

买入

2024年9月2日

中国大陆地区保持强力增长，北美女装业务趋势疲软但公司在持续改善

- **北美营收继续减速，国际市场表现强劲：**第二季度营收同比增长 7%至 24 亿美元。北美业务营收增长 1%，国际业务营收增长 29%，其中中国业务营收增长 37%。每股摊薄收益为 3.15 美元。
- **盈利能力持续增强：**毛利率增加 80 个基点至 59.6%，主要因产品成本降低驱动了产品利润率提高，但固定成本被增加以及不利的外汇因素有略微抵消。SG&A 减少 20 个基点至 36.8%，主要受运营渠道成本的驱动。营业利润同比增长 13%至 5.4 亿美元，营业利润率增加 110 个基点至 22.8%。
- **男装业务市场份额持续攀升：**女装收入同比增长 6%，男装为 11%，配饰为 7%。女装小号尺码问题现已解决，但缺乏新款，因此影响了转化率，尤其是在北美市场。管理层表示下半年会致力于推出更多新款，2025 年春季的新款会比今年下半年更多。
- **2024 财年及第三季度指引：**2024 财年销售额和利润率的预期再次被下调，财年收入预期从原本的 107 至 108 亿美元之间调整至 103.75 至 104.75 美元之间，同比增长约为 8%至 9%，如果不包含 2024 年的第 53 周，同比增长为 6%至 7%。每股摊薄收益由 14.27 至 14.47 美元之间下调至 13.95 至 14.15 美元之间。营业利润率将收缩 10 到 20 个基点。公司预计第三季度营收将在 23.4 至 23.65 亿美元之间，同比增长 6%至 7%。每股摊薄收益在 2.68 至 2.73 美元之间。
- **目标价 306 美元，维持买入评级：**相较于之前把问题归咎于宏观经济以及尺码颜色，管理层意识到了公司现在的根本性问题是女装系列的款式缺乏新意，而且在着手改善中。但新品的推出需要几个季度的时间才能进入市场，因此短期内不会带来增量收益。本季度利润率的表现强于预期，公司有很好的控制成本。我们继续看好公司未来的发展，但考虑到接下来几个季度的增速可能会放缓，抵消了一部分公司对于成本控制管理的提升，我们下调公司目标价至 306 美元/股，维持买入评级。
- **风险因素：**北美运动服饰增长放缓；国际市场增长放缓；库存管理问题以及促销力度的加大；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

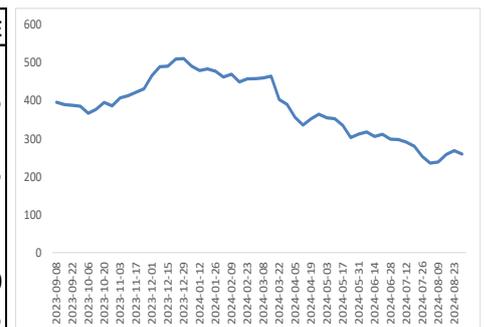
行业	纺织服装
股价	259.47 美元
目标价	306.00 美元 (+17.93%)
股票代码	LULU.O
已发行股本	1.23 亿股
总市值	318.57 亿美元
52 周高/低	516.39 美元/226.01 美元
每股账面价值	32.59 美元
主要股东	FMR LLC (11.36%) THE VANGUARD GROUP INC. (9.39%) Blackrock, Inc. (7.31%) STATE STREET (3.87%)

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	10,538	11,418	12,358
	30%	19%	10%	8%	8%
归母净利润 (百万美元)	854.8	1,550.2	1,777.9	1,934.6	2,102.6
变动 (%)	-12.4%	81.4%	14.7%	8.8%	8.7%
每股收益(美元)	6.68	12.20	14.07	15.31	16.64
市盈率(基于259.47美元)	38.8	21.3	18.4	16.9	15.6
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

2024年第二季度业绩

季度业绩摘要

北美营收继续减速，国际市场表现强劲
中国市场继续保持强劲增长，但低于普遍预期

毛利率很高，超出一致预期
盈利能力持续增强

男装业务市场份额持续攀升，女装业务产品系列陈旧

下调原因是公司预计下半年的增速可能会放缓（节假日变短）以及运费的增加

公司第二季度营收同比增长 7% 至 24 亿美元（按固定汇率计算增长了 8%），低于市场一致预期的同比增长 9%。北美业务营收增长 1%（按固定汇率计算增长 2%），国际业务营收增长 29%（按固定汇率计算增长 31%），其中中国业务营收增长 37%（按固定汇率计算增长 34%）。每股摊薄收益为 3.15 美元，高于一致预期的 2.94 美元。

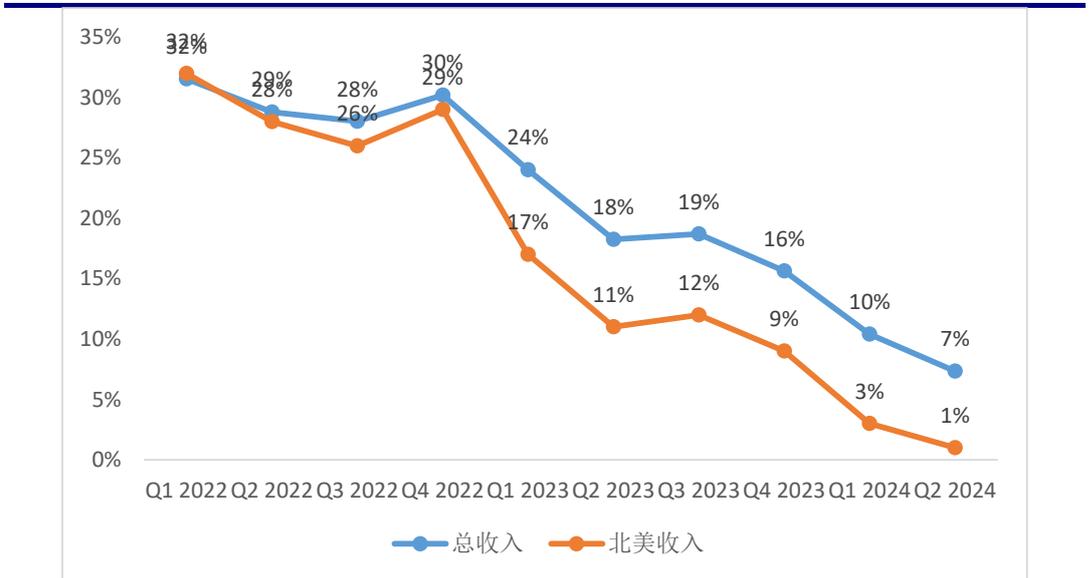
毛利率增加 80 个基点至 59.6%，高于一致预期的 57.7%，主要因产品成本降低驱动了产品利润率的提高，但固定成本被增加以及不利的外汇因素有略微抵消。SG&A 减少 20 个基点至 36.8%，略高于一致预期的 36.6%，主要受运营渠道成本的驱动。营业利润同比增长 13% 至 5.4 亿美元，营业利润率增加 110 个基点至 22.8%，高于一致预期的 21.1%。

女装收入同比增长 6%，男装为 11%，配饰为 7%。女装小号尺码问题现已解决，但缺乏新款，因此影响了转化率，尤其是在北美市场。管理层表示下半年会致力于推出更多新款，2025 年春季的新款会比今年下半年更多。

第二季度，lululemon 在全球范围内净开设了 10 家门店，门店总数达到 721 家。2024 财年销售额和利润率的预期再次被下调，财年收入预期从原本的 107 至 108 亿美元之间调整至 103.75 至 104.75 美元之间，同比增长约为 8% 至 9%，如果不包含 2024 年的第 53 周，同比增长为 6% 至 7%。每股摊薄收益由 14.27 至 14.47 美元之间下调至 13.95 至 14.15 美元之间。营业利润率将收缩 10 到 20 个基点。对于第三季度的展望，公司预计营收将在 23.4 至 23.65 亿美元之间，同比增长 6% 至 7%。每股摊薄收益在 2.68 至 2.73 美元之间。

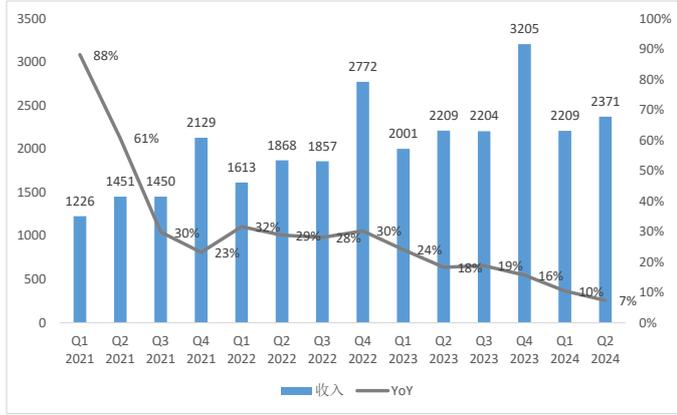
图表 1: 2022Q1~2024Q2 收入增长

收入增速持续放缓



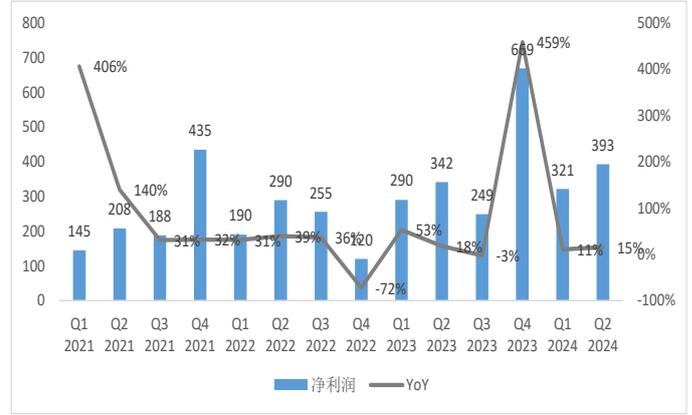
资料来源：公司资料，第一上海

图表 2: 2021Q1~2024Q2 营业收入 (百万美元) 及增速



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 3: 2021Q1~2024Q2 净利润 (百万美元) 及增速



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 4: 2021Q1~2024Q2 毛利率



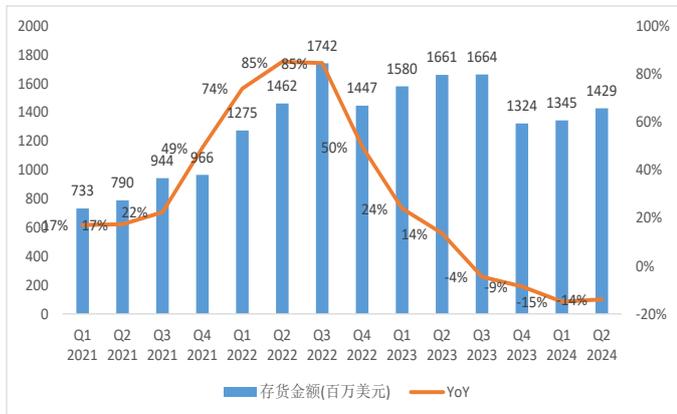
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 5: 2021Q1~2024Q2 经营利润率



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 6: 2021Q1~2024Q2 季度存货金额 (百万美元)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 7: 2021Q1~2024Q2 季度库存周转天数



资料来源: 公司资料, 第一上海

盈利预测与估值

目标价 306.00 美元，维持买入评级

相较于之前把问题归咎于宏观经济以及尺码颜色，管理层意识到了公司现在的根本性问题是女装系列的款式缺乏新意，而且在着手改善中。但新品的推出需要几个季度的时间才能进入市场，因此短期内不会带来增量收益。本季度利润率的表现强于预期，说明公司有很好的控制成本。此外，公司在中国大陆市场依旧表现强劲。因此，我们继续看好公司未来的发展，但考虑到接下来几个季度的增速可能会放缓，抵消了一部分公司对于成本控制管理的提升，我们下调公司目标价至 306 美元/股，对应 FY2025 20 倍的市盈率，较前日收盘价有 17.93% 的增幅，维持买入评级。

风险因素

北美运动服饰增长放缓。

国际市场增长放缓。

库存管理问题以及促销力度的加大。

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	10,538	11,418	12,358	盈利能力					
毛利	4,492	5,609	6,217	6,748	7,316	毛利率	55.4%	58.3%	59.0%	59.1%	57.9%
营业开支	2,766	3,402	3,722	4,033	4,365	EBITDA 利率	24.9%	26.9%	28.0%	28.5%	28.7%
销售及管理费用	2,757	3,397	3,722	4,033	4,364	净利率	10.5%	16.1%	16.9%	16.9%	17.0%
其他营业支出	9	5	0	0	0	营运表现					
经营利润	1,726	2,207	2,495	2,715	2,951	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	2,495	2,715	2,951	库存周转天数	122	126	120	110	100
所得税支出	478	626	717	781	848	应付账款天数	23	24	24	24	24
净利润	855	1,550	1,778	1,935	2,103	应收账款天数	4	24	5	5	5
折旧及摊销	292	379	459	535	600	财务状况					
EBITDA	2,018	2,587	2,954	3,251	3,551	总负债/总资产	43.8%	40.3%	37.7%	36.9%	36.2%
增长						收入/总资产	144.6%	135.6%	133.1%	132.3%	131.9%
总收入 (%)	30%	19%	10%	8%	8%	经营性现金流/收入	11.9%	23.9%	19.3%	22.5%	22.9%
EBITDA (%)	26%	28%	14%	10%	9%	ROAA	16.2%	24.4%	23.7%	23.4%	23.4%
净利润 (%)	-12%	81%	15%	9%	9%	ROAE	29.0%	42.0%	38.6%	37.0%	36.6%
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	2,499	2,854	3,246	净利润	855	1,550	1,778	1,935	2,103
应收账款	133	125	144	156	169	折旧及摊销	292	379	459	535	600
存货	1,447	1,324	1,420	1,407	1,381	营运资本变动	-700	362	-317	-3	9
其他流动资产	424	368	501	528	556	其他	520	5	115	108	114
总流动资产	3,159	4,061	4,565	4,946	5,353	经营活动现金流	966	2,296	2,035	2,575	2,825
固定资产	1,270	1,546	1,853	2,124	2,389	固定及无形资产变动	-639	-652	-759	-799	-865
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	1,633	1,698	投资活动现金流	-570	-654	-759	-799	-865
总资产	5,607	7,092	7,920	8,631	9,369	股权激励结算	12	42	0	0	0
应付帐款	173	348	281	303	328	已付税项	-35	-33	0	0	0
应计薪酬及相关负债	248	326	357	387	419	回购普通股款项	-444	-559	-1,021	-1,420	-1,568
租赁	208	249	267	281	295	其他融资活动	-0	-0	0	0	0
其他应付帐款	863	707	774	837	905	融资活动现金流	-467	-549	-1,021	-1,420	-1,568
总短期负债	1,492	1,631	1,679	1,809	1,947	汇率损失	-34	-4	0	0	0
长期债务	862	1,154	1,235	1,301	1,367	期初持有现金	1,260	1,155	2,244	2,499	2,854
其他负债	104	75	75	75	75	期末持有现金	1,155	2,244	2,499	2,854	3,246
总负债	2,458	2,860	2,988	3,185	3,389	现金变化					
总股东权益	3,149	4,232	4,977	5,480	6,003						

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。