

纺织服装海外跟踪系列四十八

露露乐檬第二季度收入不及预期，管理层下调全年业绩指引

优于大市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 纺织服装

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师： 丁诗洁	0755-81981391	dingshijie@guosen.com.cn	执证编码：S0980520040004
证券分析师： 刘佳琪	010-88005446	liujiaqi@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070003

事项：

公司公告：2024年8月30日，Lululemon披露截至2024年7月28日的2024财年第二季度业绩，公司收入同比增长7%至23.7亿美元，不变汇率收入增长8%，经营利润增长13%至5.4亿美元；期末库存金额同比减少14%至14.3亿美元。

国信纺服观点：

- 1) 核心观点：**第二季度收入低于管理层指引和彭博一致预期，利润和 EPS 超预期，中国市场持续引领增长；下调全年收入和 EPS 指引；
- 2) FY2024 第二季度业绩及分地区情况：**收入增长 7%，产品成本下降、降价幅度低于预期带动毛利率超预期增长 0.8 个百分点，中国除港澳台地区收入实现强劲增长 34%，加拿大增长 8%，美国收入持平。
- 3) 管理层指引和展望：**公司下调 2024 财年收入增长指引至 8%-9%，下调 EPS 指引至 13.95-14.15 美元；指引 Q3 收入增长 6%-7%，毛利率预计下降，费用率增加，预计第三季度库存金额将增长中双位数。
- 4) 风险提示：**海外需求疲软影响大于预期；供应链受阻；品牌声誉受损；
- 5) 投资建议：**库存再次超预期回落，中国市场表现持续亮眼，看好中国运动鞋服产业链龙头企业。2024 财年第二季度 Lululemon 库存再次超预期回落，中国市场持续引领增长，盈利水平超预期；虽然本次下调了全年业绩指引，但收入仍预期有高单位数增长，在消费趋势持续疲软的大环境下，仍预计保持行业领先增速。目前看海内外品牌库存均处于健康水平，供应商订单正处于回升态势，重点推荐短期受益于品牌客户补库，中期客户订单需求饱满、产能扩张确定性高的运动代工龙头**申洲国际、华利集团**。中国市场方面，Lululemon 在中国市场连续多个季度保持强劲增长，公司将继续投资中国市场以挖掘增长潜力，计划新开门店中大部分位于中国除港澳台外市场。我们看好运动赛道保持成长优势，看好本土运动品牌中长期增长前景，重点推荐**安踏体育、李宁**，同时看好与国际品牌深度合作、核心零售商估值修复的机会，重点推荐**滔搏**。

评论：

- ◆ 核心观点：**第二季度收入低于管理层指引和彭博一致预期，利润和 EPS 超预期，中国市场持续引领增长；下调全年收入和 EPS 指引

2024财年第二季度，公司收入增长7%，低于公司指引和彭博一致预期，经营利润超预期增长13%，期末库存金额同比减少14%至14.3亿美元，降幅超过彭博一致预期。其中，第一季度北美、中国除港澳台地区不变汇率收入分别增长1%、34%，美国和中国收入比彭博一致预期低，加拿大收入均好于预期。

对于 FY2024Q3，公司指引收入增长 6%-7%，略低于彭博一致预期；预计第三季度的库存金额将增加中双位数，升幅高于彭博一致预期。

对于 FY2024 全年，公司下调收入增长指引至 8%-9%，低于彭博一致预期；下调 EPS 指引至 13.95-14.15 美元，符合彭博一致预期；下半年库存预计增加，彭博一致预期为截至财年末，库存同比+9%。

图1: Lululemon业绩和指引汇总表

Lululemon FY2024Q2业绩和指引速览									
单位: 百万美元									
项目	财报截止	FY2024Q2-实际 2024/7/28	FY2024Q2指引 2024/7/28	彭博预期 2024/7/28	Beat/Miss	FY2024Q3指引 2024/10/28	彭博预期 2024/10/28	FY2024指引 2025/1/28	彭博预期 2025/1/28
总收入	金额	2371	2400-2420	2410	-1.6%	2340-2365	2407	下调: 10375-10475 (此前: 10700-10800)	10620
	YOY	7.3%	9%-10%	9.1%		6%-7%	9.2%	8%-9% (此前: 11%-12%)	10.4%
	货币中性	8%	将开设14家新公司 自营店			净开14家自营门店		集团净开35-40家门店中, 除美洲的5-10家外, 其余在国际市场, 大部分位于中国	
同店增长	货币中性	3%		6%	-2.6%				6%
分地区收入	金额	1741		1765	-1.3%		1785		7907
	YOY	1%							
	货币中性	2%							
	同店	-2%							
美国	金额	1422		1,472	-3.4%		1,475		6480
	YOY	0%		3%			4%		2%
加拿大	金额	319		318	0.3%		329		1398
	YOY	8%		8%			7%		9%
国际	金额	630		645	-2.3%		624		2623
	YOY	28.7%							
中国除港澳台外	金额	314		345	-9.0%		332		1320
	YOY	34%							
	货币中性	37%							
	同店	23%							
其他地区	金额	315		298	6.0%		293		1306
	YOY	24%							
	货币中性	27%							
同店	20%								
财务比率									
毛利率		59.6%	同比下降100-110bps 产品降价幅度预计增加, 但增幅低于今年一季度	57.7%	1.9%	同比下降50-60bps	58.0%	同比下降20bps, 主要由子销售额下降固定成本杠杆减弱, 货运成本上升	58.4%
	SG&A	36.8%	同比减少40-60bps	36.6%	0.2%	同比增加40-50bps	38.3%	同比持平	35.4%
	OPM	22.8%	同比下降50-60bps	21.2%	1.7%	同比下降10-20bps	19.8%	同比下降10-20bps	23.1%
经营利润	金额	540		509	6.1%		472		2437
	YOY	12.7%		6.2%			39.6%		9.3%
净利润	金额	393		370	6.2%		347		1758
	YOY	15.0%		8.3%			39.5%		13.4%
摊薄EPS	数值	3.15		2.95	6.8%		2.76		14.00
	YOY	17.5%		10.1%			41.0%		14.7%
经调整EPS	数值	3.15	2.92-2.97	2.96	6.4%	2.68-2.73	2.75	下调: 13.95-14.15 (此前: 14.27-14.47)	13.96
	YOY	17.5%	9%-11%	10.3%		6-8%	8.8%		9.3%
库存	金额	1429		1501	-4.8%		1793		1445
	YOY	-14.0%	预计第二季度的美元库存将下降中双位数	-9.6%		预计美元库存中双位数增长	7.8%		9.2%

资料来源: 公司公告, 彭博, 国信证券经济研究所整理

◆ FY2024 第二季度业绩：收入增长 7%，产品成本下降、降价幅度低于预期带动毛利率小幅上涨，中国除港澳台地区收入强劲增长 34%

1、第二季度业绩分析：收入增长 7%，库存同比下降 14%，收入低于彭博一致预期，利润和库存超预期

2024 财年第二季度收入增长 7%，经营利润增长 13%。截至 2024/7/28 的 2024 财年第二季度，公司收入同比增长 7%至 23.7 亿美元，不变汇率口径增长 8%，低于公司指引和彭博一致预期（原公司指引 24-24.2 亿美元，彭博一致预期 24.1 亿美元）。经营利润增长 13%至 5.4 亿美元，好于彭博一致预期（彭博一致预期 5.1 亿美元）。分业务看，男装增长更快。女装增长 6%，男装增长 10%，饰品配件增长 7%。分渠道看，线下直营总销售额增长 11%至 12.2 亿美元，电商收入增长 2%至 9.1 亿美元。

产品利润率提升积极，带动毛利率小幅上涨。2024 财年第二季度，公司毛利率提升 0.8 个百分点至 59.6%，好于公司指引和彭博一致预期（原公司指引 57.7%-57.8%，彭博一致预期 57.7%）。毛利率的提升主要原因是产品成本下降、降价幅度低于预期，整体产品利润率增长 1.3 个百分点，但固定成本和外汇不利影响增加 0.5 个百分点，部分抵消了这一增长。

SG&A 费用率-0.2 个百分点至 36.8%，低于公司指引和彭博一致预期（原公司指引 36.4%-36.6%，彭博一致预期 36.6%）。营业利润率增加 1.1 个百分点至 22.8%，好于公司指引和彭博一致预期（原公司指引 21.1%-21.2%，彭博一致预期 21.2%）。经调整 EPS 增长 18%至 3.15 美元，好于公司指引和彭博一致预期（公司原指引 2.92-2.97 美元，彭博一致预期 2.96 美元）。

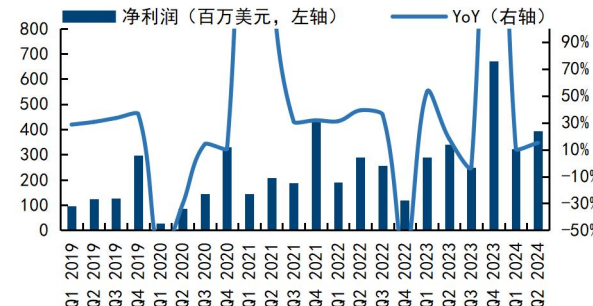
第二季度末库存金额同比实现 14%的下降。2024 财年第二季度末公司库存金额同比下降 14%至 14.3 亿美元好于彭博一致预期的 15.0 亿美元。

图2：公司季度收入与变化情况



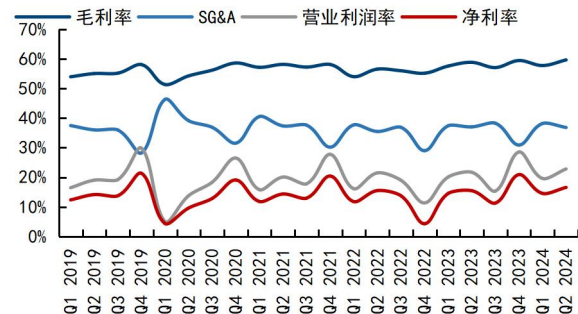
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司季度净利润与变化情况



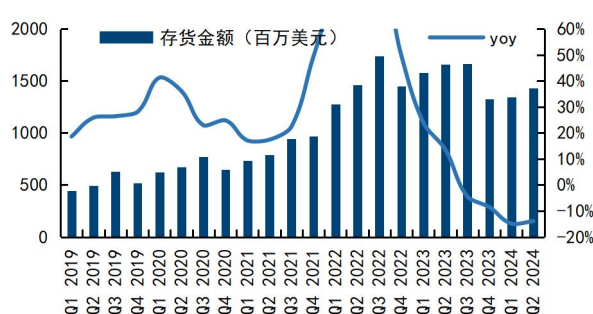
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度利润率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司季度库存及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

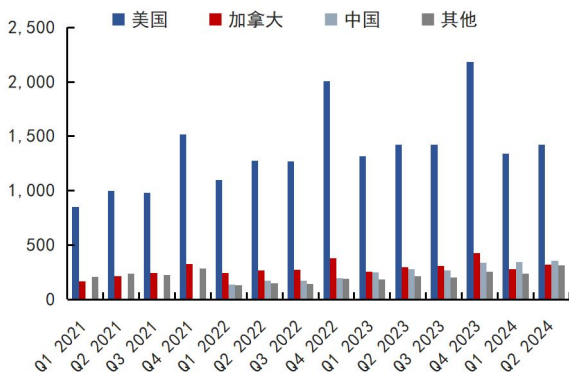
2、第二季度分地区分析：中国除港澳台地区收入强劲增长 34%，加拿大收入增速超彭博预期

中国市场：收入占比 15%，中国除港澳台地区收入强劲增长 34%，低于彭博一致预期。2024 财年第二季度中国市场收入同比增长 28%至 3.6 亿美元，占公司收入的 15%；其中中国除港澳台地区收入同比增长 34%至 3.1 亿美元，不变汇率口径增长 37%，同店增长 23%。截至季度末，中国市场共拥有 150 家门店，相较于去年同期净增加了 24 家门店，环比上一季度末增加 4 家门店。2024 财年公司计划开设的 35-40 家门店中，除美洲的 5-10 家，其余大部分位计划在中国开设。

北美市场：美国和加拿大合计占比 73%，本季度加拿大收入增速较快略好于一致预期，美国低于一致预期。北美是公司核心销售区域，2024 财年第二季度美国和加拿大分别占收入的 60%和 14%，美国和加拿大收入分别同比持平/增长 8%。整个北美市场收入同比增长 1%，不变汇率口径增长 2%，同店收入同比下降 2%。从渠道角度，美国/加拿大分别同比净增门店 12/3 至 370/71 家。根据公司规划，2024 年美国市场预计新开 5-10 家门店。

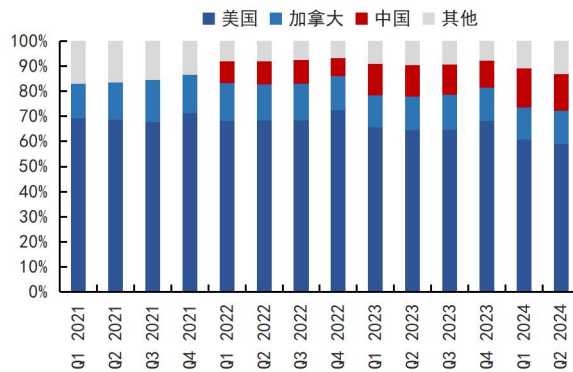
其他地区：占比 13%，收入同比增长 49%。2024 财年第二季度北美和中国以外的市场收入同比增长 49%至 3.2 亿美元，占公司收入的 13%。从渠道拆分角度，合计 130 家门店，同比净增 10 家。

图6：公司季度分地区收入金额（百万元）



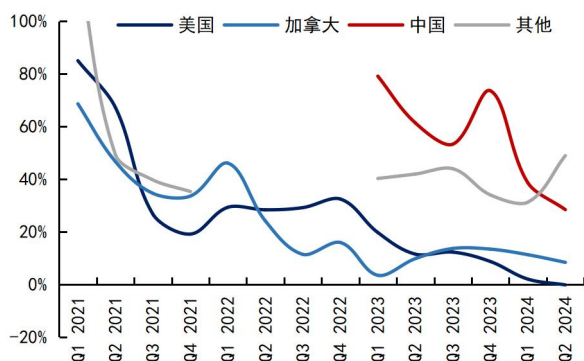
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司季度分地区收入占比



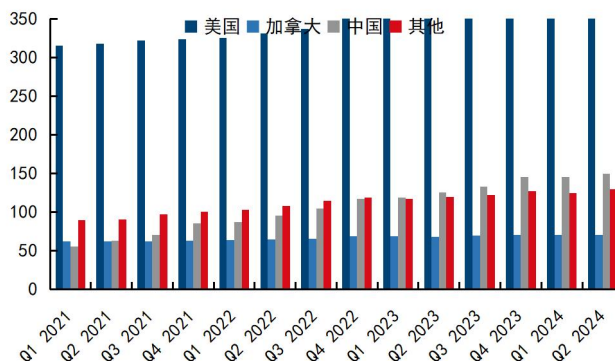
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司季度分地区收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司季度分地区门店数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ **管理层指引和展望：下调 2024 财年收入增长指引至 8%-9%，下调 EPS 指引至 13.95-14.15 美元**

1、2024 财年三季度指引：收入增长 6%-7%，产品利润率同比持平

- 1) **收入**：23.4-24.65 亿美元，同比增长 6%-7%（略低于彭博一致预期的 9%）。
- 2) **毛利率**：毛利率预计同比下降 0.5-0.6pct（低于彭博一致预期的上升），下降的主要原因是固定成本去杠杆化，以及公司对配送中心项目的持续投资。公司预计产品利润率将与去年基本持平。
- 3) **SG&A**：预计 SG&A 率将同比增加 0.4-0.5pct（略高于彭博一致预期）。
- 4) **经调整 EPS**：预计在 2.68-2.73 美元之间（低于彭博一致预期的 2.75 美元）。

2、2024 财年指引：下调收入增长指引至 8%-9%，下调 EPS 指引至 13.95-14.15 美元

- 1) **收入**：103.75-104.75 亿美元，同比增长 8%-9%（低于彭博一致预期的 10%）。若不考虑 2024 年第 53 周的贡献，预计收入增长 6%-7%。
- 2) **毛利率**：同比下降 0.2pct，主要由于销售额下降固定成本杠杆减弱，货运成本上升（略低于彭博一致预期）。
- 3) **费用率**：费用率同比持平。
- 4) **经调整经营利润率**：经调整营业利润率预计同比下降 0.1-0.2pct。
- 5) **经调整 EPS**：下调 EPS 指引至 13.95-14.15 美元，此前为 14.27-14.47 美元（符合彭博一致预期的 13.96 美元）。
- 6) **资本支出**：预计 6.7 亿至 6.9 亿美元。
- 7) **有效税率**：30%。
- 8) **开店**：将净开 35-40 家自营门店，总面积增长率达到低双位数。其中有 5-10 家门店将在北美开设，其余位于国际市场，大部分位于中国。

◆ 投资建议：库存再次超预期回落，中国市场表现持续亮眼，看好中国运动鞋服产业链龙头企业

2024 财年第二季度 Lululemon 库存再次超预期回落，中国市场持续引领增长，盈利水平超预期；虽然本次下调了全年业绩指引，但收入仍预期有高单位数增长，在消费趋势持续疲软的大环境下，仍预计保持行业领先增速。目前看海内外品牌库存均处于健康水平，供应商订单正处于回升态势，重点推荐短期受益于品牌客户补库，中期客户订单需求饱满、产能扩张确定性高的运动代工龙头**申洲国际**、**华利集团**。

中国市场方面，Lululemon 在中国市场连续多个季度保持强劲增长，公司将继续投资中国市场以挖掘增长潜力，计划新开门店中大部分位于中国除港澳台外市场。我们看好运动赛道保持成长优势，看好本土运动品牌中长期增长前景，重点推荐**安踏体育**、**李宁**，同时看好与国际品牌深度合作、核心零售商估值修复的机会，重点推荐**滔搏**。

表1：重点公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g	PEG
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
2313.HK	申洲国际	优于大市	58.55	3.03	3.93	4.57	19.3	14.9	12.8	22.8%	0.65
300979.SZ	华利集团	优于大市	64.70	2.74	3.35	3.89	23.6	19.3	16.6	19.2%	1.01
2020.HK	安踏体育	优于大市	69.83	3.61	4.82	4.76	19.3	14.5	14.7	14.8%	0.98
2331.HK	李宁	优于大市	13.33	1.23	1.22	1.37	10.8	10.9	9.7	5.6%	1.96
6110.HK	滔搏	优于大市	2.65	0.30	0.36	0.37	8.9	7.4	7.1	12.0%	0.62

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

海外需求疲软影响大于预期；供应链受阻；品牌声誉受损。

相关研究报告：

- 《纺织服装海外跟踪系列四十七-亚玛芬二季度收入增长 16%，上调全年收入和利润指引》——2024-08-25
- 《纺织服装双周报（2408 期）-7 月服装社零下滑，业绩期关注中报业绩出色标的》——2024-08-18
- 《纺织服装品牌力跟踪月报 202407 期-奥运助力各品牌营销推新，运动品牌搜索讨论热度提升》——2024-08-07
- 《纺织服装 8 月投资策略-7 月越南纺织出口增长提速，国际品牌相继上调全财年指引》——2024-08-05
- 《纺服板块高股息标的梳理专题-积极关注高 ROE 高股息纺服细分领域龙头》——2024-08-02

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032