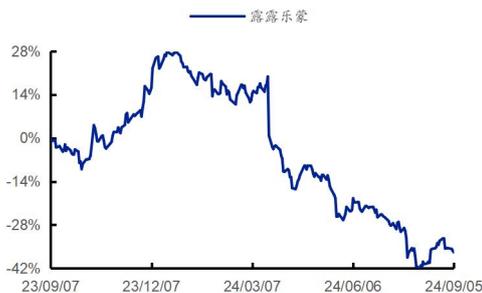


研究所：
 证券分析师： 马川琪 S0350523050001
 macq@ghzq.com.cn
 证券分析师： 廖小慧 S0350524080002
 liaoxh@ghzq.com.cn

美国女装业务增长放缓，中国大陆表现亮眼

——露露乐蒙 (LULU) 点评报告 (港股美股)

最近一年走势



相对标普 500 表现

表现	1M	3M	12M
LULU	8.74	-20.14	-36.38
标普 500	4.02	1.15	21.12

市场数据	2024/09/06
当前价格 (美元)	253.84
52 周价格区间 (美元)	226.01-516.39
总市值 (百万美元)	31406.61
流通市值 (百万美元)	31406.61
总股本 (万股)	12372.60
流通股本 (万股)	12372.60
日均成交额 (百万美元)	762.61
近一月换手 (%)	43.85

相关报告

《露露乐蒙 (LULU) FY2024Q1 点评报告：中国大陆引领增长，Q2 指引不及预期 (买入) *服装家纺*马川琪》——2024-06-08

《露露乐蒙 (LULU) FY2023 业绩点评：中国大陆增长亮眼，FY2024 指引不及预期 (买入) *服装家纺*杨仁文，马川琪》——2024-03-26

《露露乐蒙 (LULU) Q4 业绩预告点评：上调 FY2023Q4 业绩预期，假期销售表现强劲 (买入) *服装家纺*杨仁文，马川琪》——2024-01-12

《露露乐蒙 (LULU) FY2023Q2 点评：全年指引上调，国际市场增长强劲 (买入) *服装家纺*杨仁

事件：

Lululemon (LULU.US) 于 2024 年 8 月 29 日发布 FY2024Q2 (截至 2024 年 7 月 28 日) 业绩：FY2024Q2 净收入 23.7 亿美元，同比+7%，按固定汇率同比+8%；可比销售额同比+2%，按固定汇率同比+3%；毛利润 14 亿美元，同比+9%；毛利率 59.6%，较上年同期+0.8pct；经营利润 5.4 亿美元，同比+13%；营业利润率 22.8%，较上年同期+1.1pct；摊薄 EPS 3.15 美元，上年同期 2.68 美元。

投资要点：

- **营收及可比销售额不及预期，毛利率增长带动摊薄 EPS 超预期。** FY2024Q2 净收入 23.7 亿美元，同比+7%，按固定汇率同比+8%，不及彭博一致预期的 24.1 亿美元；可比销售额同比+2%，按固定汇率同比+3%，不及彭博一致预期的 4.52%；毛利润 14 亿美元，同比+9%；毛利率 59.6%，较上年同期+0.8pct，增长主因产品成本降低，降价幅度与去年同期持平，优于公司此前预期；经营利润 5.4 亿美元，同比+13%；营业利润率 22.8%，较上年同期+1.1pct；摊薄 EPS 3.15 美元，超出彭博一致预期的 2.96 美元，上年同期 2.68 美元，摊薄 EPS 超预期主要是由于毛利率表现好于公司此前预期的下降 1pct 至 1.1pct；截至 FY2024Q2 季末现金及现金等价物 16 亿美元，库存 14 亿美元，同比-14%。FY2024Q2 公司回购 190 万股普通股，成本 5.837 亿美元。
- **中国大陆保持强劲增长，美国女装业务增长放缓。**分地区来看，1) **美洲：**美洲 FY2024Q2 净收入 17 亿美元，同比+1%，占比 73%，较上年同期-5pct，可比销售额-3%。其中加拿大净收入同比+8%，美国净收入同比持平。在美国地区，女装业务增长明显放缓，核心原因是新品减少，这对下装和在线渠道的影响尤其严重。首席执行官 Calvin McDonald 表示公司将在 2025 年推出新款运动短裤、上衣和运动服等，预计未来几个季度将看到该策略带来的好处。2) **中国大陆：**中国大陆 FY2024Q2 净收入 3.14 亿美元，同比+34%，占比 13%，较上年同期+2pct，可比销售额同比+21%。中国大陆业务保持强劲增长，除了新产品的带动外，公司还通过电商、线下门店等渠道持续吸引新客户。同时品牌持续在中国各地举办夏季运动社区活动，不断扩大影响力。3) **其他地区：**FY2024Q2 净收入 3.16 亿美元，同比+24%，占比 13%，较上年同期+1pct，可比销售额同比

文，马川琪》——2023-09-02

《露露乐蒙 (LULU) 点评报告：FY2023Q1 业绩表现亮眼，中国市场同比增长 79% (买入)*服装家纺*杨仁文，马川琪》——2023-06-04

+17%。借助奥运体育热度，Lululemon 在与加拿大国家队合作参赛服饰的过程中获得较大的曝光和话题度。同时品牌积极开拓东南亚市场，在泰国、马来西亚持续扩店。

- **自营零售店数量面积齐扩张，收入占比提升。**分渠道来看，FY2024Q2 公司自营零售店收入 12.16 亿美元，同比+10.8%，占比 51.3%，较上年同期+1.6pct；DTC 收入 9.11 亿美元，同比+1.9%，占比 38.4%，较上财年同期-2.0pct；其他渠道收入 2.45 亿美元，同比+12.3%，占比 10.3%，较上财年同期+0.4pct。截至 FY2024Q2 季末，公司全球自营门店总数为 721 家，较上季度末+10 家，包括中国大陆 5 家、美洲 1 家以及其他地区 4 家，较上年同期+49 家；公司自营门店总面积 307.5 万平方英尺，较上季度末增加 8.7 万平方英尺，较上年同期增加 38.4 万平方英尺；平均每家店面积 4265 平方英尺，较上年同期+6.5%。据 FY2024Q2 业绩交流会，公司预计 FY2024 净开自营门店 35-40 家，升级 40 家门店；其中美洲预计开 5-10 家新店，其余位于以中国大陆为主的国际市场。
- **公司下调 FY2024 指引，坚定 Power of Three×2 增长计划。**展望未来，公司将坚定执行 Power of Three×2 增长计划，2026 年将净收入从 2021 年的 62.5 亿美元翻倍到 125 亿美元，注重产品创新、客户体验和市场扩张，实现男士、电子商务净收入与 2021 年相比翻一番、国际净收入翻两番的目标。公司对全年指引进行下调，预计全年净营收 103.8 亿~104.8 亿美元，同比+8%至+9%，此前预期为 107 亿~108 亿美元，摊薄 EPS13.95-14.15 美元，此前预期为 14.27-14.47 美元；其中 Q3 有望实现净营收 23.4-23.7 亿美元，摊薄 EPS2.68-2.73 美元。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计 2024-2026 财年实现收入 104.2/113.3/123.9 亿美元，同比+8.3%/+8.7%/+9.4%；归母净利润 17.9/19.1/20.4 亿美元，同比+15.7%/+6.3%/+7.0%；实现 EPS 14.3/15.2/16.2 美元，2024 年 9 月 6 日收盘价 253.84 美元，对应 2024-2026 财年 PE 为 18X/17X/16X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内外需求疲软；原材料价格波动；产能扩张不及预期；国际贸易环境不确定性增加的风险；汇率波动；行业竞争加剧风险。

预测指标	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入 (百万美元)	9,619	10,422	11,330	12,393
增长率(%)	18.6	8.3	8.7	9.4
归母净利润 (百万美元)	1,550	1,794	1,907	2,041
增长率(%)	81.3	15.7	6.3	7.0
摊薄每股收益 (美元)	12.1	14.3	15.2	16.2
ROE(%)	37	30	24	20
P/E	21	18	17	16
P/B	7	5	4	3
P/S	3	3	3	3
EV/EBITDA	12	10	9	8

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：露露乐蒙盈利预测表（货币单位为“美元”）

证券代码：	LULU				股价：	253.84	投资评级：	买入		日期：	2024/09/06
财务指标	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	每股指标与估值		FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	
盈利能力					每股指标						
ROE	37%	30%	24%	20%	EPS		12.1	14.3	15.2	16.2	
毛利率	58.3%	58.7%	58.9%	58%	BVPS		33.1	47.9	63.1	79.3	
期间费率	36%	35%	36%	36%	估值						
销售净利率	16%	17%	17%	16%	P/E		21	18	17	16	
成长能力					P/B		7	5	4	3	
收入增长率	19%	8%	9%	9%	P/S		3	3	3	3	
利润增长率	81%	16%	6%	7%							
营运能力					利润表（百万美元）		FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	
总资产周转率	1.36	1.36	1.18	1.05	营业收入		9,619	10,422	11,330	12,393	
应收账款周转率	21.6	18.0	18.0	18.0	营业成本		4,010	4,301	4,661	5,146	
存货周转率	55.0	55.0	55.0	55.0	营业税金及附加		-	-	-	-	
偿债能力					SG&A		3,397	3,620	4,034	4,428	
资产负债率	40%	32%	27%	24%	重组费用		-	-	-	-	
流动比	2.49	3.42	4.17	4.88	摊销		5	1	1	1	
速动比	1.65	2.40	3.13	3.83	收购费用		-	-	-	-	
资产负债表（百万美元）	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	营业利润		2,133	2,495	2,630	2,814	
现金及现金等价物	2,244	3,271	4,775	6,377	营业外净收支		-12	-20	0	0	
应收款项	446	579	629	688	利润总额		2,176	2,536	2,630	2,814	
存货净额	1,324	1,592	1,731	1,893	所得税费用		626	743	723	773	
其他流动资产	47	47	47	47	净利润		1,550	1,794	1,907	2,041	
流动资产合计	4,061	5,489	7,182	9,006	少数股东损益		-	-	-	-	
固定资产	1,546	1,785	2,018	2,257	归属于母公司净利润		1,538	1,774	1,907	2,041	
在建工程	-	-	-	-	现金流量表（百万美元）		FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	
无形资产及其他	24	24	24	24	经营活动现金流		2,296	1,652	2,183	2,346	
长期投资	1,461	1,561	1,661	1,761	净利润		1,550	1,794	1,907	2,041	
资产总计	7,092	8,859	10,886	13,049	少数股东权益		-	-	-	-	
短期借款	1,242	1,342	1,442	1,542	折旧摊销		379	386	446	505	
应付款项	348	222	241	264	公允价值变动		-	-	-	-	
应交税金	-	-	-	-	营运资金变动		199	-528	-170	-199	
其他流动负债	41	41	41	41	投资活动现金流		-654	-625	-680	-744	
流动负债合计	1,631	1,605	1,724	1,847	固定资产投资		-651.9	-625.3	-679.8	-743.6	
长期借款及应付债券	-	-	-	-	短期投资		-	-	-	-	
其他长期负债	1,229	1,229	1,229	1,229	其他		-35	-33	-	-	
长期负债合计	1,229	1,229	1,229	1,229	筹资活动现金流		-549	-	-	-	
负债合计	2,860	2,833	2,953	3,075	债务融资		-	-	-	-	
股东权益	4,232	6,026	7,933	9,973	权益融资		-	-	-	-	
负债和股东权益总计	7,092	8,859	10,886	13,049	其它		-32.6	-	-	-	
					现金净增加额		1,093	1,027	1,504	1,603	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外消费&纺织服装小组介绍】

马川琪：资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：分析师，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

刘毅：研究助理，香港中文大学硕士，西南财经大学学士，主要覆盖美股消费，全球视角。

【分析师承诺】

马川琪，廖小慧，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。