Lululemon 在中国内地的人群破圈



资料来源：公司公告，公司官网，HTI.

在进入抖音之前，LULU 已经在形成一套线上线下、公域私域联动的内容和流量循环体系。LULU 与小红书 KOL 进行深度合作，KOL 们分享款式穿搭，跟粉丝互动并对分享有带动作用，LULU 粉丝们自发在小红书上分享日常穿搭和使用体验，这些真实内容给 LULU 提供海量素材和话题度。小红书的海量素材影响消费者并在各类平台上实现销售，其中微信是私域流量的重要载体，导购通过将内容数字化，分享给会员群或视频号内，触达和链接消费者，还有一定的个性化风格。通过内容的加持，LULU 已经实现线上线下零售场景的循环和联动。

图 44 LULU 已形成一套线上线下、公域私域联动的内容和流量循环体系



资料来源：公司公告，公司官网，HTI.

抖音成为新的人群破圈和流量增长的线上渠道。

根据魔镜数据，2023 年 LULU 在淘宝和天猫渠道销售额为 15.3 亿，在一众运动品牌收入为双位数下跌的情况下，仍实现了 14.6% 的增长，但销量同比下行了 7.9%。销量下滑意味着 LULU 通过淘宝和天猫平台的线上消费者拓展遇到了短期的瓶颈。LULU 于 2022 年入驻京东，布局男性为主的购物渠道，但效果有限，LULU 函待持续破圈。2023 年 10 月 LULU 开启在抖音的直播首秀，2024 年 1 月 LULU 在抖音的官方旗舰店正式开业。

根据飞瓜数据，自抖音直播开播以来，在单月销售额最高的场次中各城市的观看人群排名前十的城市中，没有开设 LULU 店铺的城市人群也屡有上榜，比如泰州、镇江、潍坊、济宁、保定、聊城等，证明进攻抖音对 LULU 俘获新的用户肯定是有帮助的。

图 45 LULU 在抖音单月直播销售额最高场次中，观众分布的主要城市 TOP 10

		2023年10月		2024年1月		2024年2月	
		■ 来自该城市的观众占比		■ 目前没有 lululemon 线下门店的城市			
1	北京	11.4%	上海	17.6%	北京	21.4%	
2	上海	11.4%	大连	5.9%	广州	7.1%	
3	成都	8.6%	天津	5.9%	上海	7.1%	
4	杭州	5.7%	镇江	5.9%	成都	3.6%	
5	天津	5.7%	潍坊	2.9%	济宁	3.6%	
6	苏州	2.9%	苏州	2.9%	武汉	3.6%	
7	河南 蒙古族自治县	2.9%	聊城	2.9%	沈阳	3.6%	
8	泰州	2.9%	肇庆	2.9%	济南	3.6%	
9	长春	2.9%	辽源	2.9%	昆明	3.6%	
10	南京	2.9%	深圳	2.9%	保定	3.6%	

资料来源：飞瓜数据、DT 商业观察，HTI

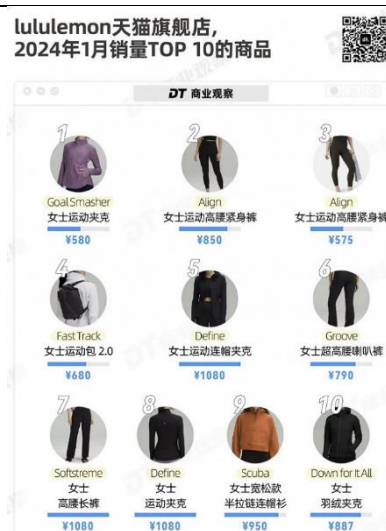
LULU 开辟新渠道也并没有吃掉已有线上渠道的份额，以 2024 年 1 月在抖音旗舰店和天猫旗舰店销量 TOP 10 的商品为例，抖音销售更多的是主推的新品，如 Groove 系列的超高腰喇叭裤系列、羽绒外套、拉绒夹克等；而天猫旗舰店更多销售的是经典产品，如 Align 系列瑜伽裤。此外，抖音渠道的件单价明显高于天猫渠道，上新频次也远高于天猫渠道。可见，在 LULU 的策略里，抖音渠道更强调上新和新品的种草，而天猫渠道保持了货架电商的思路，更重视经典系列走量的销售。

图 46 2024 年 1 月抖音旗舰店销量 TOP 10 商品



资料来源：魔镜市场情报、DT 商业观察，HTI

图 47 2024 年 1 月天猫旗舰店销量 TOP 10 商品



资料来源：魔镜市场情报、DT 商业观察，HTI

7、首次覆盖 LULU 给予中性评级，目标价\$370.2，有 10.1%上行空间

露露柠檬 Lululemon 的投资建议与盈利预测。 我们预期 LULU 2024-2026 财年收入分别为 107.0/117.1/125.9 亿美元，同比增长 11.2%/9.5%/7.5%；FY2024-FY2026 财年净利润分别为 17.1/19.0/20.8 亿美元，同比增长 10.7%/11.0%/9.1%，对应 2024-2026 财年 PE 为 25.7X/23.2X/ 21.2X。LULU 已经覆盖了女性/男性室内运动场景的基本款和部分休闲场景的基本款，正在想女性/男性室外运动场景、休闲正装和鞋类扩张产品系列。同时，LULU 的体量已经接近 NIKE 在北美的服饰收入，在北美拥有同样品牌调性、客户群体、价格带、产品风格的众多竞争对手也在逐渐崛起。我们判断 LULU 在北美高速增长期已过，进入稳健增长区间。LULU 除北美外的其他区域占比仅为 20%，LULU 仍有足够的全球化空间。同时海外人群破圈仍处于上升期，抖音有望将拉动 LULU 在中国内地的人群破圈。我们首次覆盖给予 Lululemon“中性”评级，给予 2025 财年 25X PE 估值，目标价 370.2 USD，有 10.1%的上行空间。

风险提示。 北美竞争加剧、北美消费弱于预期、中国和欧洲消费弱于预期。

图 48 LULU 盈利假设

美元 百万	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
LULU集团收入	8,111	9,619	10,695	11,715	12,589
同比增速%	29.6%	18.6%	11.2%	9.5%	7.5%
美洲收入	6,817	7,632	8,081	8,478	8,745
同比增速%	28.6%	11.9%	5.9%	4.9%	3.1%
中国大陆收入	577	964	1,244	1,499	1,759
同比增速%	32.8%	41.4%	29.1%	20.4%	17.3%
其他地区收入	611	1,024	1,370	1,738	2,085
同比增速%	40.1%	67.5%	33.8%	26.8%	20.0%
毛利	4,492	5,609	6,266	6,880	7,381
同比增速%	24.5%	24.9%	11.7%	9.8%	7.3%
毛利率%	55.4%	58.3%	58.6%	58.7%	58.6%
三项费用	(2,757)	(3,397)	(3,864)	(4,219)	(4,484)
同比增速	23.9%	23.2%	13.7%	9.2%	6.3%
占收入比例	34.0%	35.3%	36.1%	36.0%	35.6%
同比变化	-156	132	81	-12	-39
营业利润	1,328	2,133	2,393	2,653	2,888
同比增速%	-3.4%	60.5%	12.2%	10.8%	8.9%
营业利润率%	16.4%	22.2%	22.4%	22.6%	22.9%
净利息	4	43	57	68	78
税前收入	1,333	2,176	2,451	2,720	2,967
税金	(478)	(626)	(735)	(816)	(890)
税率%	35.9%	28.8%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	855	1,550	1,715	1,904	2,077
同比增速%	-15.8%	81.4%	10.7%	11.0%	9.1%
净利润率%	10.5%	16.1%	16.0%	16.3%	16.5%

资料来源：公司公告，HTI 测算，财年截止日期为 1 月 31 日

图 46 可比上市公司估值预测

上市公司	证券代码	收盘价	财年结束	货币	EPS			PE (倍)		
					2022/2023	2023E/2024E	2024E/2025E	2022/2023	2023E/2024E	2024E/2025E
NKE.N	耐克	89.0	5月末	USD	3.27	3.62	3.95	27.2	24.6	22.5
ADS.DF	阿迪达斯	200.5	12月末	EURO	-2.22	2.84	7.25	-90.3	70.6	27.7
LULU.O	LULULEMON	350.3	1月末	USD	12.23	13.69	15.58	28.6	25.6	22.5
UAA.N	Under Armour	6.7	3月末	USD	0.58	0.93	1.08	11.6	7.2	6.2
SKX.N	Skechers	57.2	12月末	USD	2.38	3.47	4.1	24.0	16.5	14.0
ONON.N	ON	32.1	12月末	CHF	0.18	0.49	0.72	178.2	65.5	44.6
平均值								27.9	22.9	

资料来源：Bloomberg, HTI. 注：收盘价为 2024 年 4 月 11 日数据，2023E/2024E 平均盈利预测剔除 ADIDAS 的负值影响

利润表 (百万美金)					主要财务指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,619	10,695	11,715	12,589	每股摊薄收益	12.2	13.7	15.5	17.3
营业成本	(4,010)	(4,429)	(4,835)	(5,208)	每股净资产	33.6	40.4	49.0	59.4
毛利润	5,609	6,266	6,880	7,381	每股经营现金流	16.9	17.5	20.2	23.0
					每股股利	-	-	-	-
三项费用	(3,397)	(3,864)	(4,219)	(4,484)	毛利率%	58.3%	58.6%	58.7%	58.6%
商誉和其他资产减值、	(75)	-	-	-	EBITDA率%	26.1%	26.6%	27.2%	27.9%
无形资产摊销及其他	(5)	(9)	(9)	(9)	营业利润率%	22.2%	22.4%	22.6%	22.9%
资产处置收益	-	-	-	-	净利率%	16.1%	16.0%	16.3%	16.5%
EBITDA	2,512	2,841	3,181	3,512	净资产收益率%	36.6%	34.5%	32.3%	29.7%
营业利润	2,133	2,393	2,653	2,888	营业收入yoy%	18.6%	11.2%	9.5%	7.5%
					EBIT yoy%	60.5%	12.2%	10.8%	8.9%
净利息	43	57	68	78	扣非净利润yoy%	81.4%	10.7%	11.0%	9.1%
税前收入	2,176	2,451	2,720	2,967	资产负债率	2.5	2.7	3.0	3.3
税款	(626)	(735)	(816)	(890)	流动比率	2.5	2.7	3.0	3.3
净利润	1,550	1,715	1,904	2,077	存货周转天数	142	137	135	131
少数股东权益	-	-	-	-	应收周转天数	86	85	84	84
归属主要股东净利润	1,550	1,715	1,904	2,077	应付账款周转天数	29	28	28	28
现金流量表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,550	1,715	1,904	2,077	现金及等价物	2,244	2,644	3,211	3,929
GAAP 净利润	1,406	1,715	1,904	2,077	应收账款	125	139	152	163
折旧摊销	379	448	528	623	商品存货	1,324	1,418	1,499	1,563
基于股权的薪酬	94	24	24	24	预付费用和其他流动资产	368	368	368	368
应收账款	-	(14)	(13)	(11)	流动性资产	4,061	4,569	5,231	6,024
存货	67	(94)	(82)	(64)	净固定资产	928	1,270	1,546	1,848
其他流动性资产	49	-	-	-	净无形资产	24	24	24	24
应付账款	177	36	35	32	递延所得税收入	9	9	9	9
其他流动性负债	(78)	34	32	28	经营租赁资产	1,266	1,266	1,266	1,266
运营资金	215	(37)	(27)	(15)	其他非流动资产	187	187	187	187
其他非当期运营相关现	63	-	-	-	总资产	7,092	7,902	8,898	10,059
经营活动产生的现金流	2,128	2,150	2,429	2,709	应付账款	348	385	420	453
资本支出	(652)	(750)	(862)	(991)	未兑换礼品卡的责任	306	341	373	401
资产收购和剥离	-	-	-	-	流动租赁负债	249	249	249	249
投资活动产生的现金流	(654)	(750)	(862)	(991)	其他长期负债	727	727	727	727
负债	-	-	-	-	流动性负债	1,631	1,702	1,770	1,830
股票回购/发行	(559)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	长期有息负债	-	-	-	-
其他融资相关的现金流	42	-	-	-	递延所得税负债	30	30	30	30
支付的股息	-	-	-	-	经营租赁负债	1,154	1,154	1,154	1,154
融资活动产生的现金流	(549)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	其他长期负债	45	45	45	45
现金流变化	921	400	567	718	所有者权益	4,232	4,971	5,900	7,000
期初现金流	1,155	2,244	2,644	3,211	少数股东权益	-	-	-	-
期末现金流	2,076	2,644	3,211	3,929	总负债和所有者权益	7,092	7,902	8,898	10,059

资料来源: HTI

APPENDIX 1

Summary

Lululemon's revenue outside North America only accounts for 20%, with plenty of room for globalization. LULU's CAGR excluding exchange rate effect in the past 10/5 years was 20.7%/24.7% respectively, and the revenue acceleration in the past 5 years was mainly benefited from category expansion and regional expansion. As of FY2023, LULU's sales in North America/Canada/China/Other regions accounted for 66%/13.4%/10%/10.6%, while other regions except North America only accounted for 20%. Compared with the leading NIKE/ADIDAS sales outside the base market of 56% and 61% respectively, LULU still has enough room for globalization. LULU's same-store sales growth (including online sales) has been positive since FY15, excluding FY20 considering the impact of the epidemic, with 14.1% CAGR. The gap between revenue growth and same-store growth is mainly from the contribution of online sales and the impact of newly opened shops. In terms of channel share, benefiting from the trend of home sports and online shopping amidst the global epidemic, LULU online sales soared in FY20, with online revenue share to 51.9%, and declined to 44.8% in FY23. In terms of consumer distribution, from FY18 to FY22, LULU men's growth rate was higher than women's growth rate, driving men's revenue share to continue to rise to 24.5% in FY21, and then declining slightly in FY23.

LULU has successfully launched the basic style clothing of women's/men's indoor sports and some casual scenarios, and footwear still needs technical accumulation to support product breakthroughs. LULU's strategy is to expand categories to capture more consumer "wardrobe space", using yoga pants as an entry point, and has already covered the basic styles clothing of women's/men's indoor sports and some casual scenarios. The key women's franchisees include Align, Fast and Free, Wunder Train, Scuba, Define, Wunder Under and Softstreme. The Align collection of women's pants has become a key franchisee in 2022 exceeding \$1 billion revenue. The men's core collection includes the classic ABC business casual pants, the men's Commission series which is more formal than ABC casual pants, the sports shorts Pace Breaker and License to Train franchisees, and the Steady State and Soft Jersey men's casual wear franchisees. In addition, LULU also released more products in the accessories & bag category, such as the prestigious fanny pack Everywhere. Year 2022 is a big year of innovation for Lululemon, officially entering the women's running shoes market, and launching the first comprehensive Hike hiking series, the first tennis apparel series, the first golf series, Evolution series polo shirts and other series. In 2024, Cityverse casual shoes for men and women is launched in March, and the Beyond fell series of running shoes for men is launched in the same month, and the trail running shoes of the same series will be launched in May. LULU has successfully launched the basic style clothing of women's/men's indoor sports and some casual scenarios, and there is still some room for it in the outdoor sports and casual formal wear and footwear. We believe that casual shoes such as Cityverse may perform well, but in the professional sports shoes sector, LULU still needs time to build up more sports shoes technology.

Community & Social Marketing is the DNA of LULU, and content communication + community activities + two-tier membership program to establish the LULU North America full retail system. LULU brand communication originated from community marketing, from the early days of the brand's inception, the company establish a close relationship with the local gym, coaches and KOLs to reach the consumers. They also organize routine classes and activities in local communities, to build the brand and cultivate consumers. The brand is built and consumers are nurtured through a rhythmic program of classes held locally and in the community. Community and social marketing are in LULU's DNA and remains one of the most important marketing tools globally. Lululemon has built a solid private traffic base centered on shops and community events. lululemon ambassadors and consumers post community events and share fitness experiences/exercise accomplishments/emotions at online platforms such as #TheSweatLife on Instagram. LULU is tilting its resources from the Sweat Collective to the Content Creator in recent years. In 2022, LULU launched a two-tiered membership program through the Lululemon Studio, and with Basic and Premium memberships, paid members have different membership benefits to enhance consumer stickiness.

LULU in North America has passed the period of high-speed growth, and entered a steady growth zone. Comparing the sales amount and market share between LULU and NIKE's sports apparel in North America, LULU's revenue is already close to NIKE's apparel revenue in North America. According to the current growth rate of NIKE and LULU in North America, the volume and market share of LULU's sports apparel will surpass that of NIKE in the next 1-2 fiscal years, which shows that LULU's revenue in the North American sports apparel track is already not to be underestimated. Management has also lowered its FY23-FY26 North American CAGR guidance to low double-digit growth, and it is worth noting that the 4Q23 guidance for the North American region is only in the high single-digits, mainly due to the macroeconomic impact on sportswear consumption, especially men's consumption has slowed down. In addition, LULU's many competitors in North America are also gradually rising, such as ALO, Vuori and other brands, and they share the similar brand tone, customer groups, price bands, product styles with LULU, especially ALO yoga recently announced that Blackpink member Jisoo endorsement of the brand, which quickly caused a brand boom.

Overseas brand awareness is still on the rise, and Tiktok is expected to drive LULU's sales in Mainland China. According to the data of LULU's analyst meeting in September 2023, the brand awareness of LULU brand in Australia/UK/Mainland China/France/Germany is 19%/15%/7%/3%/3% respectively, of which the male awareness is below 10%, which is significantly lower than the female awareness. Therefore, male market and overseas market become the main driver for LULU's future growth. China is the most important overseas market. As of FY23, LULU has only 127 shops in mainland China, and the offline community marketing is limited to reach the consumers. Therefore, online platforms are still an important sales platform. LULU has comprehensive layout on the third-party platforms such as Tmall, JD, and also on private domain layout including WeChat official account + WeChat mall + enterprise WeChat account + WeChat communities. The company also invest heavily on small red book because of the importance of content sharing. LULU has formed a set of online and offline, public domain and private domain layout linkage of content and traffic circulation system. In 2023, the sales growth of traditional online platform fell significantly, and LULU opened the official flagship shop in Tiktok in January 2024. Since the opening of the live broadcast, a single live broadcast about the sales of the highest field in the city, the cities which did not open the LULU shops also are in the list again and again, Tiktok has become the new way to attach consumers and drive the growth of the online channel.

We expect LULU's FY2024-2026 revenues to be \$10.70/11.71/12.59bn respectively, up 11.2%/9.5%/7.5% YoY; FY2024-FY2026 net profit to be \$1.71/1.90/2.08bn respectively, up 10.7%/11.0%/9.1% YoY, corresponding to a FY2024-FY2026 PE of 24.7X/22.2X/20.4X. LULU has already covered the basic style clothing for women's/men's indoor sports scene and some of the basics for casual scene, and is expanding its product line for women's/men's outdoor sports scene, casual formal wear and footwear. At the same time, LULU's sales is close to NIKE's apparel revenue in North America, and many competitors in North America with the same brand tone, customer groups, price bands, and product styles are gradually rising. We believe that LULU's rapid growth in North America has passed and entered a steady growth zone, and LULU's share in other regions besides North America is only 20%, so LULU still has enough room for globalization. Meanwhile, overseas brand awareness is still on the rise, and Tiktok is expected to boost LULU's sales in mainland China. We initiate Lululemon with a "Neutral" rating, valuing the company at 25X PE in FY2025, with a target market cap of 46.65 billion, corresponding to a target price of 370.2 USD based on current No. shares, with an upside of 10.1%.

Risk: Increased competition in North America, weaker-than-expected consumption in North America, weaker-than-expected consumption in China and Europe.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，寇媛媛，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuanyuan Kou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，闻宏伟，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hongwei Wen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司, 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司, 北京东方宝辰国际投资有限公司, 北京东方贝格资产管理有限公司 - 东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司 - 东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司 - 东方贝格泓海 1 号私募证券投资基金, 北京东方华晟投资管理有限公司, 北京东方顺泰金属制品有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛复合策略一号基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛积极进取二号私募基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛稳健回报三号私募基金, 北京东方引擎投资管理有限公司 - 引擎资本基业长青混合私募证券投资基金, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户, 北京东海长基投资基金管理有限公司, 北京东世佳商贸有限公司, 北京东泰阳光纺织品有限公司, 北京东绿谷农业科技有限公司, 富诚海富资管 - 北京东方雨虹防水技术股份有限公司 2021 年员工持股计划 - 富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划, 南京东宇汽车集团有限公司, 上海京东工贸商行, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛复合策略一号基金及 BLK.US 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司, 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司, 北京东方宝辰国际投资有限公司, 北京东方贝格资产管理有限公司 - 东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司 - 东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司 - 东方贝格泓海 1 号私募证券投资基金, 北京东方华晟投资管理有限公司, 北京东方顺泰金属制品有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛复合策略一号基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛积极进取二号私募基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛稳健回报三号私募基金, 北京东方引擎投资管理有限公司 - 引擎资本基业长青混合私募证券投资基金, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户, 北京东海长基投资基金管理有限公司, 北京东世佳商贸有限公司, 北京东泰阳光纺织品有限公司, 北京东绿谷农业科技有限公司, 富诚海富资管 - 北京东方雨虹防水技术股份有限公司 2021 年员工持股计划 - 富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划, 南京东宇汽车集团有限公司, 上海京东工贸商行, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛复合策略一号基金 and BLK.US are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司, 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司, 北京东方宝辰国际投资有限公司, 北京东方贝格资产管理有限公司 - 东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司 - 东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司 - 东方贝格泓海 1 号私募证券投资基金, 北京东方华晟投资管理有限公司, 北京东方顺泰金属制品有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛复合策略一号基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛积极进取二号私募基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛稳健回报三号私募基金, 北京东方引擎投资管理有限公司 - 引擎资本基业长青混合私募证券投资基金, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户, 北京东海长基投资基金管理有限公司, 北京东世佳商贸有限公司, 北京东泰阳光纺织品有限公司, 北京东绿谷农业科技有限公司, 富诚海富资管 - 北京东方雨虹防水技术股份有限公司 2021 年员工持股计划 - 富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划, 南京东宇汽车集团有限公司, 上海京东工贸商行及 BLK.US 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司, 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司, 北京东方宝辰国际投资有限公司, 北京东方贝格资产管理有限公司 - 东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司 - 东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司 - 东方贝格泓海 1 号私募证券投资基金, 北京东方华晟投资管理有限公司, 北京东方顺泰金属制品有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛复合策略一号基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛积极进取二号私募基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司 - 东方蜗牛稳健回报三号私募基金, 北京东方引擎投资管理有限公司 - 引擎资本基业长青混合私募证券投资基金, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户, 北京东海长基投资基金管理有限公司, 北京东世佳商贸有限公司, 北京东泰阳光纺织品有限公司, 北京京东绿谷农业科技有限公司, 富诚海富资管 - 北京东方雨虹防水技术股份有限公司 2021 年员工持股计划 - 富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划, 南京东宇汽车集团有限公司, 上海京东工贸商行 and BLK.US.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

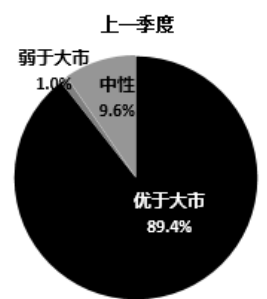
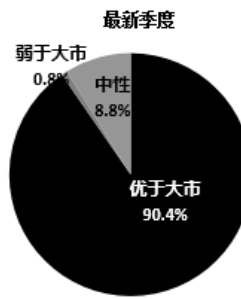
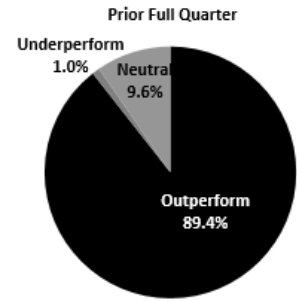
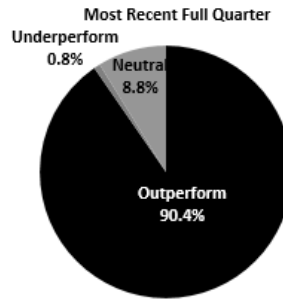
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan - TOPIX, Korea - KOSPI, Taiwan - TAIEX, India - Nifty100, US - SP500; for all other China-concept stocks - MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至 2024 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	90.4%	8.8%	0.8%

投资银行客户*	3.3%	4.9%	0.0%
---------	------	------	------

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款：在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of SusallWave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISGL 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISGL 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISGL 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISGL 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISGL 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISGL”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISGL in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISGL from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities

referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA

and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料,其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

