

买入

2024年8月22日

**北美销售放缓，国际市场潜力巨大**

- **业绩简况：** lululemon 在 2024 年第一季度的总营收为 22.1 亿美元，同比增长 10.4%，略高于一致预期。毛利率为 57.7%，同比增长 0.2 个百分点，净利润同比增长 10.7% 至 3.2 亿美元，均好于一致预期。
- **北美销售趋势持续放缓，男装增速超过女装：** 分地区看，公司北美市场营收同比增长 3%，其中美国仅同比增长 2%（美国增长疲软），加拿大为 11%。国际市场营收同比增长 35%，其中中国大陆地区同比增长 45%，其余地区同比增长 27%。目前公司在国际市场上的渗透率仍然不足，未来有很大的增长潜力和空间，公司认为未来国际市场能增长到占比总业务的一半。按品类看，男装增长超过女装，配饰略有增长。女装同比增长 10%（错过了美国在配色和尺码方面的机会），男装为 15%（得益于几个系列的创新），配饰为 2%（去年同期增长强劲）。
- **2024 年全年及第二季度业绩指引：** 公司预计全财年净营收将在 107 亿美元至 108 亿美元，比上年增长 11% 至 12%。全年营业利润率约为 23.3%，全年每股摊薄收益在 14.27 至 14.47 美元。公司预计 2024 财年第二季度净营收将在 24 亿美元至 24.2 亿美元之间，同比增长 9% 至 10%。预计财季每股摊薄收益在 2.92 至 2.97 美元。
- **目标价 385 美元，调整为买入评级：** 美国业务持续下滑，市场份额持续下降，公司指引表明美国的业务还可能继续放缓。公司管理层在业绩会上表示目前北美的短期情况可控，存在的问题例如颜色和尺码不够都是一次性问题很容易解决，预计下半年能解决大部分产品规划问题，未来也将通过创新产品来带动增长。虽然在看到销售趋势增速不再放缓以后我们才能确定公司的情况是否会反转，但即使有一定的压力，基于目前的情况，股价都有较大的上涨空间，综合未来公司产品创新带来的销量拉动效果，我们给予公司 385 美元/股的目标价，对应 FY2025 24 倍的市盈率，调整为买入评级。
- **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**

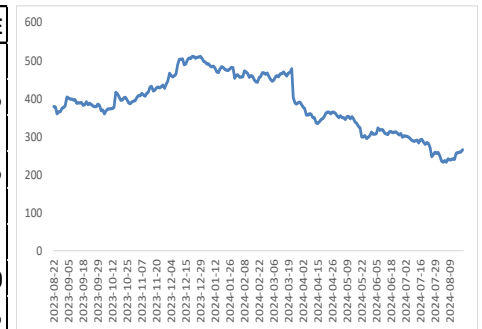
行业	纺织服装
股价	265.63 美元
目标价	385.00 美元 (+44.94%)
股票代码	LULU.O
已发行股本	1.25 亿股
总市值	332.04 亿美元
52 周高/低	516.39 美元/226.01 美元
每股账面价值	33.60 美元
主要股东	FMR LLC (11.36%) THE VANGUARD GROUP INC. (9.39%) Blackrock, Inc. (7.31%) STATE STREET (3.87%)

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	10,760	11,976	13,320
	30%	19%	12%	11%	11%
归母净利润(百万美元)	854.8	1,550.2	1,815.5	2,029.1	2,266.3
变动 (%)	-12.4%	81.4%	17.1%	11.8%	11.7%
每股收益(美元)	6.68	12.20	14.37	16.06	17.94
市盈率(基于265.63美元)	39.8	21.8	18.5	16.5	14.8
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

## 业绩摘要

### 2024年第一季度业绩情况

所有地区营收均呈正增长

lululemon 第一季度的总营收为 22.1 亿美元，同比增长 10.4%，略高于一致预期。毛利率为 57.7%，同比增长 0.2 个百分点，净利润同比增长 10.7% 至 3.2 亿美元，均好于一致预期。

分地区看，公司北美市场营收同比增长 3%，其中美国仅同比增长 2%（美国增长疲软），加拿大为 11%。国际市场营收同比增长 35%，其中中国大陆地区同比增长 45%，其余地区同比增长 27%。目前公司在国际市场上的渗透率仍然不足，未来有很大的增长潜力和空间，公司认为未来国际市场能增长到占比总业务的一半。

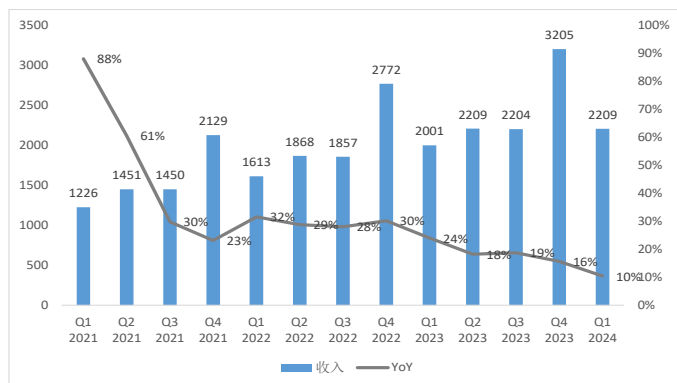
按品类看，男装增速超过女装，配饰略有增长。女装同比增长 10%（错过了美国在配色和尺码方面的机会），男装为 15%（得益于几个系列的创新），配饰为 2%（去年同期增长强劲）。

库存同比下降了 15%。

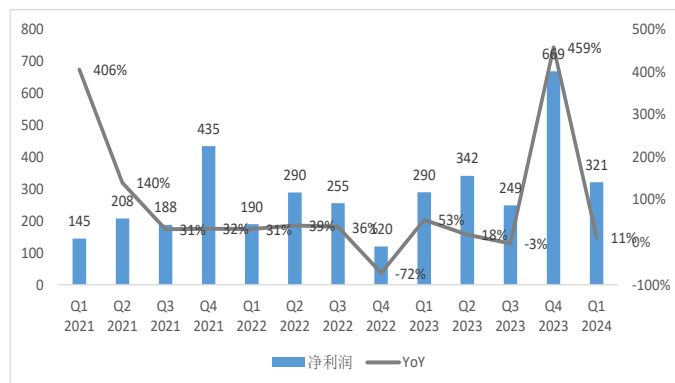
这个季度，lululemon 在全球范围内共开设 5 家新门店，并且关闭了 5 家门店，因此门店总数还是为 711 家，门店营收同比增长 12%。

此外，第一季度公司回购了 80 万股普通股，成本为 2.969 亿美元，日前公司回购计划的价值约为 17 亿美元。

图表 1: 2021Q1~2024Q1 营业收入（百万美元）及增速



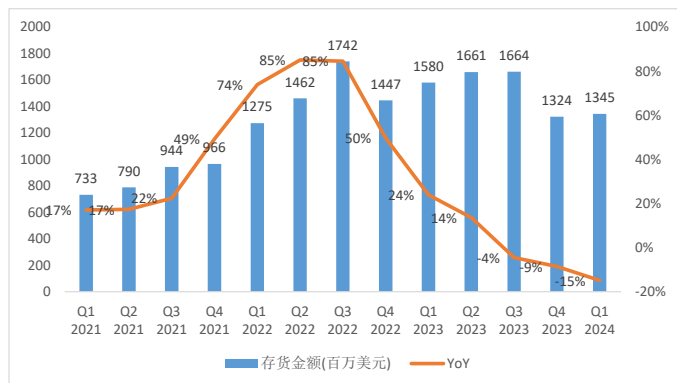
图表 2: 2021Q1~2024Q1 净利润（百万美元）及增速



资料来源：公司资料，第一上海

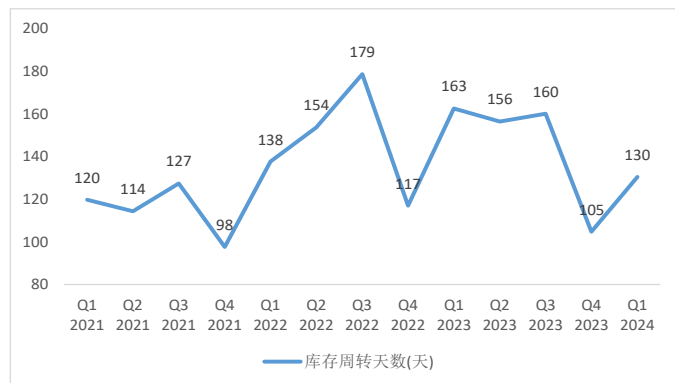
资料来源：公司资料，第一上海

图表 3: 2021Q1~2024Q1 季度存货金额（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 4: 2021Q1~2024Q1 季度库存周转天数



资料来源：公司资料，第一上海

## 2024 年全年及第二季度业绩指引

lululemon 预计全财年净营收将在 107 亿美元至 108 亿美元，比上年增长 11%至 12%。全年营业利润率约为 23.3%，全年每股摊薄收益在 14.27 至 14.47 美元。  
lululemon 预计 2024 财年第二季度净营收将在 24 亿美元至 24.2 亿美元之间，同比增长 9%至 10%。预计财季每股摊薄收益在 2.92 至 2.97 美元。

## 盈利预测与估值

### 目标价 385.00 美元，调整为买入评级

美国业务持续下滑，市场份额持续下降，公司指引表明美国的业务还可能继续放缓。公司管理层在业绩会上表示目前北美的短期情况可控，存在的问题例如颜色和尺码不够都是一次性问题很容易解决，预计下半年能解决大部分产品规划问题，未来也将通过创新产品来带动增长。

虽然在看到销售趋势增速不再放缓以后我们才能确定公司的情况是否会反转，但即使有一定的压力，基于目前的情况，股价都有较大的上涨空间，综合未来公司产品创新带来的销量拉动效果，我们给予公司 385 美元/股的目标价，对应 FY2025 24 倍的市盈率，调整为买入评级。

## 风险因素

宏观经济不及预期，美国居民消费持续走弱。

# 主要财务报表

损益表						财务分析					
<美元> <百万>, 财务年度截至<1月31日>						<美元> <百万>, 财务年度截至<1月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
主营业务收入	8,111	9,619	10,760	11,976	13,320	<b>盈利能力</b>					
毛利	4,492	5,609	6,349	7,078	7,885	毛利率	55.4%	58.3%	59.0%	59.1%	57.9%
营业开支	2,766	3,402	3,801	4,230	4,704	EBITDA 利率	24.9%	26.9%	28.0%	28.3%	28.5%
销售及管理费用	2,757	3,397	3,800	4,229	4,704	净利率	10.5%	16.1%	16.9%	16.9%	17.0%
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	2,548	2,848	3,181	销售费用率	34.0%	35.3%	35.3%	35.3%	35.3%
营业利润率	21%	23%	24%	24%	24%	实际税率	35.9%	28.8%	28.8%	28.8%	28.8%
税前盈利	1,333	2,176	2,548	2,848	3,181	库存周转天数	122	126	120	110	100
所得税支出	478	626	733	819	915	应付账款天数	23	24	24	24	24
净利润	855	1,550	1,815	2,029	2,266	应收账款天数	4	24	5	5	5
折旧及摊销	292	379	461	543	618	<b>财务状况</b>					
EBITDA	2,018	2,587	3,009	3,391	3,799	总负债/总资产	43.8%	40.3%	37.8%	37.1%	36.5%
增长						收入/总资产	144.6%	135.6%	134.9%	136.3%	137.9%
总收入 (%)	30%	19%	12%	11%	11%	经营性现金流/收入	11.9%	23.9%	19.2%	22.3%	22.6%
EBITDA (%)	26%	28%	16%	13%	12%	ROAA	16.2%	24.4%	24.1%	24.2%	24.6%
净利润 (%)	-12%	81%	17%	12%	12%	ROAE	29.0%	42.0%	39.3%	38.4%	38.7%

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 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
现金	1,155	2,244	2,502	2,868	3,283	净利润	855	1,550	1,815	2,029	2,266
应收账款	133	125	147	164	182	折旧及摊销	292	379	461	543	618
存货	1,447	1,324	1,450	1,476	1,489	营运资本变动	-700	362	-351	-47	-37
其他流动资产	424	368	508	545	585	其他	520	5	139	144	158
总流动资产	3,159	4,061	4,608	5,053	5,539	经营活动现金流	966	2,296	2,064	2,669	3,005
固定资产	1,270	1,546	1,867	2,169	2,484	固定及无形资产变动	-639	-652	-775	-838	-932
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	1,567	1,636	1,705	投资活动现金流	-570	-654	-775	-838	-932
总资产	5,607	7,092	7,976	8,786	9,656	股权激励结算	12	42	0	0	0
应付帐款	173	348	287	318	353	已付税项	-35	-33	0	0	0
应计薪酬及相关负债	248	326	365	406	452	回购普通股款项	-444	-559	-1,031	-1,464	-1,658
租赁	208	249	267	282	297	其他融资活动	-0	-0	0	0	0
其他应付帐款	863	707	790	878	975	融资活动现金流	-467	-549	-1,031	-1,464	-1,658
总短期负债	1,492	1,631	1,708	1,884	2,076	其他	75				
长期债务	862	1,154	1,235	1,304	1,374	现金变化					
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	3,018	3,263	3,525	期初持有现金	1,260	1,155	2,244	2,502	2,868
总股东权益	3,149	4,232	5,004	5,557	6,154	期末持有现金	1,155	2,244	2,502	2,868	3,283

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。