

Lululemon (LULU.O) :

独创社群营销，拓展多品类发展

西南证券研究发展中心
社服研究团队
2024年7月

核心观点

- **基本面**：公司稳坐瑜伽健身行业龙头，运动服装行业的黑马。1) **业绩亮眼，营收增速快于竞争者**。公司在女性瑜伽细分赛道上深耕，通过锁定中高端年轻消费群体，推动带有社交属性的社群营销方式，让公司在2017-23年的营收复合增速达24%，远超出Nike的6.8%和Adidas的2.1%，并超越Under Armour成为全球第4大运动品牌。2) **深耕自营模式，线下线上齐发力**。受益于客单价和流量的双提升，2023公司线下/线上营收同比增长20.8%/17%，占比分别为46%/45%，呈现齐头并进态势。3) **在兼顾北美市场同时，快速布局中国市场**。公司在中国市场的一二线城市大力开设线下直营店，在三四线城市主攻线上DTC模式；从2020-23年，中国市场的营收复合增速高达55.6%，将成为下个主力市场。4) **综合来看，2023公司盈利能力提升、费用率维持稳定**。受运输成本下降的影响，毛利率+2.9pp至58.3%；由于用人成本增加及市场投入加大，SG&A费用率同比+1.3pp至35.3%；净利率+5.6pp至16.1%。
- **运动服饰行业**：“Athflow”时尚运动风，开启下个黄金赛道。1) **疫情改变消费者的穿衣习惯**，根据美国非盈利机构Cotton Incorporated 调查显示，至疫情以来，有67%的消费者会选择更加舒适的衣服，64%的消费者会选择家居服，40%消费者会购买运动服饰。2) **兼容多个细分服饰市场，成长空间大，发展速度快**。“Athflow”风格兼并了人们在日常生活中的时尚性、办公时的专业性、运动时的功能性、居家时的舒适性的多场景穿衣风格，抢占了职业服饰和居家休闲服饰市场。据Market.US网站统计，全球“Athflow”市场规模2030年将到达6204亿美元，年复合增速为8.2%，高于全球服饰市场4.6%的复合增速。3) **多因素促渗透率&客单价提高**。2022年我国运动服饰的渗透率为13.6%，低于德国（22%）、美国（38%）及全球平均（21%），随着我国体育政策、时尚消费风潮、消费者年轻化等的趋势助力，渗透率与客单价预计将持续提升。4) **中国瑜伽市场处于蓬勃发展期**。伴随我国体育产业的不断发展，人们对运动的参与呈现出细分化，消费决策平台“什么值得买”发布的报告中显示，今年38妇女节期间，“瑜伽”关键词商品的GMV同比增长1495%，成为最有潜力的细分运动市场之一。5) **细分赛道，另辟蹊径，精心研发**。Lululemon是以瑜伽健身服饰赛道起家，主打女性市场和服装类产品，刚好与Nike、Adidas主打鞋类产品，侧重男性市场的赛道避开。此外，Lululemon在与国内小众瑜伽品牌竞争时，在面料、剪裁、时尚度、舒适度上更胜一筹。

核心观点

- **增长驱动：1) 打造爆款，快速扩张男装市场。**公司继2017年推出爆款ABC (Anti-Ball Crushing) 长裤系列后，开始频出爆款，扩张男装市场，从2018-2021仅3年的时间，男装业务营收增长一倍，年复合增速达31%，远超女装业务，21-23年仍保持21%的复合增速，公司预计2026年的男装业务营收将超过40亿美元。此外，根据美国咨询公司HundredX对Lululemon美国消费者市场调查发现，2021年初到年底男性消费占比提升了4.9pp，其中Lululemon 男性顾客的净推荐值（顾客忠诚度的分析指标）较高于女性顾客，进一步表明男性顾客在未来的购买欲会更强。**2) 中国中产阶级成为主力，加快中国市场布局。**全球消费经济形势疲软下，中国大陆2023年营收同比增长了78%，为公司发展的核心海外市场，这归功于Lululemon核心竞争力“多场景使用”及定位中高端收入的消费人群。虽然Lululemon产品定价高，但时尚简约的设计和较高的舒适度及功能性，可以让一个单品在多个场景下使用，提升了性价比。定位人群对产品价格相对不敏感，会持续的购买。**3) 深耕运动场景，横向扩张关联品类，推新品速率快。**公司从瑜伽运动场景快速拓展至今的10个运动场景，为消费者提供了更多“一衣多场景穿着”的选择。特别是在2019后，公司在运动场景和产品创新上加快了步伐。收购Mirror健身镜，布局室内运动场景；推出全球首款专为女性设计的跑步鞋，开始试水跑步市场；之后推出的徒步系列，在颜色上大胆尝试。同时公司不断扩展定价相对较低的配饰类（如头饰、运动水壶及瑜伽器材、包类、内衣），有望提升消费连带率。此外，公司每周二会发布新款，较快的上新率会更快的满足顾客的需求，刺激顾客的消费欲望，提升客户粘性。**4) 构建商业生态圈，开启付费会员制度。**公司通过Mirror、自有app和8家全球热门健身公司室合作，让顾客开启社群、健身、购物一体化体验，从而打通线下线上，室内室外的体验模式，锁定忠实顾客，加深与客户之间的情感交流和粘度。**5) 数字化运营。**2013年公司在北美市场开展了数字化DTC自营模式，不借助任何的平台，建立自己的独立站，让消费者通过自己的官网进行线上购物，进一步扩大自己私域流量蓄水池从而帮助公司全面收集消费者购买的习惯、周期、产品样式、价格，及相关产品浏览等大数据。截止2023年，公司私域会员已超过1700万。
- **风险提示：**供应链中断及物流受阻的风险，全球通货膨胀的风险，全球经济疲软及汇率波动的风险，行业竞争加剧的风险。

目录

瑜伽服饰龙头企业，精准定位快速发展

时尚运动风兴起，瑜伽&户外热度高涨

多品类+中高端+社群营销，打造品牌生态圈

公司概况：瑜伽运动服饰龙头，营收增长强劲

- Lululemon 由Chip Wilson于1998年在温哥华创立，定位为专业的高端瑜伽运动品牌。自成立以来，公司以瑜伽产品为核心，一方面纵向深耕瑜伽服饰细分品类，在原有传统瑜伽服的基础上加大面料的功能性、舒适性、时尚性等领域的研发；另一方面进军休闲运动市场，抓住多轮运动场景消费趋势，横向扩展跑步、综训、高尔夫、游泳、登山、网球、出行、工作等场景所需的男女士运动休闲服饰。为了更有效增加消费者的粘性，2020年公司收购了纽约居家健身设备制造公司MIRROR，将产品应用场景从户外延伸至室内。截至2023年，公司在全球共开设了711家线下直营门店，成为瑜伽运动服饰的龙头。

公司产品矩阵



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司三大发展阶段

- **第一阶段 (1998-2006年)**：公司成立于1998年，初期公司只是一家小门店，白天用来做设计，晚上用来营业瑜伽房。2000年，公司在温哥华拥有了第一家实体店并开始全面销售瑜伽服和装备。3年后，公司开始进入美国市场，从销售瑜伽垫逐步扩展到瑜伽服饰。为了提升竞争力，公司开始将目光投向面料研发，以此构筑产品壁垒。截至2006年，公司拥有41家自营店和10家加盟店，营业收入达到1.2亿美元。品牌知名度和顾客社群在北美市场初步建立。
- **第二阶段 (2007-2017年)**：2007年公司在纽约纳斯达克上市，随后公司不断打磨丰富品类和开拓市场。品类上，公司一方面纵向深耕瑜伽裤品类，加强面料研发，提升产品舒适性和时尚性，实现一条瑜伽裤可多场景使用；另一方面抓住多场景运动消费趋势，逐步扩展品类，覆盖不同运动人群。2013年先后进军少女和男士运动服饰领域，产品种类逐渐完善。市场开拓上，2007年公司开始在北美地区快速扩张，直营店从49家增长到2017年的297家，营收从3.5亿美元增长到19亿美元，复合增速达到18%。2014年公司开始扩张海外市场，在伦敦开设第一家店，进入欧洲市场；并在一年后登陆中国市场，开设天猫电商和线下直营店。截止2017年年底公司营收到达23亿美金，10年复合增长率为20.7%，其中美国为公司的主要营收市场，占比达80%。
- **第三阶段 (2018年至今)**：2018年，Calvin McDonald 担任公司新的首席执行官，并提出三大战略：产品创新，全渠道体验，市场扩张。自2018年以来，Lululemon大力发展中国市场，平均每年新增21家实体店。截止到2023年底，Lululemon在中国市场已有117家线下直营店，成为仅次于美国的第二大消费市场。同时公司继续深耕面料的研发，截止2021年公司一共研发出9种面料，以满足不同运动群体在不同场合的使用。在2022年4月，Calvin McDonald发布了下个5年计划：男装业务和数字业务收入增长1倍，国际业务收入增长2倍，有望在2026年总收入达到120亿美金。

公司概况：公司股权结构稳定，积极改革管理卓越

- 机构投资者持股到达80%以上。2014年，创始人Dennis Chip Wilson 将所持公司股份的一半以约8.45亿美元价格转让给私募股权投资公司Advent International，并于2015年离开公司董事会，但依然为个人投资者里最大的股东。前十大股东中有3名是机构投资者，剩下7名为个人投资者。

前十投资机构和个人投资者

排名	机构投资者&个人投资者	持股数占比	持股数（万股）
1	FMR LLC	14.40%	1816.18
2	Dennis J. Wilson	8.40%	1060.23
3	领航集团有限公司	7.70%	969.30
4	贝莱德集团公司	7.30%	915.36
5	Martha A. M. Morfitt	0.08%	9.09
6	Calvin McDonald	0.07%	8.59
7	Michael Casey	0.05%	5.84
8	David M. Mussafer	0.02%	2.07
9	Emily White	0.02%	1.81
10	Celeste Burgoyne	0.01%	1.05

数据来源：Wind，西南证券整理

公司概况：引进职业经理人，锐意改革强化零售

- 自从创始人Dennis Chip Wilson 退出管理层后。公司就开始不断的引进有着丰富零售经验的优秀人才加入管理团队，借鉴行业头部企业的管理方式和销售经验，丰富产品结构和扩张销售市场。经过不断的摸索和优化，2018年Calvin McDonald 成为公司的首席执行官。Calvin McDonald曾在加拿大的西尔斯公司(Sears Canada) 任职总裁兼首席执行官；之后又担任了丝芙莱(法国LVMH旗下品牌)美洲分公司的总裁兼首席执行官长达5年，具备丰富的团队管理与业务经营经验；在他的带领下，公司营收实现快速增长。

公司引进职业经理人履历

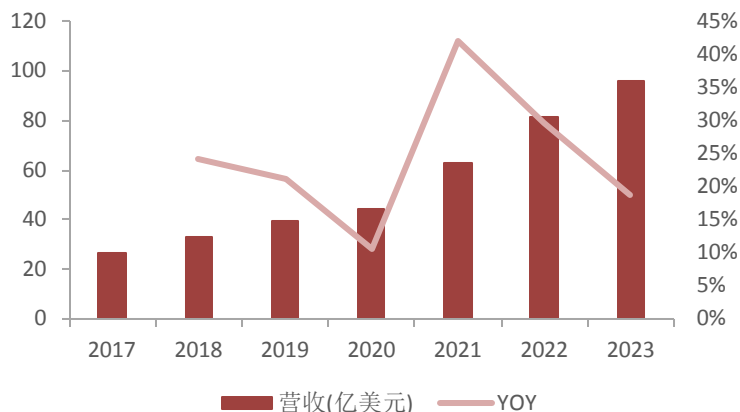
姓名	入职时间	职位	履历
Calvin McDonald	2018	首席执行官	2011年担任加拿大西尔斯公司(Sears Canada) 的总裁兼首席执行官；于2013年起担任丝芙莱(法国LVMH旗下品牌)美洲分公司的子公司总裁兼首席执行官长达5年。
Meghan Frank	2016	首席财务官	历任RossStores和J. Crew高管；于2016年加入Lululemon，担任高级副总裁，负责财务规划和分析、税收、资金、投资者关系、资产保护、运营和战略。
Celeste Burgoyne	2006	美洲和全球客户创新总裁	曾在Abercrombie&Fitch任职十年；于2016年加入Lululemon，主要负责北美全渠道业务、面向顾客方面以及门店和电子商务；还负责领导和孵化全球Lululemon的客户创新。
Michelle Choe	2016	首席产品官	曾担任Marc Jacobs的首席全球产品伤人；并在West elm、Madewell、Urban Outfitters、Levi's等品牌从事多渠道营销工作。
Nicole Neuberger	2020	首席品牌官	曾任Uber Eats全球营销主管，领导该品牌的引入和扩张；随后在耐克担任14年的全球副总裁；2020年加入Lululemon主要负责推动全球品牌、领导营销、创意、传播、活动等。
Andre Maestrini	2021	国际市场执行副总裁	历任可口可乐公司和Adidas高管；于2021年任职Lululemon 国际执行副总裁，领导Lululemon 在中国、亚太、欧洲、中东和非洲地区的国际扩张。
Susan Gelinias	2021	人力与文化高级副总裁	曾担任REI有史上第一位首席信息官；随后在Nordstrom担任了十年的IT技术官；于2017年加入Lululemon，主要负责利用创新技术转变Lululemon的零售业务和提升客户体验。

数据来源：公司官网，西南证券整理

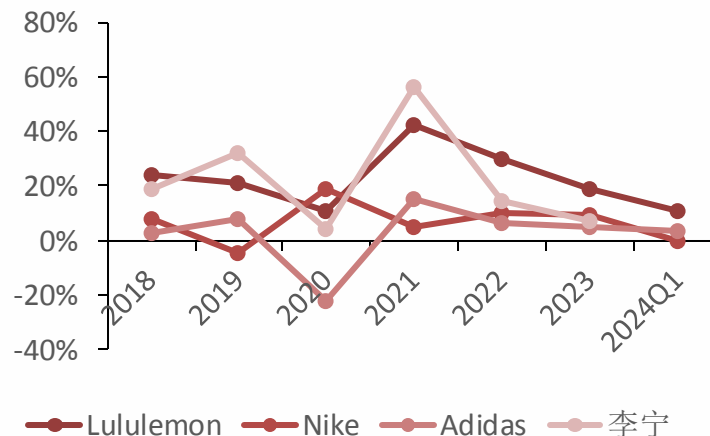
公司概况：业绩亮眼、营收增速快于同行业

- 从经营业绩来看，公司营业收入增长强劲，2017-2023年营收从26.5亿美元增长至96.2亿美元，年复合增速达24%，主要受益于公司在女性瑜伽运动市场的深耕，锁定中高端年轻消费群体，及带有社交属性的社群和圈层的营销推广。22-23公司营收同比增长18.6%，在全球零售行业不景气和通货膨胀加剧的情况下，公司增速超过Nike、Adidas，主要归功于产品的核心竞争力：将专业性、舒适性、时尚休闲性完美结合达到多场景使用，充分了解自己的客户群体从而建立深厚的客户粘性。展望未来，公司的战略规划不仅仅限于女性瑜伽运动这个赛道，未来5年公司重点扩张以跑步和综训系列为基础的男装业务，加强高效益的DTC业务扩张，及锁定以中国为首的国际市场布局。

2017-2023年公司营业收入及增速



2018-2024Q1年各公司营收增速

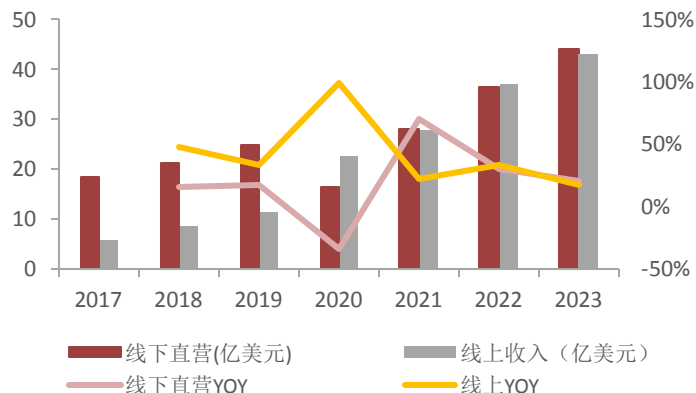


数据来源：各公司财报，西南证券整理

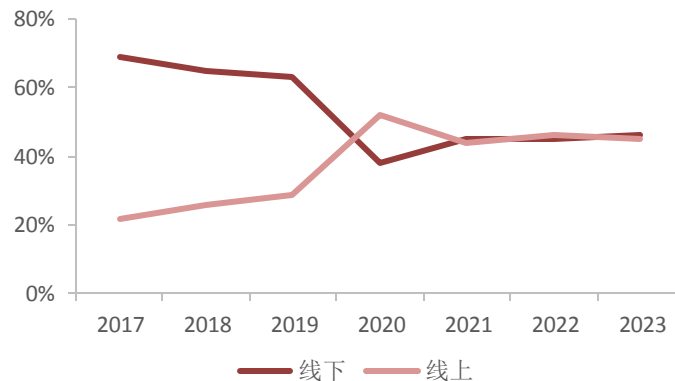
公司概况：线下直营和线上电商齐发力

- 2023年公司线下直营渠道贡献营收44.1亿美元，同比增长20.8%，占比达46%，线下门店覆盖客群广，叠加会员制社群活动引流，门店直营保持良好增长态势。从2018-2021年线下直营店营收的复合增速达15.7%。未来，公司将会在刚刚起步的国际市场大量开设线下直营店，让潜在顾客快速通过实体产品和店内讲解官的介绍，进一步了解每种产品的性能和区别，购买到适合自己的产品。
- 2023年电商业务贡献营收43.1亿美元，同比增长17%，占比达45%，2017-2023年线上复合增速达37%。公司表示经过疫情后有更多的消费者培养了网上购买习惯，同时电商模式给公司带来更高的效益和更多的私欲流量，精准预测消费者未来的需求热点和趋势。未来公司将持续扩展和优化在美国市场的DTC业务。
- **综合来看**，占比分布较为平均的线下和线上业务，可以较好的为公司规避如新冠疫情的突发风险。随着人们户外出行和运动的频率增加，带动人们对运动产品的需求提升，公司有望在线下和线上实现同步增长。

2017-23年公司线下&线上营收及增速



2017-23年公司线下/线上占比

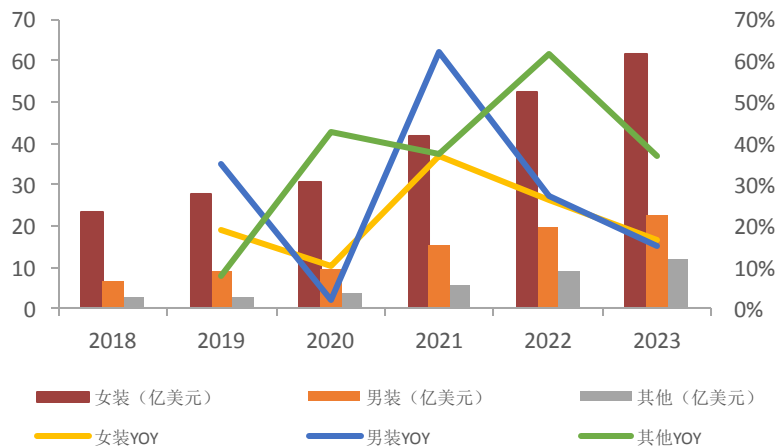


数据来源：公司财报，西南证券整理

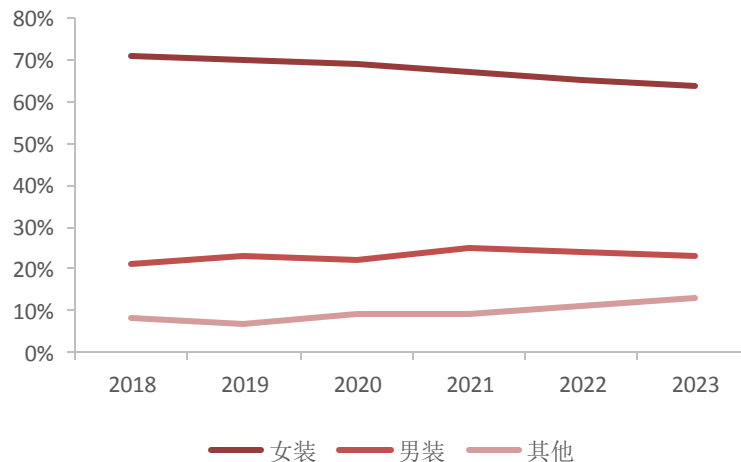
公司概况：深耕女装业务，男装业务快速崛起

- 从产品结构来看，2018-2023年女装业务维持稳健增长，复合增速达21.4%。其中，2023年女装业务贡献营收61.5亿美元，同比增长17%，占比64%，仍为公司核心业务。2017年公司开始拓展男装业务，以男士ABC (Anti-Ball Crushing) 系列长裤成功打造爆款，男装业务增势迅猛，到2023年男装业务实现收入22.5亿美元（+14.9%），占比为23%，复合增速达到26.7%，成为营收重要增长贡献。未来公司将重点扩展跑步和综训系列，其占比有望逐步成为核心产品线，次重点发展登山、网球、高尔夫等非核心产品线，从而全范围触及消费者需求。

2018-23年公司男装/女装业务收入及增速



2018-2023年公司男装女装收入占比

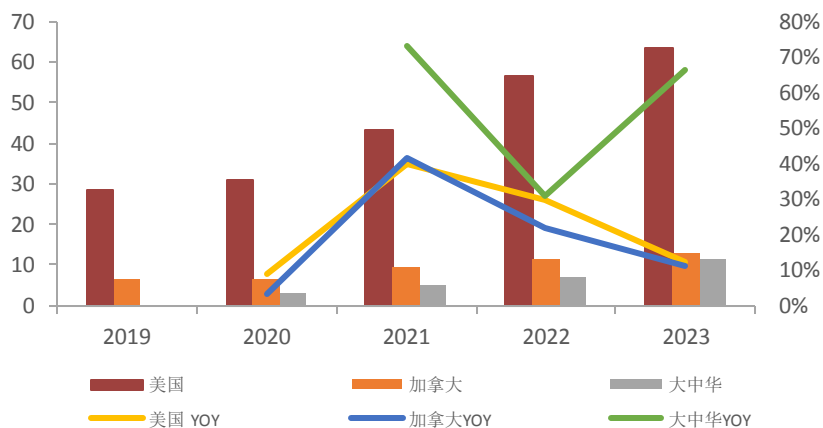


数据来源：公司财报，西南证券整理

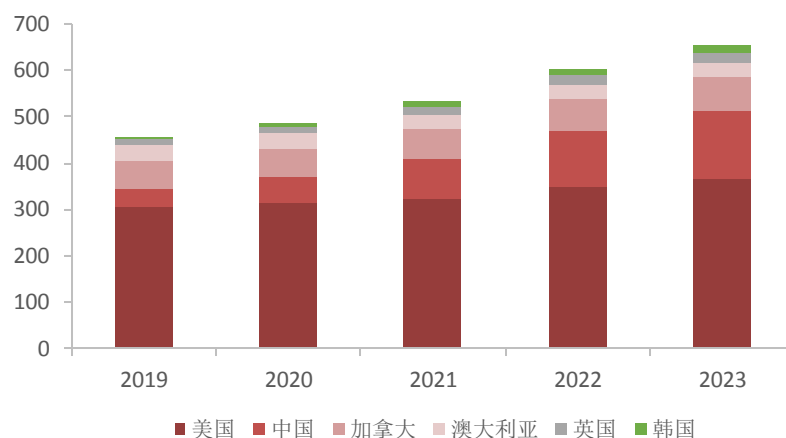
公司概况：美国为主要营收市场，国际市场快速扩张

- 整体来看，截至到2023年公司来自美国/中国/加拿大/其他市场的营收分别为63.5/11.3/12.9/8.5亿美元，分别同比增长12%/66%/11%/40%，占比分别为66%/12%/13%/10%。一共拥有711家线下直营店，公司预计24年将新增35-40家线下直营店。2019-2023年，美国市场营收的年复合增速达22%，主要得益于DTC的快速增长和客单价的提高。从线下直营门店数量来看，2023年美国地区一共有367家门店，较2019年增加62家。短期内美国市场将受益于户外运动风潮的热度持续，以及今年夏天巴黎奥运会带来的运动服饰大盘机会。
- 2019-2023年，国际市场营收**从11.3亿美元增长至32.7亿美元，复合增速达28.8%，占比也实现了较快提升。其中，中国为公司重点扩张市场。2020年公司财报将中国市场单独列示，中国已成为北美之外全球最大市场，2019-2023复合增速达55.6%，是重要的拓展目标市场。截至到2023年，中国线下直营店数量为146家，较2019年增长了108家，店面扩张速度超越美国，成为公司的第一大海外市场，公司表示24年新开门店仍将有大部分集中在中国区域。

2016-2022Q2年公司营业收入（亿美元）及增速



2016-2021年公司各地区线下直营店（家）



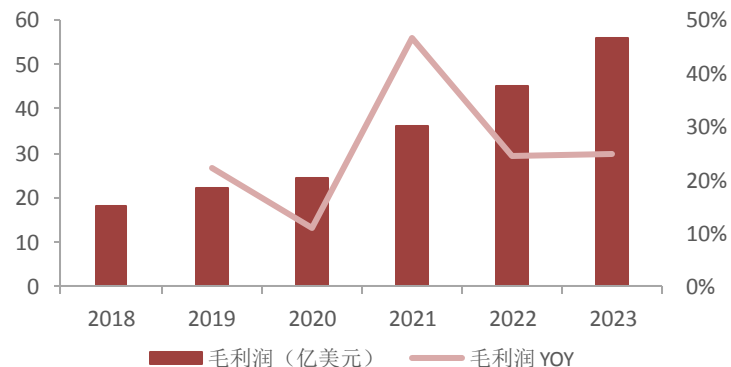
数据来源：公司财报，西南证券整理

www.swsc.com.cn

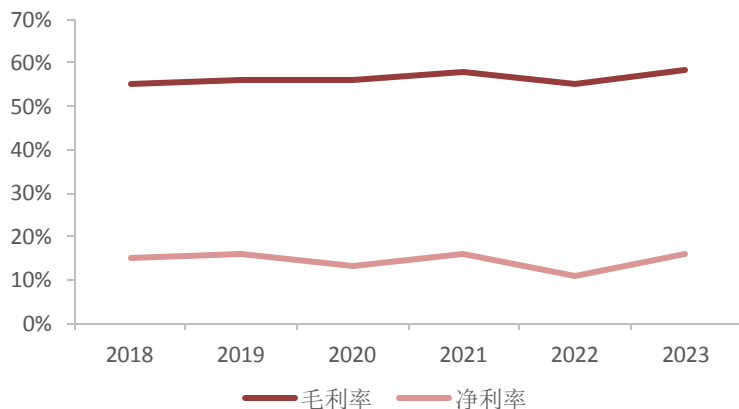
公司概况：运输成本下降，盈利能力提升

- 2023年公司毛利率为58.3%，同比+3pp，主要原因来自货运费用的降低，包括运输费用的优化以及航空运输的减少等因素。预计2024全年毛利率保持平稳，净利率小幅提升
- 横向来看，受益于产品的高定价，Lululemon的毛利率一直维持在行业较高的水平。

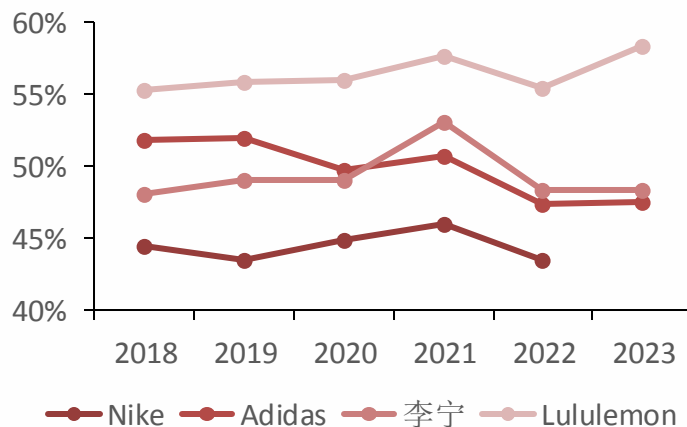
2018-2023年公司毛利润/毛利润增速



2018-2023年公司毛利率/净利率



2018-2023年各公司毛利率



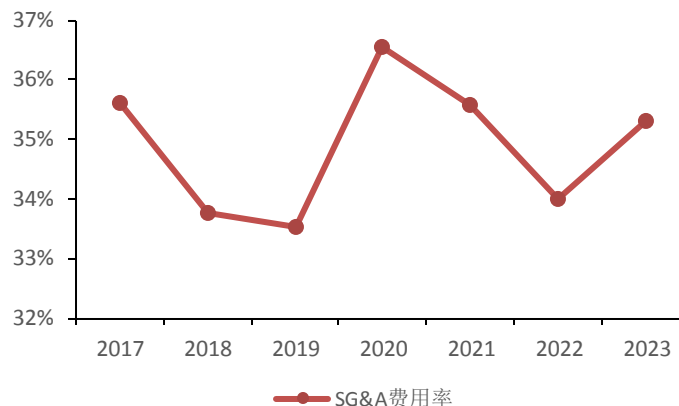
数据来源：各公司财报，西南证券整理

www.swsc.com.cn

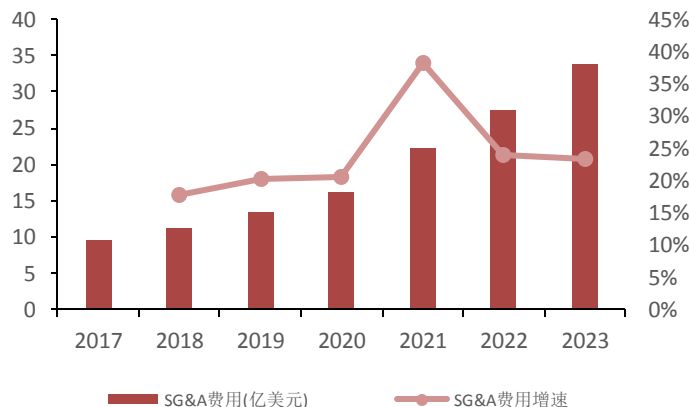
公司概况：费用率平稳，净利率大幅提升

- 从费用端来看，2023 的 SG&A 费用率为 35.3% (+1.3pp)，较2021年下降15pp。整体来看，费用率受到用人成本的增加、营销成本的上升以及研发费用增加影响较大，预计24年保持平稳水平。
- 综合来看，公司2017-2023年净利润复合增速为 34.7%，保持快速增长。23年公司实现归母净利润 15.5亿美元，同比增长81%；净利率为16.1% (+5.6pp)，已经完全从疫情低谷中恢复，并大幅反超疫情前水平。

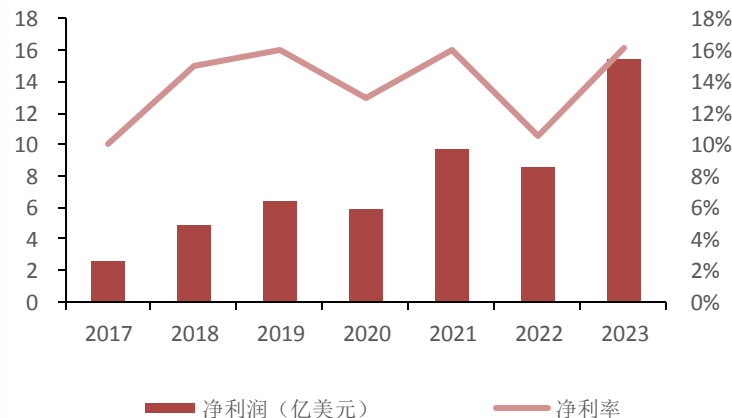
2017-23年公司各项费用率



2017-23年公司总费用/总费用增速



2017-23年公司净利润/净利率

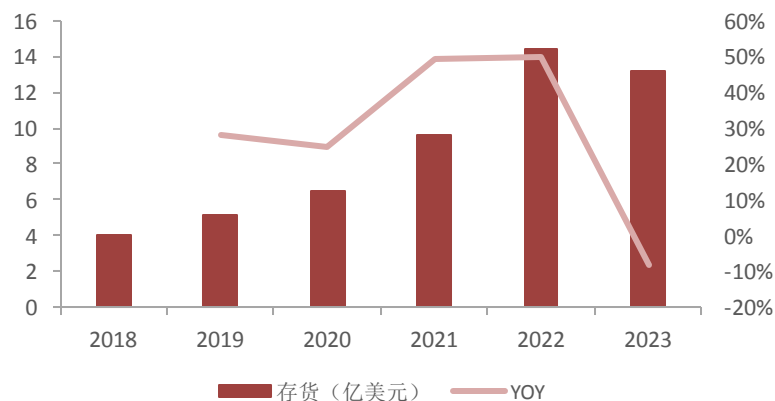


数据来源：公司财报，西南证券整理

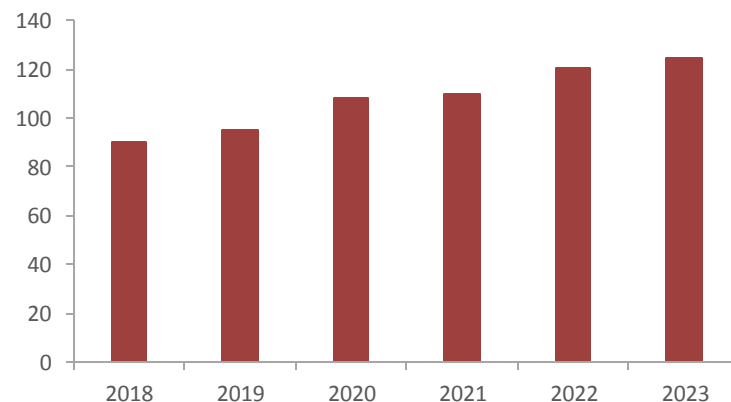
公司概况：存货有所下降，周转天数仍处高位

- 截至2023年底公司存货13.2亿美元，同比下降8.5%，去库动作有所成效，但相比疫情之前仍处在高位；存货周转天数124天，去年同期为120天，周转天数有小幅攀升。但另一方面，公司DTC模式和线上销售占比持续加大，相比之前经销模式库存可比性会有所差异。

2018-2023公司库存及增速



2018-23年公司存货周转天数 (天)



数据来源：公司财报，西南证券整理

目 录

◆ 瑜伽服饰龙头企业，精准定位快速发展

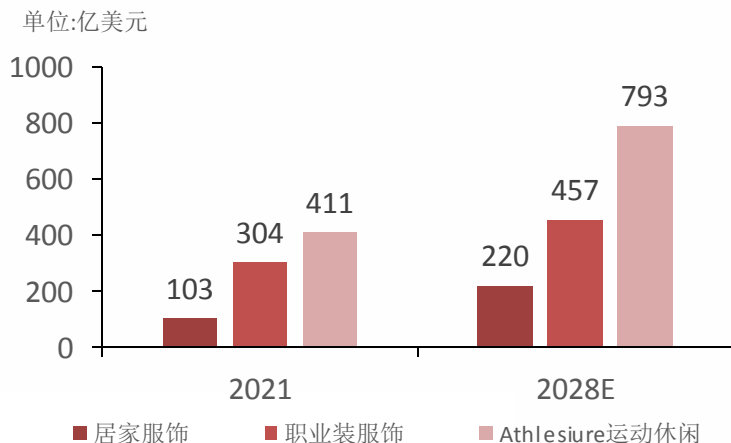
◆ 时尚运动风兴起，瑜伽&户外热度高涨

◆ 多品类+中高端+社群营销，打造品牌生态圈

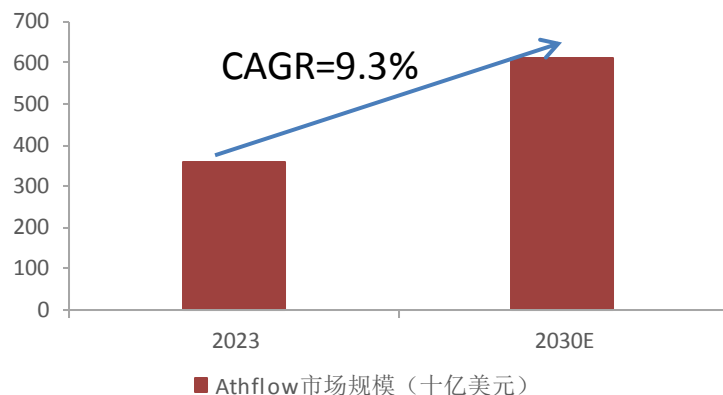
“Athflow” 时尚运动风，开启下一个黄金赛道

- **疫情改变消费者穿衣习惯。**因为疫情影响，长时间的居家工作和生活方式，及对运动的高需求，已经在近2年改变了人们对穿衣的需求。即使是疫情结束，人们回到以前熟悉的工作生活环境，但对传统的运动服饰有了新的认知和诉求。根据美国非盈利机构Cotton Incorporated 调查显示，疫情以来，有67%的消费者会选择更加舒适的衣服，64%的消费者会选择家居服，40%消费者会购买运动服饰。
- **兼容多个细分服饰市场，成长空间大，发展速度快。**“Athflow” 在传统的“Athleisure” 运动休闲风格上更加注重了人们在日常生活中的时尚性、办公室时的专业性、运动时的功能性、居家时的舒适性等多场景穿衣风格，抢占了职业服饰和居家休闲服饰市场。根据美国最大的数据咨询公司The INSIGHT Partners显示，2021-2028年全球“Athleisure” 运动休闲服饰市场/职业装市场/家居服市场的年复合增速分别为9.9%/6.1%/9.9%，合并这三大市场规模和运动服饰市场，Grandview Research预估全球“Athflow” 市场规模2030年将达到6100亿美元，年复合增速为9.3%，远高于全球服饰市场4.6%的复合增速。

2021-28年全球各细分服饰市场规模



2023-30年全球“Athflow” 市场规模



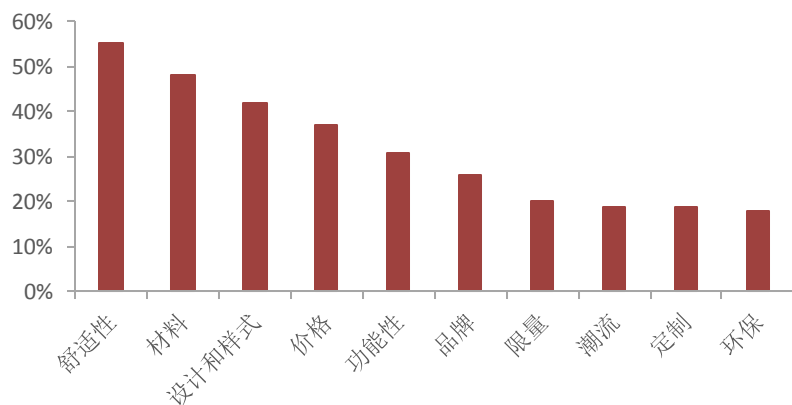
数据来源: The INSIGHT Partners, Grandview Research, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

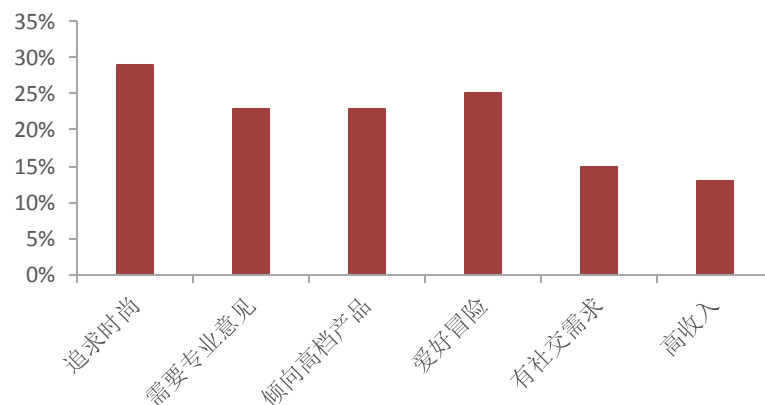
舒适性是第一诉求，同时满足时尚需求

- **舒适性是人们挑选athleisure产品的第一需求。**据GWI数据网站统计，在挑选和购买athleisure类产品时，有55%的消费者表示舒适性是他们第一关注的因素，也是最多人对于athleisure产品的诉求。此外，有48%的消费者注重面料、42%的消费者更关注设计和样式，另外价格、功能性、品牌等因素也是消费者在购买athleisure产品会考虑到的因素。
- **消费者画像：追求时尚和专业兼备、有圈层社交需求的高收入群体。**据GWI数据网站统计数据，athleisure的主要消费者画像有较强的指向性，首先多为高收入群体，有圈层社交需求，对于相关产品诉求兼具时尚性和功能性，所以他们在购买产品前倾向于接受专业人士的介绍和意见，同时更喜欢购买创新类产品。

消费者购买athleisure产品时考虑因素



athleisure消费者画像



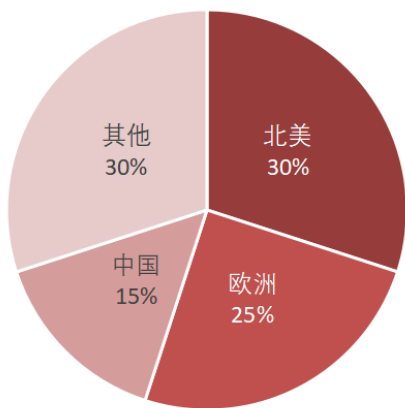
数据来源：GWI，西南证券整理

www.swsc.com.cn

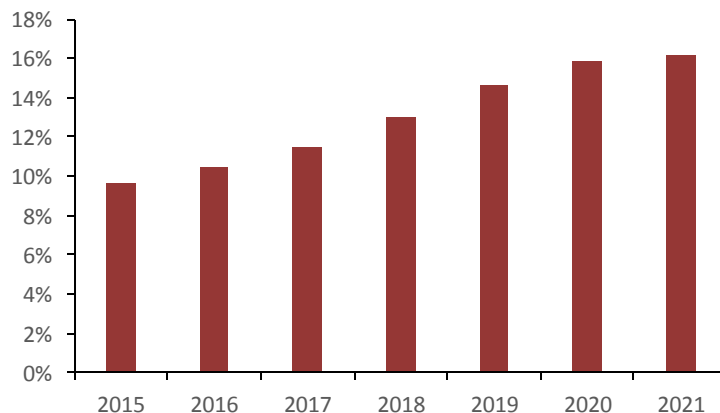
北美引领市场，中国发展潜力大

- **北美市场较为成熟。**2020年美国和加拿大地区占全球运动服饰“Athflow”消费市场规模的30%，主要受益于北美人们对健康生活有较成熟的认识和有较高频率健身习惯，推动了运动市场服饰的渗透率。欧洲占比25%，中国占比15%，为世界上第三大运动服饰消费地区。
- **多重因素驱动，中国后来居上。**随着政府对全民参与体育运动的高度关注，及我国人民自身对健康生活的意识、生活消费水平、时尚审美的提高，提高了参与体育锻炼的频率和购买时尚运动服饰的渗透率。根据Euromonitor统计，我国运动服饰渗透率从2015的9.7%提升到2021年16.2%。

2020年各国运动服饰市场份额



2015-21年我国运动服饰渗透率

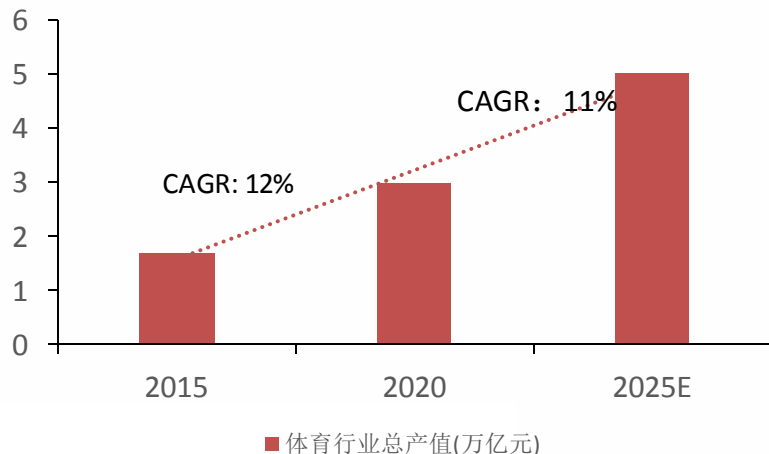


数据来源：《2021-2027全球及中国运动服装行业研究报告》，Euromonitor，西南证券整理

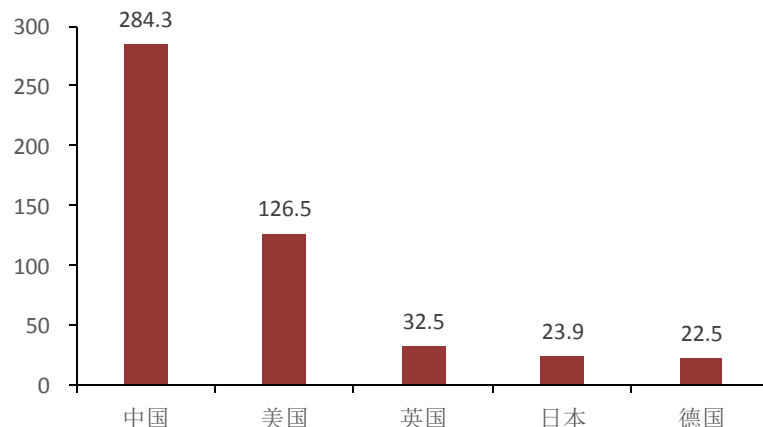
政策推动、时尚消费双助力，让“Althflow”风优势突出

- **中国体育政策方面**：从08年北京奥运会后，政府对体育产业的发展高度重视，制定和推出一系列体育政策，把体育产业定位为拉动内需和经济转型升级的行业，并指引2025年体育产业GDP占比从17年的0.7%提升至2%以上；预计体育总产值从2020年的3万亿人民币增长至2025年的5万亿人民币，到2035年中国参与体育锻炼人数比例提升至45%。
- **中国时尚消费方面**：2019年中国人均GDP突破1万美元，居民消费能力的持续增强，推动国人在时尚审美和消费方面的提升。根据Statista统计，2020年中国时尚消费市场收入为2843亿美元，超过了美国、英国、日本和德国的总和，预计至2026年中国时尚消费市场将超过4390亿美元。

2015-25年我国体育行业总产值趋势



2020年各国时尚消费（十亿美元）

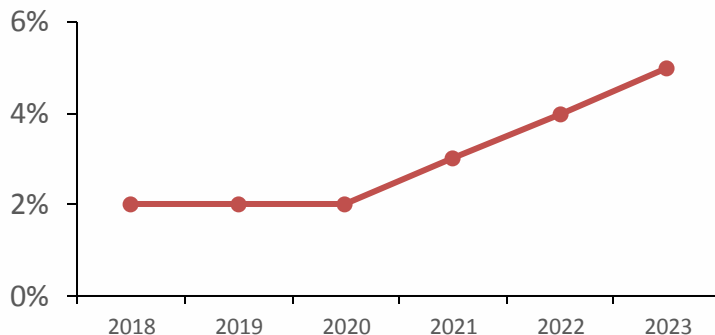


数据来源：《“十四五”体育发展规划》，digital crew，西南证券整理

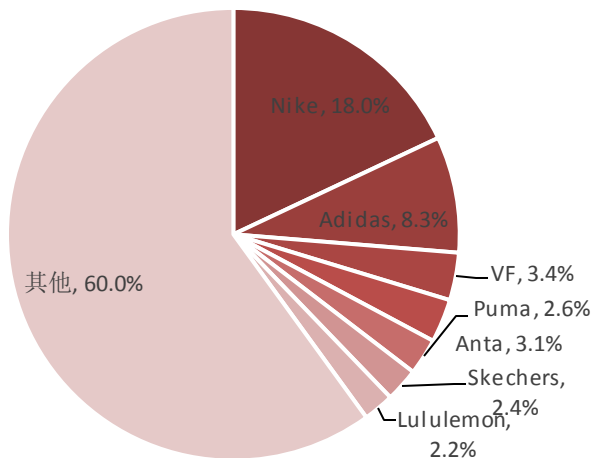
运动服饰行业集中度较高，头部品牌市占率稳步提升

□ Euromonitor数据显示，2023年全球前五大运动服饰公司分别是Nike、Adidas、VF、Puma、Anta，行业CR5达到35.4%。中国市场集中度相对较高，行业CR5为69%。安踏和李宁两个中国企业在本土市场优势明显。其中，lululemon市占率自2020年开始持续提升，全球市占率从2020年2%提升至2023年5%。

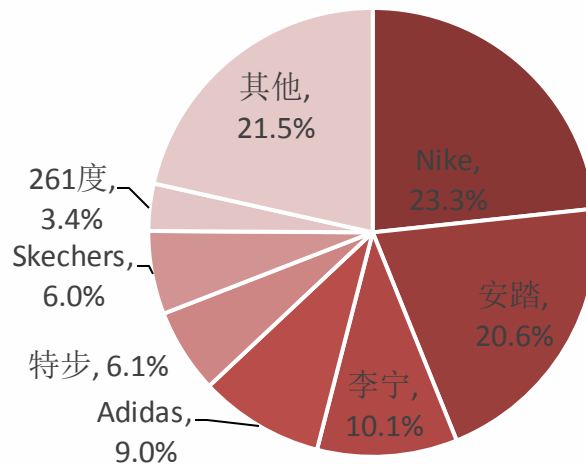
2018-23年Lululemon全球占市率变化



2023年全球运动服饰公司市场占有率



2022年中国运动服饰公司市场占有率



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

份额向头部集中，高端品牌更受欢迎

- 我国运动服饰品牌份额逐渐向头部集中。按品牌来看，Nike 占据榜首且具有明显市占率优势，但国产品牌安踏、李宁紧随其后，已超越前几年同样市占率较高的Adidas，另外如Skechers、Jordan、Fila等偏运动休闲类的品牌市占率持续提升，其中Lululemon市占率有2018年0.3%提升至2023年1.8%，在中国市场有比较快速的增长。

中国运动服饰品牌市场份额（%）

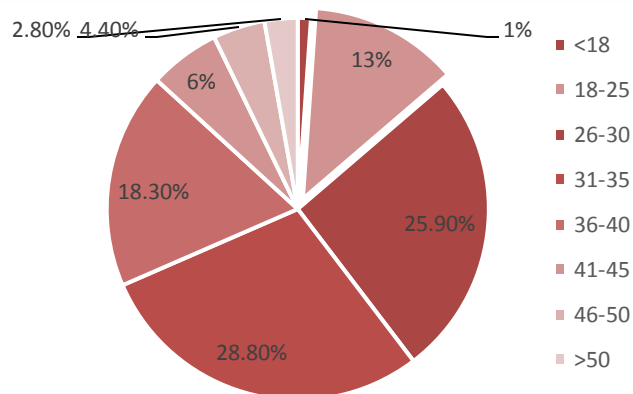
排名	品牌	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	Nike	18.7	18.8	20.1	18.1	17.5	17.9
2	安踏	9.0	9.1	8.6	9.8	10.8	10.2
3	李宁	6.0	6.5	6.8	9.3	10.4	10.1
4	Adidas	19.2	18.8	16.6	15.0	9.8	9.0
5	Fila	3.7	5.4	6.5	7.3	7.4	7.4
6	特步	4.7	4.8	4.6	5.0	6.1	6.1
7	Skechers	4.9	5.3	5.9	6.6	5.9	6.0
8	Jordan	3.0	3.9	4.5	4.3	4.5	4.7
9	361度	3.1	2.9	2.7	2.7	3.3	3.4
10	乔丹	2.5	2.3	2.0	2.0	2.1	2.2
11	New Balance	2.2	1.8	1.6	1.5	1.7	1.8
12	Lululemon	0.3	0.5	0.8	1.1	1.4	1.8

数据来源：Euromonitor，西南证券整理

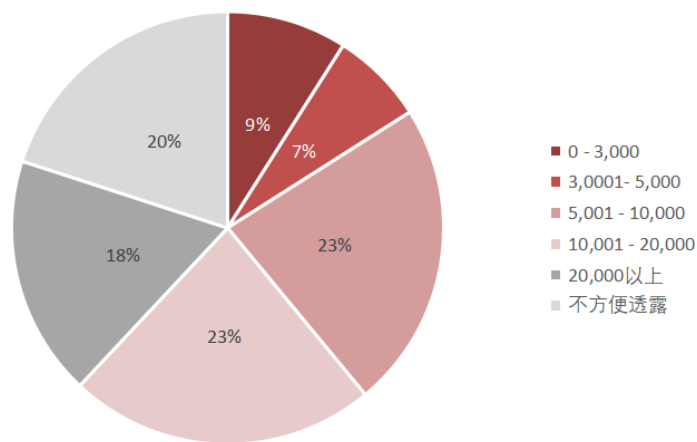
中国瑜伽市场处于蓬勃发展期

□ 与成熟的美国瑜伽市场对比，中国瑜伽市场起步较晚，发展空间大。伴随我国体育产业的不断发展，人们对运动的参与呈现出细分化。艾瑞咨询研究估计，2020年中国瑜伽健身市场已达到387亿元人民币，预测未来10年的复合增速超过11%，其中女性瑜伽健身者占比高达86%。同时伴随我国“她力量”，“她经济”的崛起，女性在运动服饰和装备上平均年支出高于男性的15%-20%。此外，CBNDate市场调查发现，参与瑜伽健身的女性中26-40岁人群占据绝大多数，且这部分多为高收入人群，其中月收入超过一万的占比达41%。未来伴随瑜伽人群和消费的不断壮大和提升，我国瑜伽市场发展潜力大。

我国瑜伽爱好者年龄分布



我国瑜伽健身者月收入分布



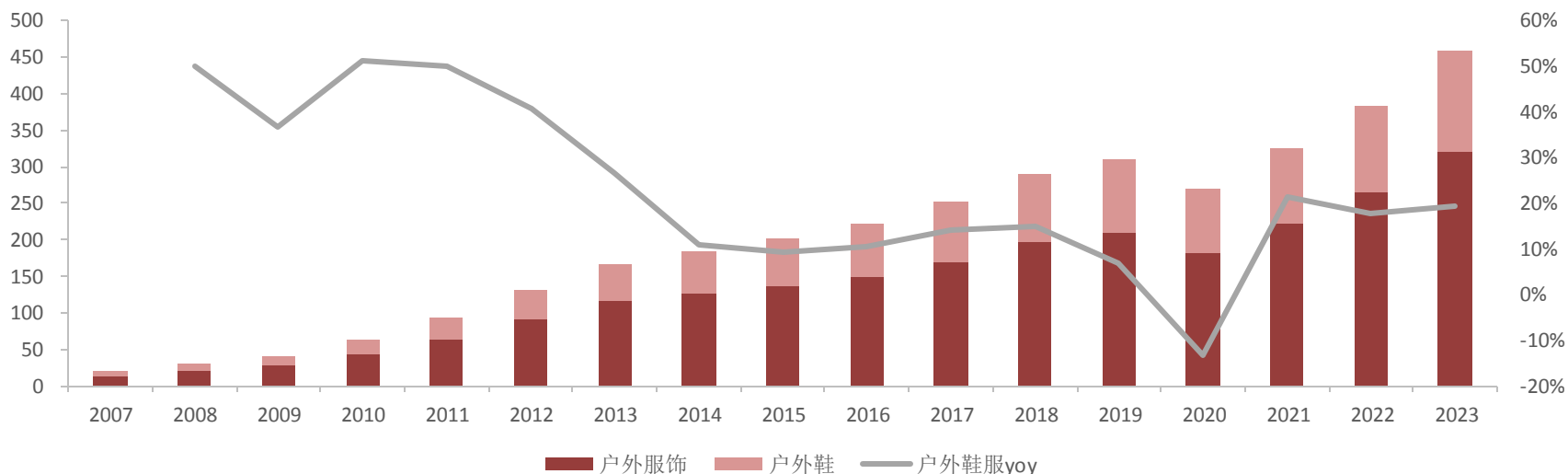
数据来源：《2021中国瑜伽行业报告》，西南证券整理

www.swsc.com.cn

中国户外运动热情高涨，项目丰富

- 中国户外运动市场空间广阔。瑜伽之外，户外运动同样方兴未艾。运动运动形式多样，包括滑雪、登山、徒步、高尔夫、慢跑等等，在现代人越来越注重身体健康的当下走出室内拥抱户外成为新的运动潮流，与之相应的则是相关用品和服饰市场的快速爆发。据欧睿数据统计，自2013年至2023年十年时间内，户外服饰市场规模由117亿元增长至319亿元，户外鞋市场规模由49亿元增长至139亿元，户外鞋服整体市场规模CAGR为10.7%，超越所有服饰整体市场增速。且剔除2020年疫情影响之外，2021-2023年户外鞋服市场增速保持在20%左右，未来市场空间仍有巨大增长潜力。

中国户外鞋服市场规模（亿元）



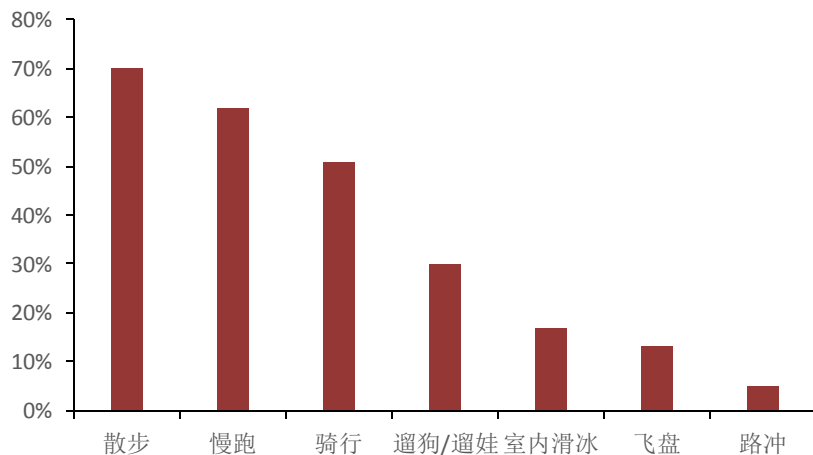
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

www.swsc.com.cn

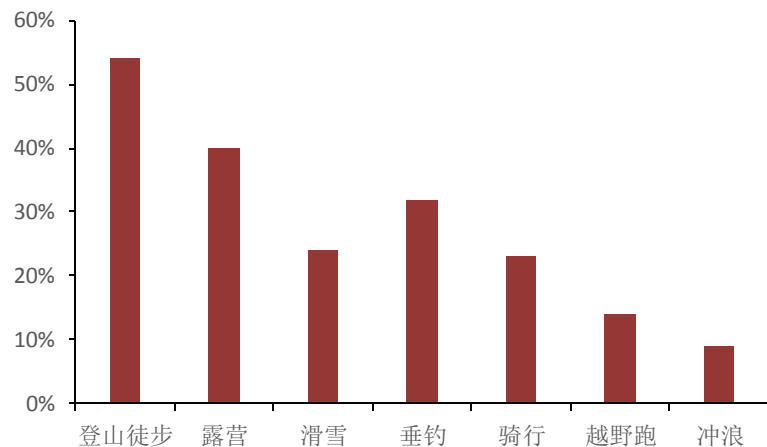
中国户外运动热情高涨，项目丰富

- 户外运动项目丰富，专业设备分类较细。户外活动项目多种多样，有城市内的项目比如散步、慢跑、飞盘等，这类活动通常不需要专业的服饰或设备，仅需要稍具备休闲和运动属性的通勤或日常着装即可。郊野户外活动比如登山徒步、露营、滑雪、骑行、越野跑等则需要非常专业的服饰和设备，兼具功能性和安全性，参与玩家多为全职或深度爱好者。户外活动项目丰富，由此衍生出的服饰和设备也有较细的分类，各个领域都有专业服装供消费者选择，因此各运动品牌都有针对各项户外活动设计不同的服饰，且目前行业集中度不高，发展空间较大，各大公司都在推新以及抢占市场的阶段。

中国城市户外活动参与率



中国郊野户外活动参与率



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

www.swsc.com.cn

竞争者对比：细分赛道，另辟蹊径

- **深耕瑜伽市场，主打服装。** Lululemon是以瑜伽健身服饰赛道起家，主打女性市场和服装类产品，刚好与Nike、Adidas主打鞋类产品，侧重男性市场的赛道避开。同时Lululemon在服装上更注重舒适度和时尚度，而Nike、Adidas更注重运动的专业度。所以细分赛道，避免正面竞争，很好地为Lululemon奠定了基础，并能在20年内快速成为全球第4大品牌。
- **国内瑜伽新兴品牌，成为有力竞争者。** 随着国内品牌的崛起，及消费者审美的提高，近几年国内小众的瑜伽健身服装品牌纷纷出圈，获得消费者喜爱。比如Maia Active也是做瑜伽裤出圈，一条瑜伽裤的均价在300-400人民币，比Lululemon瑜伽裤的均价便宜一半，是Lululemon 平替的较好选择。同时淘宝电商上的暴走萝莉和Keep也在瑜伽裤赛道取得很好的业绩。我们认为高定价的Lululemon在价格带上有较强竞争优势，同时国内品牌的出圈反映了瑜伽市场在快速扩容的大趋势。

各品牌淘宝店销量第一名瑜伽裤对比

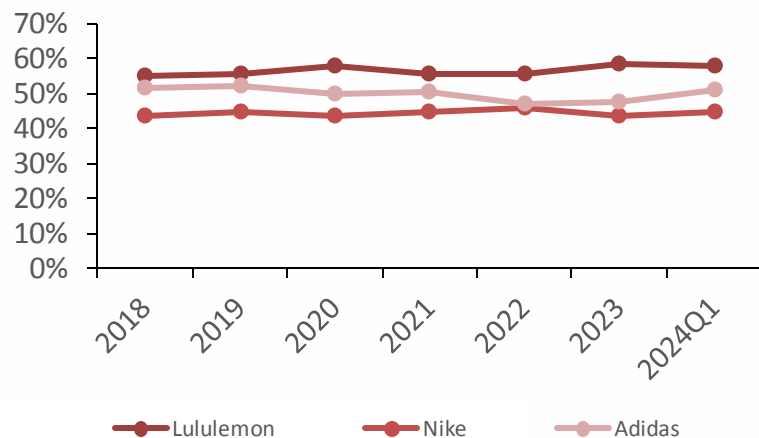
	Lululemon	Maia Active	暴走萝莉	Keep
				
价格	850元	399元	249元	179元
年销量	4万+	3万+	4万+	3万+

数据来源：淘宝数据，西南证券整理

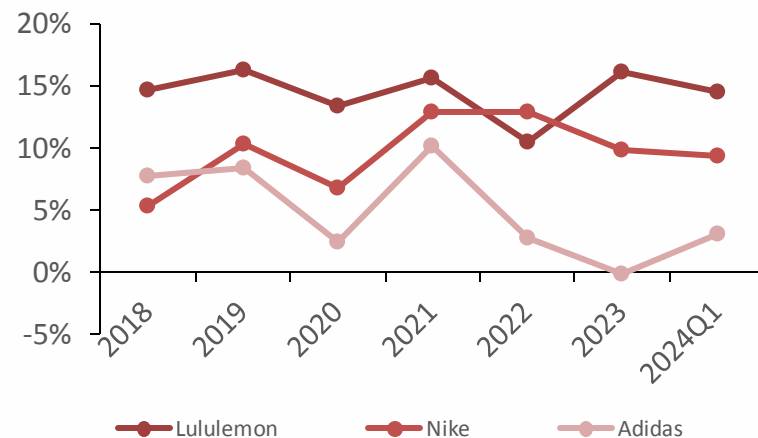
竞争者对比：盈利能力领先同业

- **深耕瑜伽市场，盈利能力领先同业。** Lululemon以瑜伽服为主营品类，在用材、剪裁等方面较为上乘，另外目标客群主要为中高收入白领女性，具有较强的消费欲望和消费能力，且对于品牌溢价和时尚效应接受度较高，愿意为产品支付较高的价格。因此，Lululemon盈利能力显著高于同业Nike和Adidas，毛利率保持在55-60%的水平，而Nike和Adidas近年来毛利率在40-50%的水平；净利率方面，Lululemon净利率维持在15%左右，Nike净利率在10-15%，而Adidas近年来业绩表现较疲软，净利率逐年下滑。

各公司毛利率



各公司净利率



数据来源：各公司财报，西南证券整理

www.swsc.com.cn

目录

◆ 瑜伽服饰龙头企业，精准定位快速发展

◆ 时尚运动风兴起，瑜伽&户外热度高涨

◆ 多品类+中高端+社群营销，打造品牌生态圈

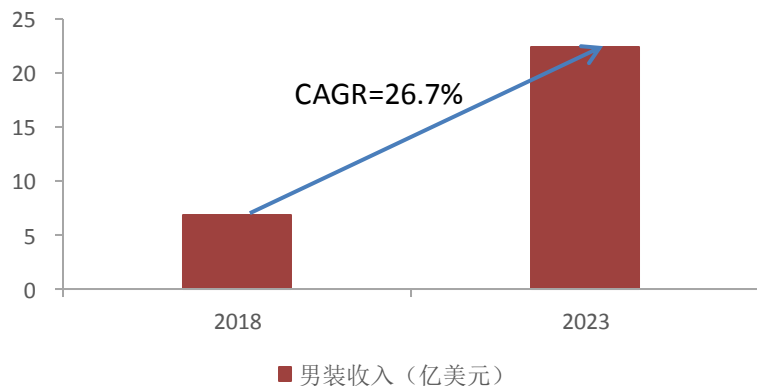
公司分析—增长驱动（1）：快速扩张男装市场

□ **打造爆款，男装业务快速增长。**公司2017年推出爆款ABC (Anti-Ball Crushing) 长裤系列快速打开男装市场。这款裤子使用人体工程的设计，在裆部留有足够空间的同时利用面料的高支撑性和延展性，专门解决传统男装裤太紧造成尴尬的问题。此外，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。在2018-2023的5年时间内，男装业务营收增长一倍，增速远超女装业务。公司预计2026年的男装业务营收将超过40亿美元。

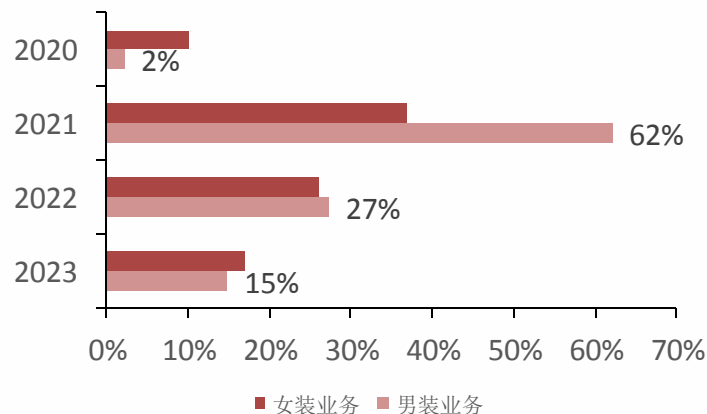
ABC长裤系列



2018-2023男装业务营收



2020-2023男装/女装营收增速



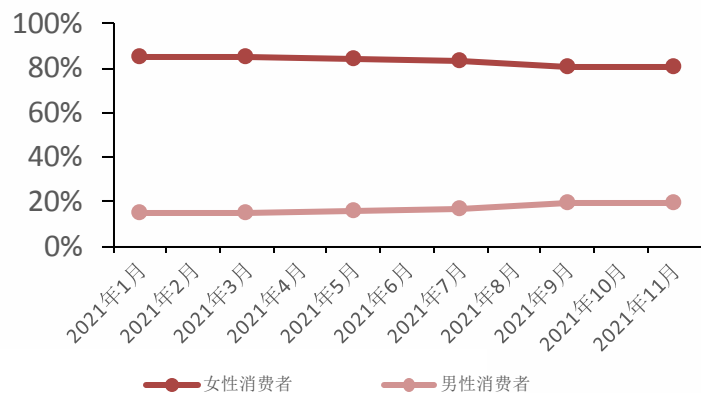
数据来源：公司官网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

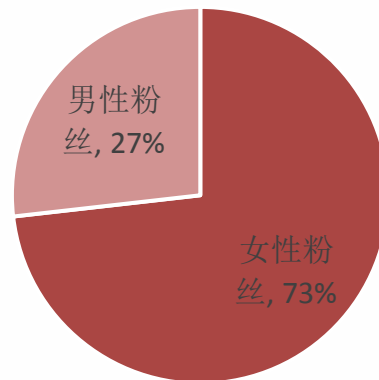
公司分析—增长驱动（1）：快速扩张男装市场

- **男性消费者占比逐步提升，有较大的增长空间和潜力。**根据美国咨询公司HundredX对Lululemon美国消费者市场调查发现，Lululemon 男性消费者的反馈数量占比在逐步增长；从2021年1月的14.8%提升至同年11月的19.7%。其中，有越来越多的男性消费者会因为Lululemon的剪裁、舒适度、时尚度购买产品。此外，Lululemon 男性顾客的净推荐值（顾客忠诚度的分析指标）高于女性顾客，进一步表明男性顾客在未来的购买欲会更强。同时年龄段在18-49岁的男性消费者对Lululemon名牌的认知度也有了较高的提升。另外据start io数据网站统计，在社交平台上男女粉丝占比大约为27%和73%，与消费者比例对比起来，男性粉丝转化为消费者仍有较大空间。

2021年公司在美国男/女性消费者反馈占比



2023年公司社交平台男/女粉丝占比

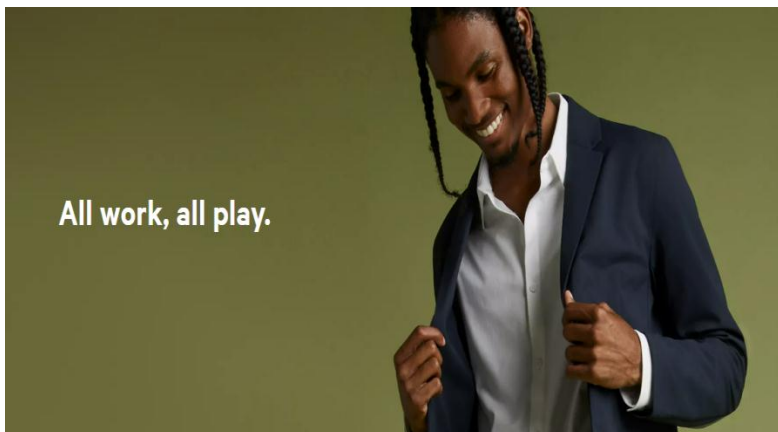


数据来源: HundredX, start io, 西南证券整理

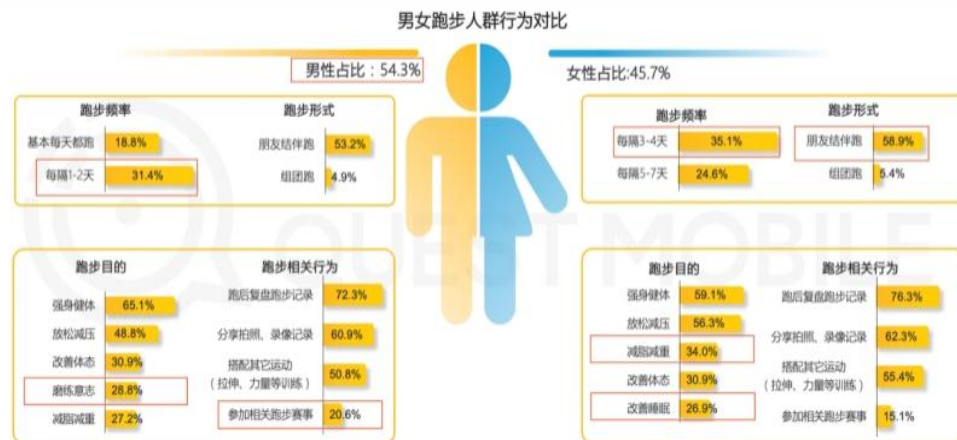
公司分析—增长驱动（1）：快速扩张男装市场

□ **以跑步和综训为核心，快速扩张男装业务。** Lululemon的下一个细分赛道将会在以运动为核心兼顾商务职业性和日常休闲型的男装市场。以较为普遍的运动——跑步为例，据QuestMobile调查网站统计，男性有54.3%的受访者选择跑步运动，高于女性的45.7%。而在跑步频率上，基本每天都跑和每隔1-2天的高频率跑步者中男性比例更高，而相较来看女性跑步频率较低，多数集中在每隔3-4天和每隔5-7天。选择跑步运动的初衷男性和女性均有大部分人群是为了强身健体、放松减压和改善体态等，其中男性还有锻炼意志的目的、女性则有改善睡眠的目的。由此，在某些运动方面，男性市场同样庞大，Lululemon拓宽男装市场有较为广阔的发展前景。

公司商务休闲系列



男女跑步行为对比

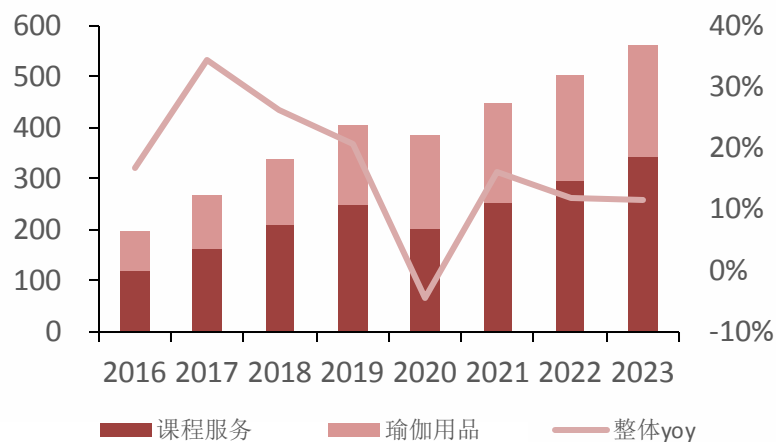


数据来源：公司官网，QuestMobile，西南证券整理

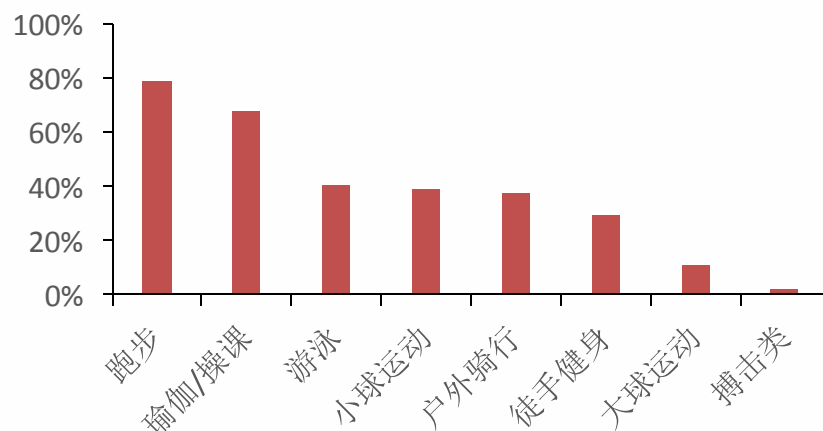
公司分析—增长驱动（2）：中产阶级为主力，加快中国市场布局

- **市场增速较快，发展空间广阔。**据艾媒咨询数据统计，中国瑜伽市场规模持续增长，其中课程服务与瑜伽用品两大类支出占比分别为60%/40%左右，至2023年整体瑜伽市场规模预计达到561亿元，瑜伽用品市场规模达到218亿元，且自2020年之后始终维持高增速，2021-2023年CAGR为13.2%，增长势头不减，规模持续增长。
- **中国女性参与瑜伽运动比例高。**中国女性最常参加的运动中，除跑步之外，瑜伽和操课是最受欢迎的运动，参加比例接近70%。

中国瑜伽市场规模（亿元）



中国女性参与运动占比



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

www.swsc.com.cn

公司分析—增长驱动（2）：中产阶级为主力，加快中国市场布局

- **政策支持，助力瑜伽产业发展。**自2016年以来，国家层面多次出台体育运动相关政策，将全民健康放在了重要位置，有望助力瑜伽产业快速发展。

相关政策梳理

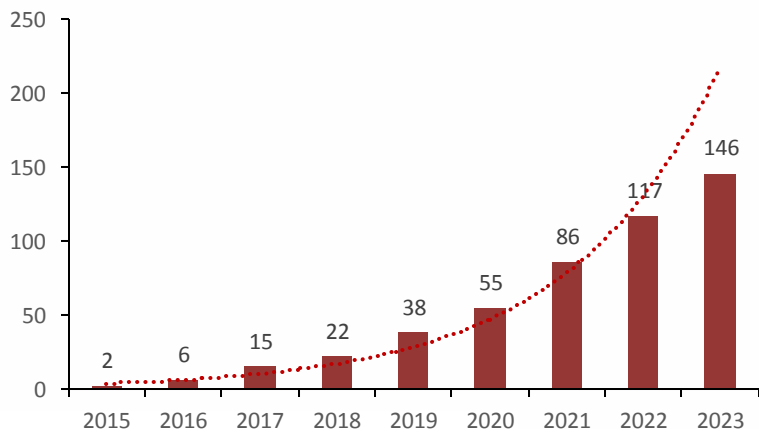
时间	政策文件	要点	发布机构
2016年6月	《全民健身计划（2016-2020）》	计划指出，实施全民健身计划是国家的重要发展战略，要以满足人民群众日益增长的多元化体育健身需求为出发点和落脚点，各地要把全民健身公共服务体系建设纳入当地国民经济和社会发展规划及基本公共服务发展规划中	国务院
2016年10月	《“健康中国2030”规划纲要》	《纲要》是建国以来首次在国家层面提出的健康领域中长期战略规划。纲要指出，健康是促进人的全面发展的必然要求，在强基层基础上，促进健康产业发展，更好地满足群众健康需求；将“共建共享全民健康”作为战略主题，推动社会共建共享，实现全民健康	国务院
2018年7月	《全民健身指南》	针对中国居民参加体育健身活动的实际情况，在国家层面研究并建立首部体育健身活动指南，引导民众科学地从事体育健身活动。	国家体育总局
2019年7月	《健康中国行动（2019-2030）》	行动指出，把提升健康素养作为增进全民健康的前提，根据不同人群特点有针对性地加强健康教育与促进，让健康知识、行为和技能成为全民普遍具备的素质和能力；参与健康行动；推动健康服务供给侧结构性改革	健康中国行动推进委员会
2019年10月	《中国健身瑜伽段位制（试行）》	推动我国健身瑜伽事业稳步发展，加强健身瑜伽项目标准化建设，满足健身瑜伽爱好者的需要，科学评定健身瑜伽习练者技术理论水平	国家体育总局社体中心

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

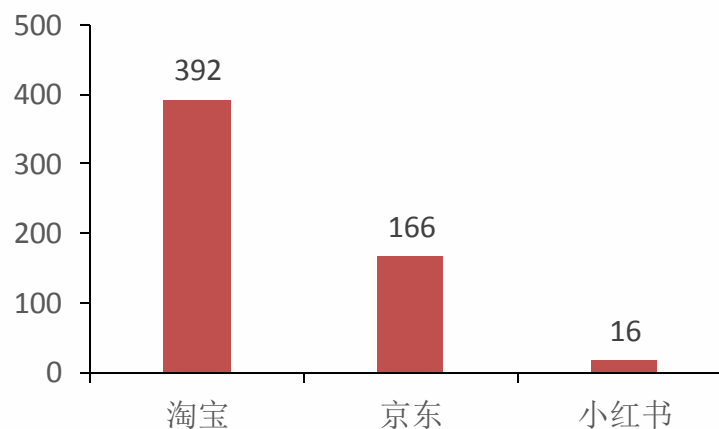
公司分析—增长驱动（2）：中产阶级为主力，加快中国市场布局

- **全球消费经济形势疲软下，中国仍为公司发展的核心市场。**随着中国“她力量”、“她经济”的倡导和崛起，中国女性消费者逐步成为公司的主力军。2015年公司以瑜伽裤为爆款产品挤进中国市场收获女性消费者青睐，后因男士爆款“ABC”运动商务休闲裤，解决男性传统裤子的一些问题，让男性消费者意识到Lululemon同样可以了解男士穿衣痛点。加之近几年越来越多的年轻消费者对时尚、休闲、运动的多重要求，及Lululemon在中国消费者里成为有着高收入同时追求健康生活的成功人士代表。即使在疫情期间，Lululemon在中国市场营收仍取得双位数增长；这归功于Lululemon核心竞争力“多场景使用”及定位中高端收入的消费人群。虽然Lululemon产品定价高，但时尚简约的设计和较高的舒适度及功能性，可以让一个单品在多个场景下使用，从而提升了性价比。特别在经济不好情况下，中产阶级人群会把钱消费在具有较高的耐穿性、多功能性、舒适性的产品上，而高收入人群，由于对价格的不敏感，会持续购买。

2015-23中国线下直营店数量（家）



公司在各大平台的粉丝数量（万）



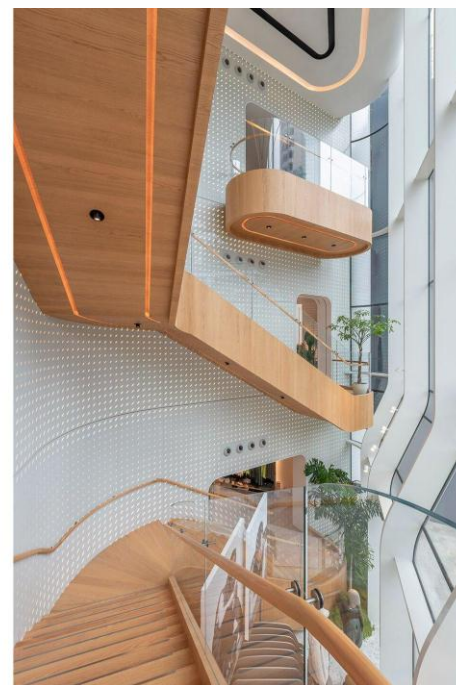
数据来源：公司官网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

公司分析—增长驱动（2）：中产阶级为主力，加快中国市场布局

- **新开门店将集中在中国市场，新型概念门店引流。**随着公司在中国市场的营收持续高增，门店数量也随之快速增长，公司在2023年业绩发布会上表示，2024年公司将在全球新开35-40家门店，其中10家在北美地区，其他的将大部分集中在中国，也就是将在中国新开25-30家门店。另外，中国的门店在承担传统的卖货和展销功能之外，还陆续开设了新型的概念门店来引流，例如开在上海的全球最大门店，将运动与时尚结合，充满艺术感与创造性，是典型体验与购物相结合的全新门店形式。

上海Lululemon门店



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司分析—增长驱动（3）：快速扩容产品系列和品类

- **纵向拓展运动场景，勇于创新。** 公司从最先瑜伽运动场景快速拓展至今的10个运动场景（瑜伽、跑步、综训、高尔夫、网球、出行、游泳、日常及商务休闲、居家、徒步），为消费者提供了更多“一衣多场景穿着”的选择。特别是在2019后，公司在新的运动场景和产品的创新上加快了步伐。2020年，公司收购了Mirror(健身镜)公司，顺应疫情居家的趋势，将运动场景从户外衍生至室内。2021年，公司推出全球首款专为女性设计的跑步鞋，开始试水跑鞋市场。此款跑鞋是经过多年的研发，扫描上百万女性的足型和上百次的测试，跑鞋的推出让公司的产品线更加丰富。今年推出的徒步系列，受到大自然和岩石的启发，在颜色上融入了天空的兰、泥土的棕、烈日的黄、植物的绿和花卉的粉和紫，让人们在登山时感觉与大自然合而一体；此系列一推出就获得了大批年轻消费者的追捧。

公司首款跑步鞋系列



BLISSFEEL
女士跑步鞋

¥1180.00

BLISSFEEL
女士跑步鞋

¥1180.00

BLISSFEEL
女士跑步鞋

¥1180.00

BLISSFEEL
女士跑步鞋

¥1180.00

徒步运动场景



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司分析—增长驱动（3）：快速扩容产品系列和品类

- **横向扩张产品品类，向护理类产品进军。**近几年公司也在大力扩张自己产品品类，2019年公司在北美市场推出了个人护理产品，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）。在国内市场，公司不断扩展定价相对较低的配饰类（如头饰、运动水壶及瑜伽器材、包类、内衣），有望提升连带销售率。根据9-10月天猫旗舰店显示，销量第一的为定价580元的瑜伽垫，有超过400个顾客下单购买，其次是420元斜挎包、450元男士运动内裤、380元水壶的销量都有超过200单，并排第二名。此外，公司每周二会发布新款，较快的上新率会更快的满足顾客的需求，刺激顾客的消费欲望，从而提升自己的客户粘性。

个人护理产品



各饰品淘宝年销量



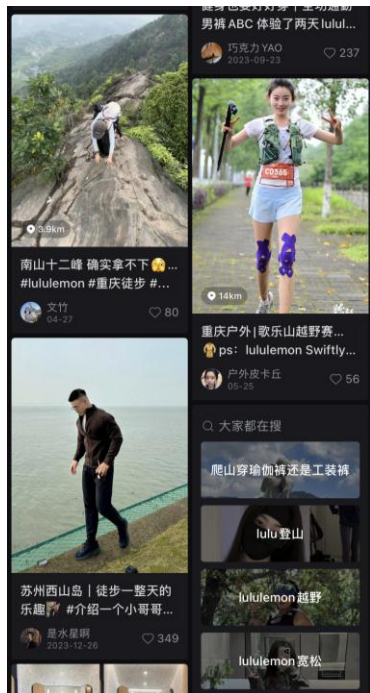
数据来源：公司官网，淘宝旗舰店，西南证券整理

www.swsc.com.cn

公司分析—增长驱动（3）：快速扩容产品系列和品类

- **多渠道营销，加强户外产品心智。** 因Lululemon以瑜伽装备起家，因此面向人群较为细分，而在拓展品类时则需要扩大人群和圈层，因此品牌在各大渠道和平台进行广告投放，加强产品在户外活动中的用户心智，强调品牌的多品类结构和产品的多功能性；另外还在各大城市积极开展线下户外兴趣活动，如春日跑、露营、灯伞等集群活动，在忠实消费者尝试多品类产品的同事扩大圈层，吸引其他细分赛道消费者。

户外产品营销活动



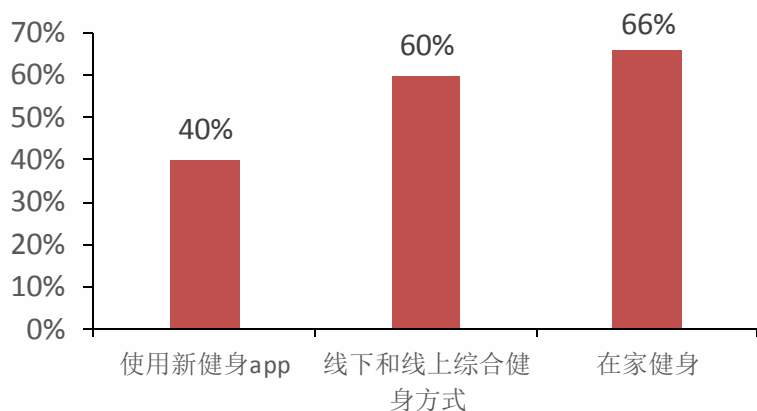
数据来源：小红书，公司官网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

公司分析—增长驱动（4）：构建商业生态圈，开启付费会员制度

- **联名线上线下健身工作室，开启一站式消费体验。** 公司通过Mirror、手机软件(app) 和8家全球热门健身公司室合作，让顾客开启社群、健身、购物一体化体验。会员每个月付费39美元，能以优惠的价格参加线下课程，此外还能享受Lululemon产品折扣，及提前参加Lululemon活动等福利。同时消费者也可以通过Mirror，参加线上的热门健身课程。公司预计到2026年，将会有80%的顾客注册成为会员。
- **巩固私域流量，提高顾客的忠诚度。** 公司表示疫情也改变了消费者的健身习惯，根据大数据分析自2020年以来，有40%的消费者在使用新的健身app，60%的消费者喜欢线上线下两者综合的健身方式，66%的消费者表现更喜欢在家健身，其中使用线上健身app的消费者增长了300%。同时公司发现当顾客健身频率提高，在产品的消费会增加20%。所以公司自收购了MIRROR后，就开始布局全渠道数字化的会员制度，创造方便便利的健身环境，及锁定忠实顾客，更进一步加深与客户之间的情感交流和粘度，壮大社群群体，也为顾客和顾客之间提供了社交平台。

疫情后消费者的健身习惯改变



Lululemon 会员制度



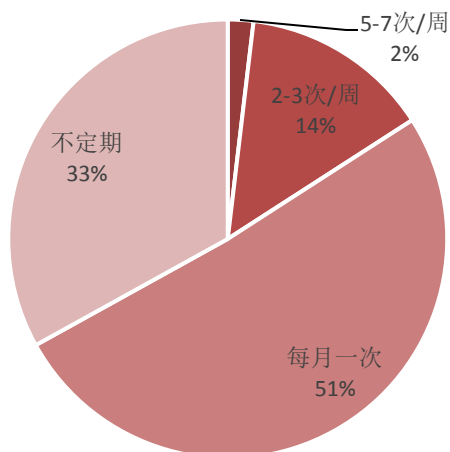
数据来源：公司官网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

公司分析—增长驱动（4）：掌握私域流量，深耕数字化运营

- **数字化运营**：Lululemon在创立初期以社群为单位开展自营的营销模式，为积累私域流量打下牢固的基础。凭借自己多年在私域流量的耕耘，2013年公司在北美市场开展了数字化DTC自营模式，不借助任何的平台，建立自己的独立站，让消费者通过自己的官网进行线上购物，进一步扩大自己私域流量蓄水池从而帮助公司全面收集消费者的购买习惯、周期、产品样式、价格，及相关产品浏览等大数据。公司通过分析这些大数据，可以更快和更精准的把传播内容点对点的铺盖到每个顾客，与客户建立以情感为基础的正向交流，增强客户粘性，从而让社群裂变，扩大自己的客户人群，提高产品复购率。根据Reddit网站统计，51%lululemon消费者会每个月购买一次，33%消费者购买频次不固定，14%消费者每周会购买两三次；2%的消费者每周会购买5-7次。

消费者购买Lululemon频率



数据来源: reddit, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

2022年公司数字化增强趋势

Significant growth across North America

Key results

Stores +11%

E-comm traffic almost 40%

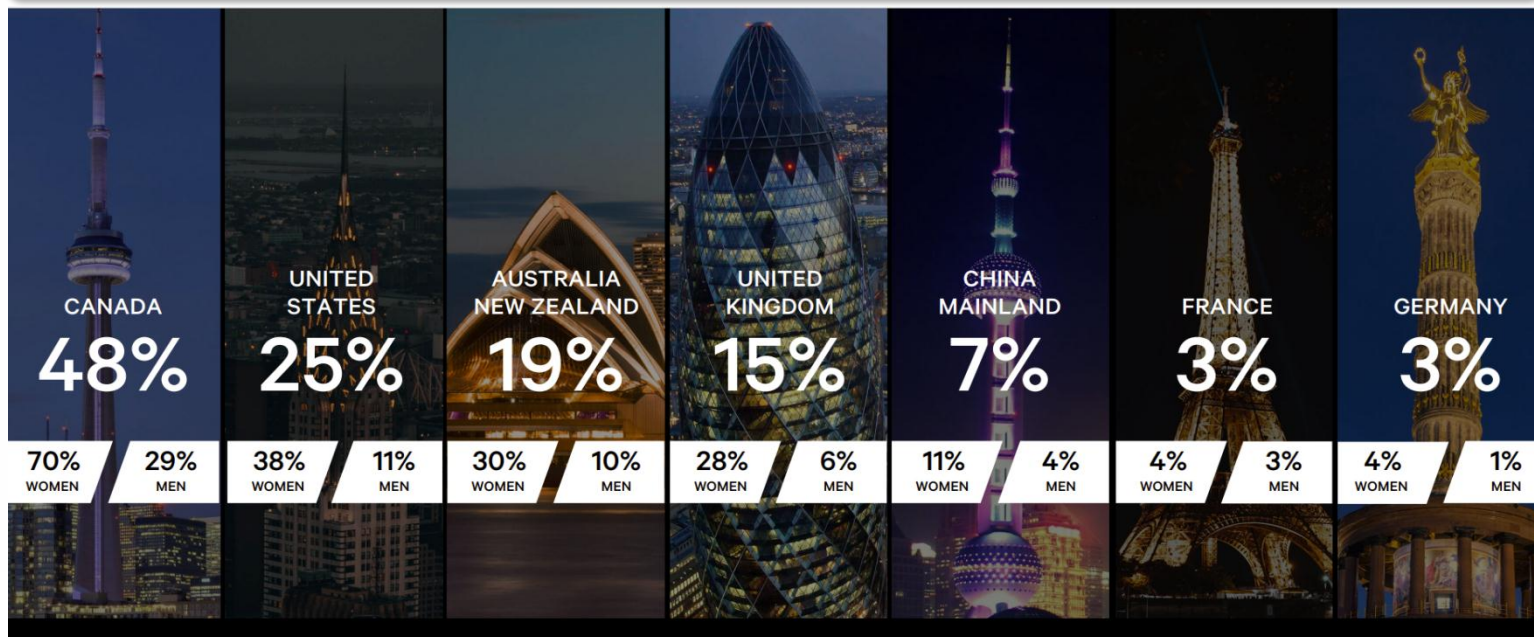
E-comm conversion 10%



公司分析—增长驱动（4）：掌握私域流量，深耕数字化运营

- **延续社群营销，提升品牌认知度。**公司表示目前Lululemon品牌认知度较低，即使是在自己的主营产品加拿大和美国，认知度也仅为48%和25%，与Nike和Adidas 90%的认知度，还是有一定的距离。特别是男性消费者对Lululemon品牌的认知度比女性消费者还低，公司为了更快更有效率的挖掘顾客，开启了全方位数字化渠道体验战略。公司挑选在Instagram、Facebook、Twitter的社交媒体上有较多的粉丝的跑步、综训、高尔夫等运动明星来担任形象大使，驱动更多消费者认知Lululemon。在通过社群的模式开展线下户外活动和线上居家健身课程，让消费者在每个场景都能接触到Lululemon的产品，从而潜移默化的影响他们的认知。

全球各地男/女对Lululemon品牌认知度



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司分析—增长驱动（4）：独创社群营销，精准触达

- **社群营销**：Lululemon在创立初期以社群为单位开展自营的营销模式，为积累私域流量打下牢固的基础。与一般的社群营销方式不同，Lululemon开展的社群活动给予消费者一种理念、使命和目标，而恰恰瑜伽爱好者多为新中产高知独立女性群体，具有时尚、精致、有消费欲望和能力的特点，通过社群的方式让这一部分女性找到归宿感和集体荣誉感，消费者粘性不言而喻。
- **独特的门店教育家**：门店教育家Educator是Lululemon重要且独特的销售环节，所有线下门店员工被称为educator，在卖货之外还担任向消费者传递品牌理念和价值的使命，如果品牌“传教士”，将品牌和目标客户联系起来，让客户能够感受并认同品牌所要传达的价值观。
- **不定期的线下集群活动**：有了社群营销的模式以及educator作为品牌与客户的纽带，Lululemon会不定期的举办线下集群活动，如“热汗节”、落日瑜伽、露天瑜伽派对等等，形成客户、品牌、产品的闭环，在精准触达目标客群之后增强客户粘性。



数据来源：公司官网，西南证券整理
www.swsc.com.cn



分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：谭陈渝
执业证号：S1250523030003
电话：17782333081
邮箱：tchy@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	卞黎昉	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn				