

**买入**

2024年5月28日

**美国市场消费者支出疲软，中国市场持续高速增长**

- **业绩简况：** FY2023 第四季度，营收同比增长 15.6%至 32.1 亿美元，净利润为 6.7 亿美元，同比增长 458.8%，营业利润率为 28.5%，较上财年增长 17.2pct，毛利率增长 4.3pct 至 59.4%。FY2023 全年营收同比增长 18.6%至 96.2 亿美元，净利润为 15.5 亿美元，同比增长 81.4%，营业利润率为 22.2%，较上财年增长 5.8pct，毛利率增长 2.9pct 至 58.3%，毛利率的增长主要是由于空运成本和关税的降低，摊薄 EPS 为 12.2 美元，同比增长 82.6%。
- **北美市场高端运动休闲品需求减弱，国际市场保持高增长：** 分地区看，北美市场营收同比增长 11.9%至 76.3 亿美元，中国内地市场营收同比增长 67.2%至 9.6 亿美元，其他地区营收同比增长 42.9%至 10.2 亿美元。北美市场消费者支出疲软，消费者对于高端运动休闲品的需求减弱，北美市场的库存不足也是导致门店客流量和转化率下降的原因。
- **直营门店和电商渠道均有所增长，中国内地门店快速扩张：** 分渠道看，直营门店销售总额同比增加 20.9%至 44.1 亿美元，同店可比销售额增长 13%；DTC 销售总额同比增长 16.5%至 43.1 亿美元；其他渠道收入同比增长 17.7%至 9 亿美元。FY2023 公司一共新增了 56 家直营门店，其中中国内地/美国地区分别新增 28/17 家，直营门店总数达到了 711 家。
- **24 年指引不及预期：** 公司预计 FY2024 第一季度营收指引为 21.75 至 22.00 亿美元，低于分析师一致预期，同比增长 9%至 10%，摊薄 EPS 为 2.35-2.40 美元，税率为 29.0%至 29.5%；24 财年全年营收指引为 107 至 108 亿美元，同比增长 11%至 12%，低于分析师一致预期，增速也有所下降，摊薄 EPS 预计为 14.0 至 14.2 美元，税率为 30%。
- **目标价 350 美元，调整为买入评级：** 考虑到 lululemon 在国际市场有巨大的扩张空间，我们长期看好公司的发展，调整目标价至 350 美元，对应 25 倍的市盈率，较当前价格有 15.51%的上升空间，给予买入评级。
- **风险提示：** 宏观经济不及预期，美国居民消费持续走弱。

金煊

+ 852-25321539

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

王柏俊

+ 852-25321915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

**主要资料**

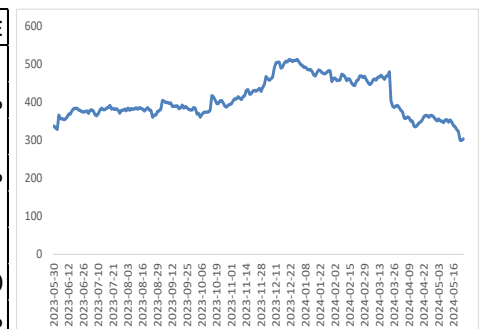
|         |  |
|---------|--|
| 行业      | 纺织服装   |
| 股价      | 303.01 美元  |
| 目标价     | 350.00 美元<br>(+15.51%)   |
| 股票代码    | LULU.O   |
| 已发行股本   | 1.26 亿股  |
| 总市值     | 381.81 亿美元   |
| 52 周高/低 | 295.28 美元/516.39 美元  |
| 每股净资产   | 33.53 美元   |
| 主要股东    | FMR LLC (14.41%)<br>THE VANGUARD GROUP INC. (7.69%)<br>Blackrock, Inc. (7.26%)<br>STATE STREET (3.84%) |

表：盈利摘要

| 截止1月31日财政年度     | 2022   | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 (百万美元)       | 8,111  | 9,619   | 10,919  | 12,193  | 13,559  |
|                 | 30%    | 19%     | 14%     | 12%     | 11%     |
| 归母净利润 (百万美元)    | 854.8  | 1,550.2 | 1,796.7 | 2,014.9 | 2,250.5 |
| 变动 (%)          | -12.4% | 81.4%   | 15.9%   | 12.1%   | 11.7%   |
| 每股收益(美元)        | 6.68   | 12.20   | 14.14   | 15.86   | 17.71   |
| 市盈率(基于303.01美元) | 45.4   | 24.8    | 21.4    | 19.1    | 17.1    |
| 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

## 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> |             |             |             |             |        |
|                          | 2022年<br>实际 | 2023年<br>实际 | 2024年<br>预测 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2022年<br>实际              | 2023年<br>实际 | 2024年<br>预测 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 |        |
| 主营业务收入                   | 8,111       | 9,619       | 10,919      | 12,193      | 13,559      | <b>盈利能力</b>              |             |             |             |             |        |
| 毛利                       | 4,492       | 5,609       | 6,378       | 7,134       | 7,948       | 毛利率                      | 55.4%       | 58.3%       | 58.4%       | 58.5%       | 0.2%   |
| 营业开支                     | 2,766       | 3,402       | 3,857       | 4,306       | 4,789       | EBITDA 利率                | 24.9%       | 26.9%       | 27.3%       | 27.7%       | 27.9%  |
| 销售及管理费用                  | 2,757       | 3,397       | 3,856       | 4,306       | 4,789       | 净利率                      | 10.5%       | 16.1%       | 16.5%       | 16.5%       | 16.6%  |
| 其他营业支出                   | 9           | 5           | 0           | 0           | 0           | <b>营运表现</b>              |             |             |             |             |        |
| 经营利润                     | 1,726       | 2,207       | 2,522       | 2,828       | 3,159       | 销售费用率                    | 34.0%       | 35.3%       | 35.3%       | 35.3%       | 35.3%  |
| 营业利润率                    | 21%         | 23%         | 23%         | 23%         | 23%         | 实际税率                     | 35.9%       | 28.8%       | 28.8%       | 28.8%       | 28.8%  |
| 税前盈利                     | 1,333       | 2,176       | 2,522       | 2,828       | 3,159       | 库存周转天数                   | 122         | 126         | 120         | 110         | 100    |
| 所得税支出                    | 478         | 626         | 725         | 813         | 908         | 应付账款天数                   | 23          | 24          | 24          | 24          | 24     |
| 净利润                      | 855         | 1,550       | 1,797       | 2,015       | 2,250       | 应收账款天数                   | 4           | 24          | 5           | 5           | 5      |
| 折旧及摊销                    | 292         | 379         | 462         | 547         | 625         | <b>财务状况</b>              |             |             |             |             |        |
| EBITDA                   | 2,018       | 2,587       | 2,984       | 3,375       | 3,784       | 总负债/总资产                  | 43.8%       | 40.3%       | 37.9%       | 37.2%       | 36.6%  |
| 增长                       |             |             |             |             |             | 收入/总资产                   | 144.6%      | 135.6%      | 136.1%      | 137.9%      | 139.5% |
| 总收入 (%)                  | 30%         | 19%         | 14%         | 12%         | 11%         | 经营性现金流/收入                | 11.9%       | 23.9%       | 18.5%       | 21.8%       | 22.1%  |
| EBITDA (%)               | 26%         | 28%         | 15%         | 13%         | 12%         | ROAA                     | 16.2%       | 24.4%       | 23.8%       | 23.9%       | 24.2%  |
| 净利润 (%)                  | -12%        | 81%         | 16%         | 12%         | 12%         | ROAE                     | 29.0%       | 42.0%       | 38.8%       | 38.0%       | 38.2%  |

| 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> |             |             |             |             |        |
|                          | 2022年<br>实际 | 2023年<br>实际 | 2024年<br>预测 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2022年<br>实际              | 2023年<br>实际 | 2024年<br>预测 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 |        |
| 现金                       | 1,155       | 2,244       | 2,491       | 2,852       | 3,262       | 净利润                      | 855         | 1,550       | 1,797       | 2,015       | 2,250  |
| 应收账款                     | 133         | 125         | 150         | 167         | 186         | 折旧及摊销                    | 292         | 379         | 462         | 547         | 625    |
| 存货                       | 1,447       | 1,324       | 1,493       | 1,524       | 1,537       | 营运资本变动                   | -700        | 362         | -392        | -54         | -37    |
| 其他流动资产                   | 424         | 368         | 513         | 551         | 592         | 其他                       | 520         | 5           | 155         | 150         | 160    |
| 总流动资产                    | 3,159       | 4,061       | 4,646       | 5,095       | 5,578       | 经营活动现金流                  | 966         | 2,296       | 2,022       | 2,658       | 2,999  |
| 固定资产                     | 1,270       | 1,546       | 1,877       | 2,190       | 2,515       | 固定及无形资产变动                | -639        | -652        | -786        | -853        | -949   |
| 无形资产                     | 22          | 0           | -65         | -72         | -72         | 其他投资活动                   | 69          | -2          | 0           | 0           | 0      |
| 其他                       | 1,156       | 1,486       | 1,564       | 1,631       | 1,700       | 投资活动现金流                  | -570        | -654        | -786        | -853        | -949   |
| 总资产                      | 5,607       | 7,092       | 8,023       | 8,844       | 9,720       | 365                      |             |             |             |             |        |
| 应付帐款                     | 173         | 348         | 295         | 329         | 460         | 股权激励结算                   | 12          | 42          | 0           | 0           | 0      |
| 应计薪酬及相关负债                | 248         | 326         | 370         | 413         | 296         | 已付税项                     | -35         | -33         | 0           | 0           | 0      |
| 租赁                       | 208         | 249         | 266         | 281         | 992         | 回购普通股款项                  | -444        | -559        | -989        | -1,444      | -1,640 |
| 其他应付帐款                   | 863         | 707         | 801         | 893         | 2,112       | 其他融资活动                   | -0          | -0          | 0           | 0           | 0      |
| 总短期负债                    | 1,492       | 1,631       | 1,733       | 1,916       | 1,369       | 融资活动现金流                  | -467        | -549        | -989        | -1,444      | -1,640 |
| 长期债务                     | 862         | 1,154       | 1,233       | 1,299       | 75          | <b>现金变化</b>              |             |             |             |             |        |
| 其他负债                     | 104         | 75          | 75          | 75          | 75          | 汇率损失                     | -34         | -4          | 0           | 0           | 0      |
| 总负债                      | 2,458       | 2,860       | 3,040       | 3,290       | 3,555       | 期初持有现金                   | 1,260       | 1,155       | 2,244       | 2,491       | 2,852  |
| 总股东权益                    | 3,149       | 4,232       | 5,029       | 5,588       | 6,187       | 期末持有现金                   | 1,155       | 2,244       | 2,491       | 2,852       | 3,262  |

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。