

持有

2024年12月11日

北美市场已触底，中国市场增长显著，全球扩张策略正在取得成效

- **业绩简况：** lululemon 在 2024 年第三季度的总营收为 24 亿美元，同比增长 9%（按固定汇率计算为 8%），高于一致预期的增长 7% 以及增长 6%-7% 的指引，营收的增长主要受北美地区以及国际地区超预期的营收增长所驱动。毛利率为 58.5%，比 2023 年第三季度的调整后毛利率高出 40 个基点，好于指引给出的 50-60 个基点的下降；净利润同比增长 41.5% 至 3.5 亿美元，高于一致预期的 3.4 亿美元。调整后营业利润率增加 70 个基点至 20.5%（得益于较低的库存和管理成本以及有利的外汇因素）；每股 EPS 为 2.87 美元，高于一致预期的 2.75 美元以及公司指引的 2.68-2.73 美元。
- **北美增长已经触底，国际市场发展势头依然强劲：** 分地区看，公司北美市场营收同比增长 2%，其中加拿大继续保持良好的势头，收入增长 9%；美国收入与二季度持平（0%）。国际市场营收同比增长了 33%（按固定汇率计算为 30%），其中中国大陆地区同比增长 39%（按固定汇率计算为 36%），可比销售额增长 27%；其余地区同比增长 27%（按固定汇率计算为 23%）。
- **FY2024 以及第四季度业绩指引：** 公司预计 FY2024 净营收将在 104.52 至 104.87 亿美元之间（之前为 103.75 至 104.87 美元）。全年营业利润率约为 23.3%，全年每股摊薄收益在 14.08 至 14.16 美元之间（之前为 13.95 至 14.15 美元）；预计 FY2024 净营收将在 104.52 至 104.87 亿美元之间（之前为 103.75 至 104.87 美元）。全年营业利润率约为 23.3%，全年每股摊薄收益在 14.08 至 14.16 美元之间（之前为 13.95 至 14.15 美元）。
- **目标价 400 美元，调整为持有评级：** 我们对公司未来的情况表示乐观，认为北美地区将很快出现拐点，中国地区会继续快速增长。基于以上的情况，我们上调公司目标价至 400 美元/股，对应 FY2025 26.4 倍的市盈率，调整为持有评级。
- **风险提示：** 消费者购物偏好的变化、运动品行业整体增长放缓、通胀导致的成本压力、市场份额被新进入的竞争对手侵蚀，以及供应链中断的风险。

金煊

+ 852-25321539

Lexy.jin@firstshanghai.com.hk

王柏俊

+ 852-25321915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要资料

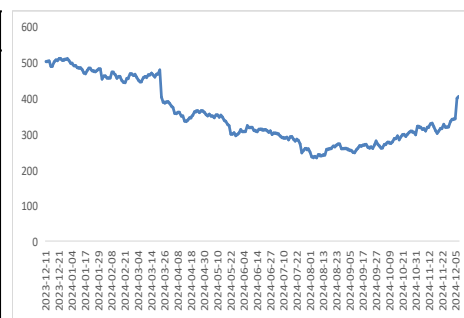
行业	纺织服装
股价	397.10 美元
目标价	400.00 美元 (+0.73%)
股票代码	LULU.O
已发行股本	1.22 亿股
总市值	388.77 亿美元
52 周高/低	516.39 美元/226.01 美元
每股账面价值	32.63 美元
主要股东	THE VANGUARD GROUP INC. (10.94%) FMR LLC (8.78%) Blackrock, Inc. (7.53%)

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	10,409	11,279	12,206
变动 (%)	30%	19%	8%	8%	8%
归母净利润 (百万美元)	854.8	1,550.2	1,756.2	1,910.9	2,076.8
变动 (%)	-12.4%	81.4%	13.3%	8.8%	8.7%
每股收益(美元)	6.68	12.20	13.90	15.13	16.44
变动 (%)	-11%	83%	14%	9%	9%
市盈率(基于397.1美元)	59.4	32.5	28.6	26.3	24.2

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

业绩小幅超出一致预期，国际市场发展势头依然强劲

业绩小幅超出一致预期

lululemon 在 2024 年第三季度的总营收为 24 亿美元，同比增长 9%（按固定汇率计算为 8%），高于一致预期的增长 7% 以及增长 6%-7% 的指引，营收的增长主要受北美地区以及国际地区超预期的营收增长所驱动。毛利率为 58.5%，比 2023 年第三季度的调整后毛利率高出 40 个基点，好于指引给出的 50-60 个基点的下降；净利润同比增长 41.5% 至 3.5 亿美元，高于一致预期的 3.4 亿美元。调整后营业利润率增加 70 个基点至 20.5%（得益于较低的库存和管理成本以及有利的外汇因素）；每股 EPS 为 2.87 美元，高于一致预期的 2.75 美元以及公司指引的 2.68-2.73 美元。

北美增长已经触底，国际市场发展势头依然强劲

分地区看，公司北美市场营收同比增长 2%，其中加拿大继续保持良好的势头，收入增长 9%；美国收入与二季度持平（0%），符合公司的预期；公司已于上个季度制定了推动美国业务的改善计划，计划包括产品团队将会有新的结构、提升 2025 年第一季度的季节性新品在产品系列中的渗透率，并在下半年推出更多的颜色、印花和图案以便提供客户更多选择。国际市场营销同比增长了 33%（按固定汇率计算为 30%），其中中国大陆地区同比增长 39%（按固定汇率计算为 36%），可比销售额增长 27%；其余地区同比增长 27%（按固定汇率计算为 23%）。

公司的品牌定位是提供能让客户过上积极且健康的生活方式的科技产品，另外组织了以运动和健康为重点的活动，这与当地政府的健康中国 2030 的倡议相当契合。第三季度，lululemon 在 9 个城市举办了活动，其中以上海为主。十月初在中国大陆地区举办的活动中，总计有 15,000 名客户参加；活动非常成功，不仅能为品牌带来新的客户，还能增加现有客户的参与度以及忠诚度。

在除了北美市场和中國大陸市场的其他地区，品牌仍处于增长的早期阶段，通过开设新店和扩展关键的城市区域，品牌有很大的机会在其过大业务范围。

按品类看，男装同比增长 9% 至 5.5 亿美元（得益于男性运动服饰市场的扩张以及品牌在男装领域的积极推广），女装（得益于新产品的推出、现有产品的流行度以及市场需求的增加）及配饰均同比增长 8% 至 15.56 亿美元和 2.9 亿美元。

这个季度，lululemon 在全球范围内共开设 15 家新门店，并对 14 家门店进行了优化，门店总数达到了 749 家，其中北美地区有 459 家门店，中国有 138 家门店。此外，公司完成了对墨西哥第三方运营的 lululemon 品牌零售店的收购。收购后，公司在墨西哥的门店数量增加了 14 家自营门店和 2 家临时门店。

第三季度公司回购了价值 4.09 亿美元的普通股，今年以来的总额达到 13 亿美元，比去年同期增长 150%。

公司上调全年指引

公司预计 FY2024 净营收将在 104.52 至 104.87 亿美元之间（之前为 103.75 至 104.87 美元）。全年营业利润率约为 23.3%，全年每股摊薄收益在 14.08 至 14.16 美元之间（之前为 13.95 至 14.15 美元）。

区间下限较之前指引有所上升、上限较之前指引有所下降

公司预计 2024 财年第四季度净营收将在 34.75 至 35.10 亿美元之间（之前未 34.55 至 35.30 亿美元），财季每股摊薄收益在 5.56 至 5.64 美元之间（之前为 5.58 至 5.73 美元）。

图表 1：2024 财年指引

FY2024	之前的指引	现在的指引	一致预期
营收（百万美元）	10375-10475	10452-10487	10415
调整后稀释每股EPS	\$13.95-\$14.15	\$14.08-\$14.16	\$14.04

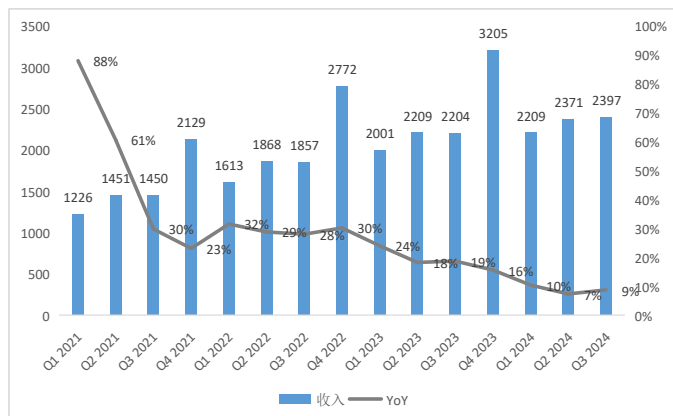
资料来源：公司资料，第一上海

图表 2: 2024 财年第四季度指引

FY2024 Q4	之前的指引	现在的指引	一致预期
营收 (百万美元)	3455-3530	3475-3510	3498
调整后稀释每股EPS	\$5.58-\$5.73	\$5.56-\$5.64	\$5.62

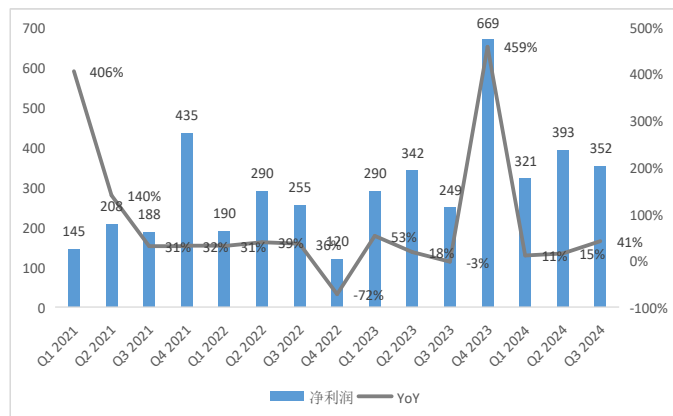
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 3: 2021Q1~2024Q3 营业收入 (百万美元) 及增速



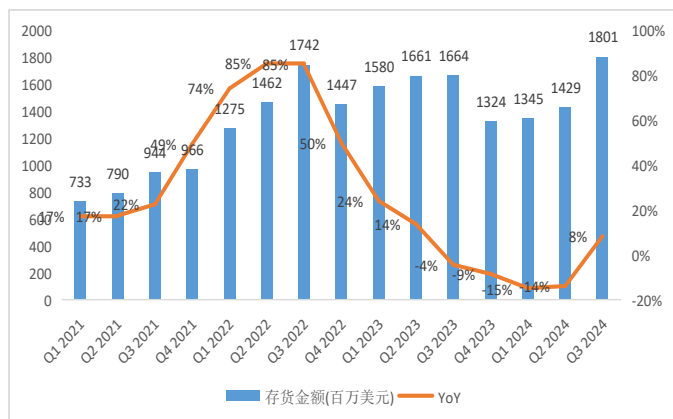
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 4: 2021Q1~2024Q3 净利润 (百万美元) 及增速



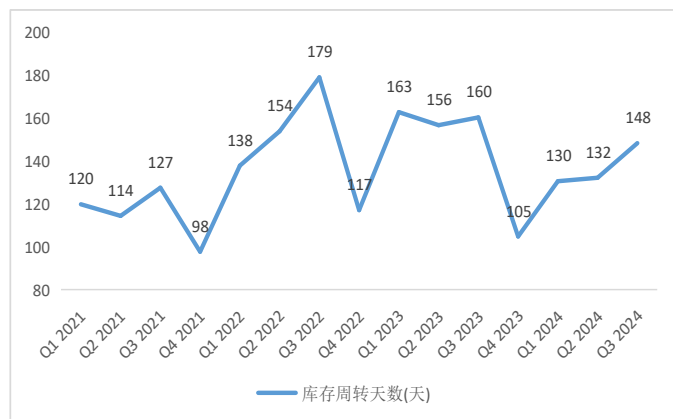
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 5: 2021Q1~2024Q3 季度存货金额 (百万美元)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 6: 2021Q1~2024Q3 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 400.00 美元，调整为持有评级

美国业务的增长近几个季度以来第一次没有下滑，说明之前已经触底，目前显示出稳定的迹象。中国大陆市场依旧保持着相当快速的增长，对于该地区，我们认为会在未来的几年中继续保持两位数的增长，因为尽管增速很快，但就目前的规模体量来说还有很大的空间（营收占总的 13%），目前还不足以推动公司的整体增长，我们预计中国将在未来几年内达到整体销售额 25% 的营收。

公司管理层在业绩会上在明年第一季度会推出更多的颜色、印花和图案以便提供客户更多选择，因此我们认为届时产品会有明显的改善，另外创新产品也可以带动增长。

我们对公司未来的情况表示乐观，认为北美地区将很快出现拐点，中国地区会继续快速增长。基于以上的情况，我们上调公司目标价至 400 美元/股，对应 FY2025 26.4 倍的市盈率，调整为持有评级。

风险因素

消费者购物偏好的变化、运动品行业整体增长放缓、通胀导致的成本压力、市场份额被新进入的竞争对手侵蚀，以及供应链中断的风险。

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	10,409	11,279	12,206	盈利能力				
毛利	4,492	5,609	6,141	6,666	7,226	毛利率	55.4%	58.3%	59.0%	59.1%
营业开支	2,766	3,402	3,677	3,984	4,311	EBITDA 利率	24.9%	26.9%	28.1%	28.5%
销售及管理费用	2,757	3,397	3,676	3,983	4,311	净利率	10.5%	16.1%	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	2,465	2,682	2,915	销售费用率	34.0%	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%
税前盈利	1,333	2,176	2,465	2,682	2,915	库存周转天数	122	126	120	110
所得税支出	478	626	709	771	838	应付账款天数	23	24	24	24
净利润	855	1,550	1,756	1,911	2,077	应收账款天数	4	24	5	5
折旧及摊销	292	379	458	532	595	财务状况				
EBITDA	2,018	2,587	2,923	3,214	3,510	总负债/总资产	43.8%	40.3%	37.7%	36.9%
增长						收入/总资产	144.6%	135.6%	132.0%	131.3%
总收入 (%)	30%	19%	8%	8%	8%	经营性现金流/收入	11.9%	23.9%	19.4%	22.6%
EBITDA (%)	26%	28%	13%	10%	9%	ROAA	16.2%	24.4%	23.4%	23.2%
净利润 (%)	-12%	81%	13%	9%	9%	ROAE	29.0%	42.0%	38.2%	36.4%

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	2,498	2,849	3,237	净利润	855	1,550	1,756	1,911
应收账款	133	125	143	155	167	折旧及摊销	292	379	458	532
存货	1,447	1,324	1,403	1,390	1,364	营运资本变动	-700	362	-298	-3
其他流动资产	424	368	497	524	552	其他	520	5	101	107
总流动资产	3,159	4,061	4,541	4,917	5,320	经营活动现金流	966	2,296	2,018	2,547
固定资产	1,270	1,546	1,845	2,109	2,369	固定及无形资产变动	-639	-652	-749	-789
无形资产	22	0	-65	-72	-72	其他投资活动	69	-2	0	0
其他	1,156	1,486	1,567	1,633	1,698	投资活动现金流	-570	-654	-749	-789
总资产	5,607	7,092	7,887	8,587	9,315	股权激励结算	12	42	0	0
应付帐款	173	348	277	300	324	已付税项	-35	-33	0	0
应计薪酬及相关负债	248	326	353	382	414	回购普通股款项	-444	-559	-1,015	-1,406
租赁	208	249	267	281	295	其他融资活动	-0	-0	0	0
其他应付帐款	863	707	765	827	894	融资活动现金流	-467	-549	-1,015	-1,406
总短期负债	1,492	1,631	1,662	1,791	1,927	现金变化				
长期债务	862	1,154	1,235	1,301	1,367	汇率损失	-34	-4	0	0
其他负债	104	75	75	75	75	期初持有现金	1,260	1,155	2,244	2,498
总负债	2,458	2,860	2,971	3,166	3,369	期末持有现金	1,155	2,244	2,498	3,237
总股东权益	3,149	4,232	4,962	5,455	5,969					

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。