

# 露露乐蒙Lululemon (LULU.O) : 百亿美元雄心, “Power of Three” 继续驱动增长



Franky Lau  
SFC CE Ref: BRQ041  
Frankyliu@futuhk.com

WENBO WEI  
wendeywei@futunn.com

2022年05月05日

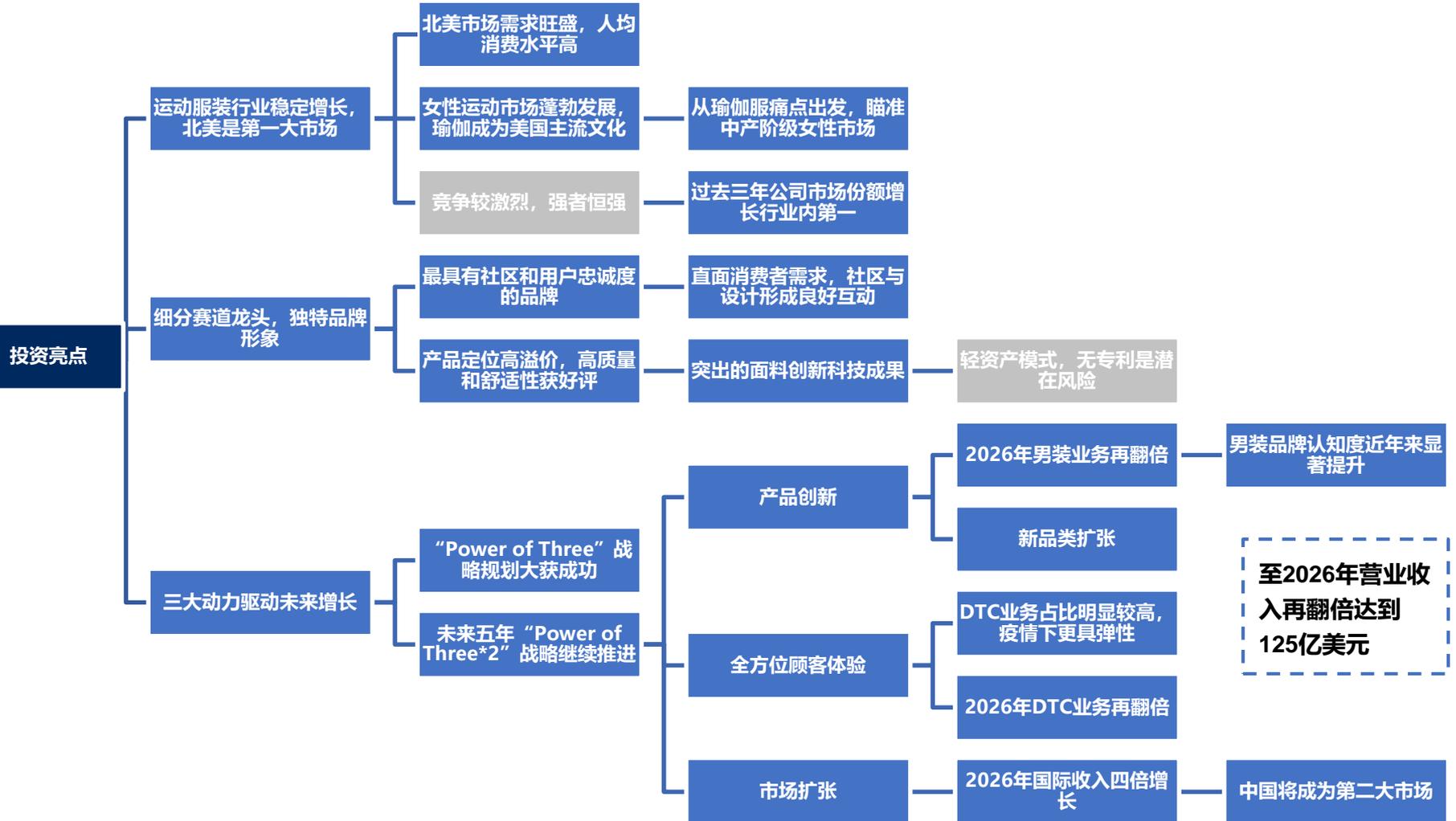
## 核心观点

- **全球运动鞋服市场规模稳定增长，美国是全球第一大运动服装市场，人均运动服饰消费水平远高于全球平均水平。** 预计到2025年，全球运动服装市场收入将达到2325亿美元，相比2021年增长20.65%。女性运动市场蓬勃发展，吸引品牌布局，瑜伽文化逐步成为美国主流文化的一部分。
- **在激烈的运动服装市场竞争中，Lululemon营收增速领先行业，持续获得市场份额。** 在疫情期间，仍保持双位数营收增速，优于同类企业。根据NPD数据，从2019年到2021年，在成人运动服装行业，lululemon获得的全球市场份额超过了该行业的任何品牌。
- **细分赛道龙头，Lululemon被视为最具有社区感的品牌，拥有独特品牌形象，客户忠诚度高。** 直面消费者需求，社区与产品设计形成良好互动。产品定位高溢价，用户对价格敏感度不高，突出的面料功能性和时尚设计能力是产品力的保证，持续进行面料创新。
- **“Power of Three”之全方位客户体验，计划到2026年将电商业务收入翻倍：** lululemon的DTC模式一直被视作行业内标杆之一，疫情使得DTC业务加速，高利润率的DTC业务占比明显高于同业，在疫情反复下业务将更具弹性。得益于垂直运营模式，营运指标表现优秀。
- **“Power of Three”之产品创新，计划到2026年将男装业务收入翻倍：** 扩充新业务，抓住新品类（网球、鞋履等）的机会，瞄准于全球千亿美元的运动休闲市场。目标客户人群拓展，男装业务历史增速亮眼，认知度有较大提升空间，将继续成为强劲的收入驱动力。
- **“Power of Three”之市场开拓，计划到2026年国际收入实现四倍增长：** 国际扩张仍处于早期阶段，公司加快海外拓展，进入亚太和欧洲业务未覆盖的国家，中国地区存在广阔机遇。

根据盈利预测，我们预计2022/2023/2024财年，公司总营业收入约78.1亿/90.1亿和102.8亿美元，同比增长25%/15%/14%，摊薄EPS为9.5美元/11.2美元/14.1美元，同比增长26%/18%/14%。考虑到公司作为运动品牌行业中极具成长性的公司，且未来仍有较大的市场拓展潜力，予2023年40x PE，对应合理估值为每股448美元，对应现价上行空间26%（截止2022年4月27日）。

风险提示：通货膨胀，消费者信心不足，门店拓展不及预期，竞争加剧等

# 核心观点



# 目录

一、发展历程：“Power of Three” 五年战略规划助力重回发展快车道

二、行业分析：运动服装行业稳定增长，北美是第一大市场

三、业务亮点：细分赛道龙头，独特品牌形象

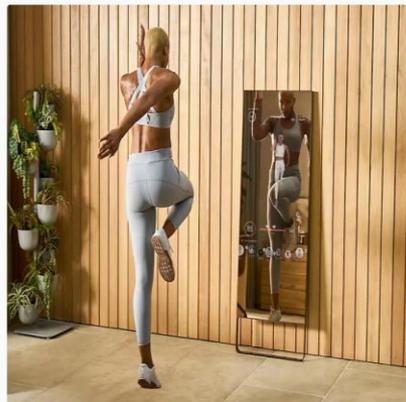
四、未来增长点：产品创新、全方位客户体验与国际市场拓展

五、盈利预测与估值

## Lululemon是全球著名运动服装品牌和全球瑜伽裤细分赛道的龙头，全球运动服装行业中第三大市值的运动品牌

- 露露乐蒙 (Lululemon Athletica) 成立于 1998 年，总部位于加拿大温哥华。该公司最初是一家瑜伽服装零售商，目前已成为覆盖 17 个国家的全球著名运动服装品牌和全球瑜伽裤细分赛道的龙头。截止2021年四季度，公司在美国、加拿大、中国、澳大利亚、英国、韩国、德国等17个国家开设直营门店，全球共计574 家店。
- 产品由最初的女性瑜伽裤扩展至包括裤子、短裤、上衣、夹克、内衣等产品，专为瑜伽、跑步、训练等出汗运动设计，并提供一系列专为运动而设计的健身相关配件和鞋类。2020年第二季度，露露乐蒙收购了居家健身设备制造商Mirror，为消费者提供交互健身镜和运动课程等服务。
- 2021全年营业收入增长42.1%达到62.6亿美元，净利润增长65.6%至9.753亿美元，首次突破60亿美元里程碑。截止2022年4月27日，市值为453亿美元，是全球运动服装行业中位居第三，仅次于Nike与Adidas。

图：Lululemon的瑜伽服与Mirror健身镜



**All your workout needs, with the push of a button.**

MIRROR's innovative technology is intuitive to use, meaning you can focus all your energy on your workout.

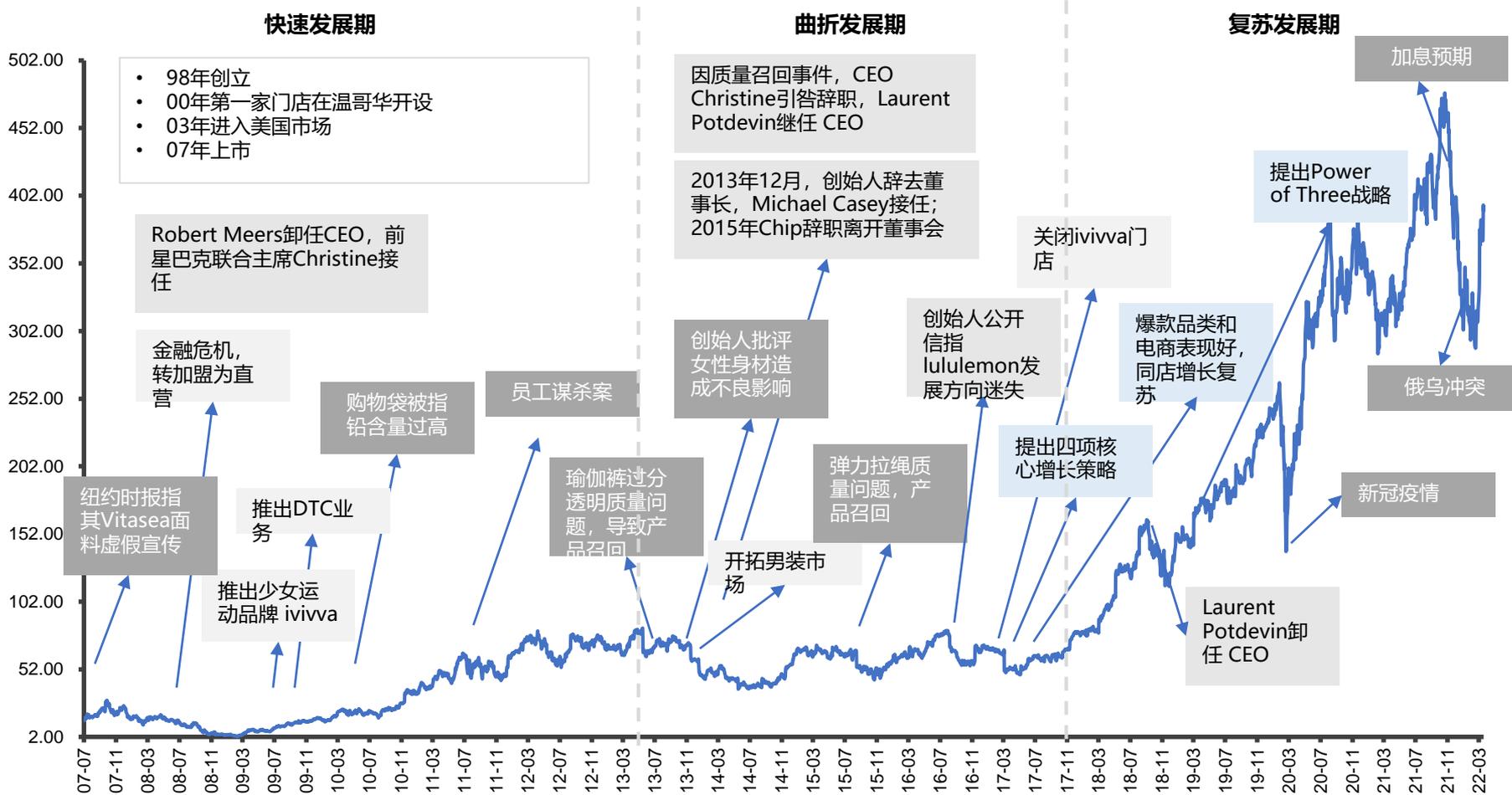


**The smart home gym that gets to know you.**

Real-time optimizations based on your profile. Heart rate monitoring that tracks results. Bluetooth syncing that lets you pick your tunes. MIRROR's smart, like really smart.

# 复盘露露乐蒙20年发展历程中，伴随多次战略转型，历经快速发展期、曲折发展期和复苏发展期三个阶段。自2017年重回发展快车道，股价迎来复苏

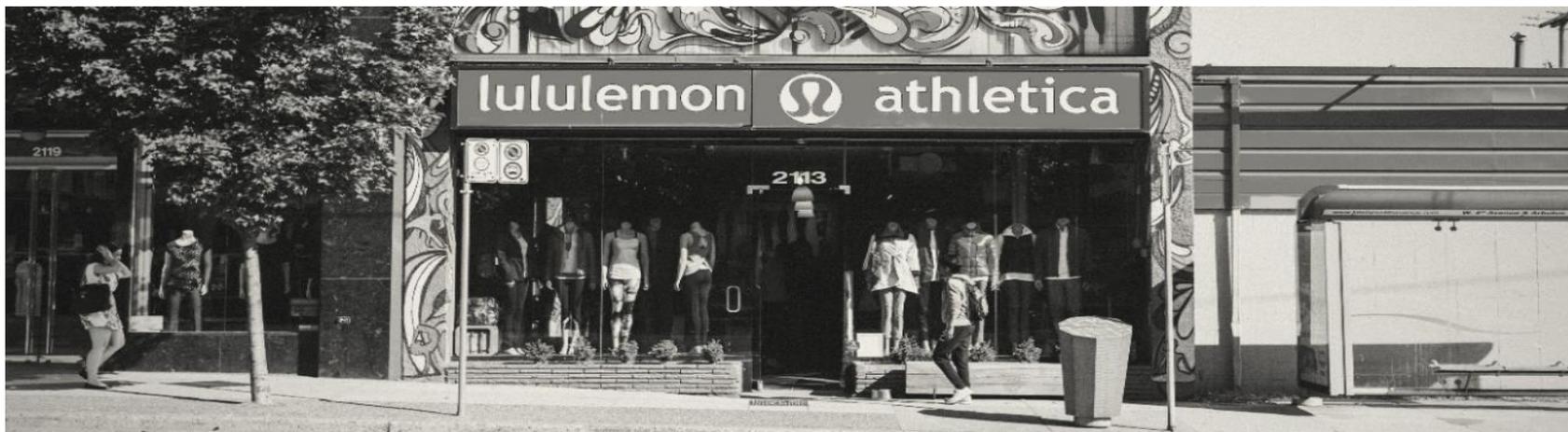
图：Lululemon发展历程



## 创立期：1998年至2008年，从瑜伽服痛点中发现商机，瞄准中产阶级女性市场，核心面料Luon诞生；成立之初，lululemon就非常注重与消费者的互动和社区发展

- **从瑜伽服痛点中发现商机。** Lululemon的创始人Chip Wilson在创立公司之前，已经在滑雪板、滑冰和冲浪领域工作了 20 年，1998 年他卖掉了自己的冲浪板公司并寻求下一个商业机会。在开始学习瑜伽来治疗背部疼痛之后，他发现瑜伽课上的年轻职业女性缺乏专门为瑜伽设计的优质、实用的运动服，当时的运动服存在不合身、Camel Toe、透明性、内缝摩擦导致皮疹等问题。Chip由此发现了商机，使用一种曾经用来为女性滑雪运动员做内衣的面料，开发出了黑色弹力瑜伽裤。
- **瞄准中产阶级女性市场。从加拿大进入美国市场。** 第一家 Lululemon 商店于 2000 年 11 月在温哥华开设。成立之初，lululemon就非常注重与消费者的互动和社区发展，定位于运动休闲领域，目标群体是新一代的Super Girls，产品以高科技功能性导向。2003 年公司进入美国市场，2005年公司产品从单纯的销售瑜伽服扩展到瑜伽垫、配件等。
- **核心面料Luon诞生。** 公司为其创新型的面料Luon（一种由86%的尼龙和14%的莱卡组成的面料）注册了专利，该面料的超细纤维含量高于普通面料。该面料是lululemon的重要创新，2007年公司招股书显示超过一半的产品使用Luon面料。

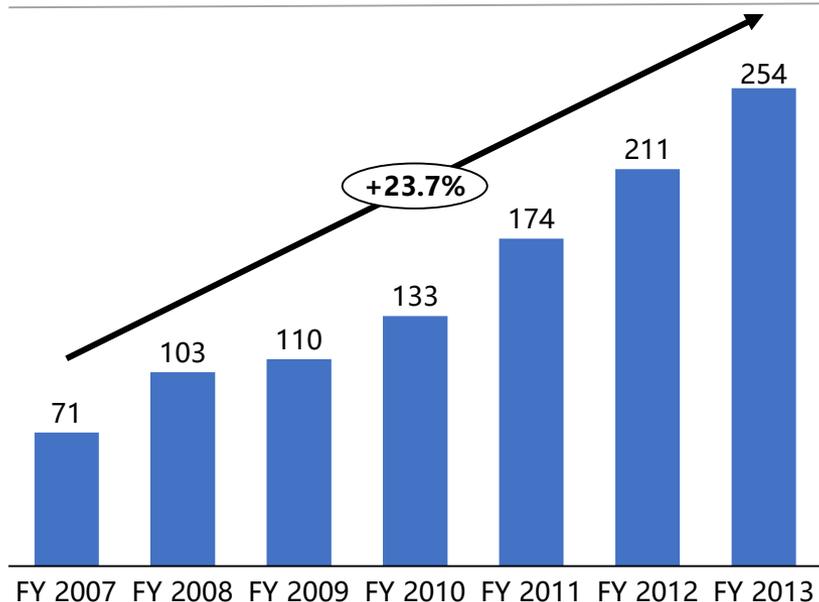
图：第一家 Lululemon 商店



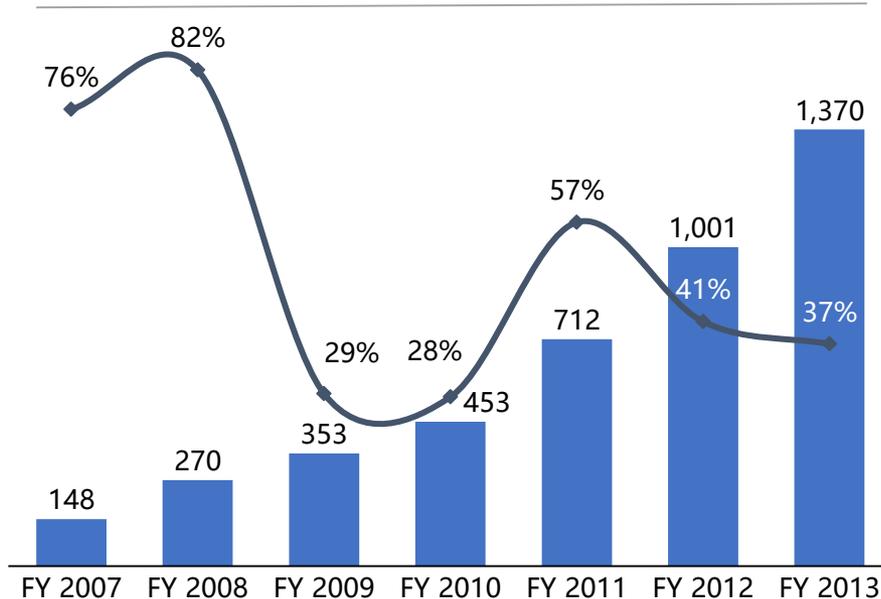
## 快速发展期，2007年至2013年：上市后进入全球门店扩张，金融危机后向全直营模式转型，开拓新产品线和电子商务渠道

- **全球扩展门店。**2007年上市后，lululemon开始扩张。上市时lululemon在加拿大、美国、日本和澳大利亚市场拥有55家自营门店和10家加盟店。增长策略包括将北美作为主要的扩张地区，通过营销和门店扩张提高知名度，在全球地区扩展业务。从2007年至2013年，门店从71家上升至254家，复合增长率为24%。
- **关闭加盟店，转变为全直营模式，**08年金融危机后，Lululemon收缩加盟店规模，将原澳大利亚的加盟店转为直营门店，关闭了原与Descente合资开设于日本的4家直营店，到2011年关闭了剩余4家美国的加盟店，全面转为直营模式。
- **开拓新产品线和DTC电子商务渠道。**2009年，推出少女运动品牌ivivva；2013年开拓男装品牌，推出标志性的ABC男裤，扩展产品品类。2009年通过电子商务网站开启DTC业务，并利用showroom进行品牌推广，培育消费者认知。

图：2007-2013年lululemon直营门店数量



图：2007-2013年lululemon营收及增速，百万美元



## 曲折发展期：2013年至2017年，质量问题频发导致召回损失，创始人不当言论与库存积压损害品牌形象，新产品线投放不及预期，股价表现萎靡

- **发展过程中不断面临争议。**2007年《纽约时报》指责Lululemon 对其名为 Vitasea 系列服装做出了虚假的宣传。公司声称，由海藻制成的 Vitasea 具有“抗菌、抗炎、解毒和保湿功效”，但实验室测试并未显示有该效果；2010年，lululemon的可回收购物袋被指铅含量过高后而召回；2011年，门店职工Brittany Norwood 谋杀其同事Jayna Murray造成不良社会影响。
- **产品质量问题频发，管理层持续动荡，公司股价表现不佳。**2013年，一款黑色Luon瑜伽裤存在过分透明问题，lululemon召回了该问题产品，直接损失逾6千万美元。2015年初，lululemon再次发生大规模产品问题，消费者向美国消费者产品安全委员会投诉女装帽衣颈部的弹力拉绳伤到面部或眼睛，为此lululemon召回38万条女装帽衣拉绳。因为质量问题导致的库存积压使得lululemon不得不以40%的高折扣率消化库存，与其一贯的高端品牌定位相左。2013年创始人Chip Wilson对于女性身材的不当言论损害了品牌形象，管理层之间分歧加大，管理层持续动荡。
- **新产品投放不及预期，拖累利润放缓。**该时期少女运动品牌Iviva加速开店，但业绩增长不佳，拖累整体同店增长放缓，利润同比增长放缓，并最终关闭该产品线。
- **同时，公司在全球继续扩张，进入中国和欧洲市场。**2014年，lululemon在英国伦敦开设第一家门店，进入欧洲市场；2015年入驻天猫旗舰店，进入中国市场，2016年开始在中国开设线下直营店；

图：lululemon全球扩张进程



## 复苏发展期：2017年至今，明确“Power of Three”五年战略计划，产品创新、全方位客户体验和市场开拓三大战略均超预期完成

- 明确“Power of three”五年战略计划。**2017年公司提出四个关键增长战略支柱：电商、男士、北美和国际。2019年Lululemon明确提出三大增长动力“power of three”的五年成长计划，代表了公司成熟期的发展战略，这三大动力分别为：
  - ①产品创新 Product innovation：预计到2023年，在维持在女性和瑜伽市场的地位的基础上，其男装收入规模增加一倍以上。在跑步、训练，办公、旅行、通勤等新品类扩张，扩充新的业务机会，如个人护理产品。
  - ②全方位顾客体验 Omni guest experiences：预计到2023年其数字化电商业务收入增加一倍以上。通过全渠道、全方位提升顾客体验，包含品牌活动、新的门店体验、会员计划。
  - ③市场开拓 Market expansion：预计到2023年其国际市场业务收入增长四倍。公司在全球化扩张的成功经验证明了Lululemon具有跨区域和跨文化的发展潜力，中国、亚太区、欧洲、中东和非洲的市场将继续作为公司的重点区域，同时认为美国和加拿大仍有市场潜力。
- 收购其他品牌，弥补面料专利短板，增强业务协同。**2017年，lululemon对加拿大高性能骑行服品牌7mesh进行少数股权投资，并达成战略合作伙伴关系，7mesh是高性能自行车服装领域的新兴全球品牌，二者将共同创造和突破先进技术服装的界限，助力科技面料的开发。2019年，lululemon投资了交互式健身镜Mirror，2020年宣布以5亿美元收购Mirror，以满足在疫情下人们居家健身的需求。

图：“Power of Three”五年战略计划超预期完成

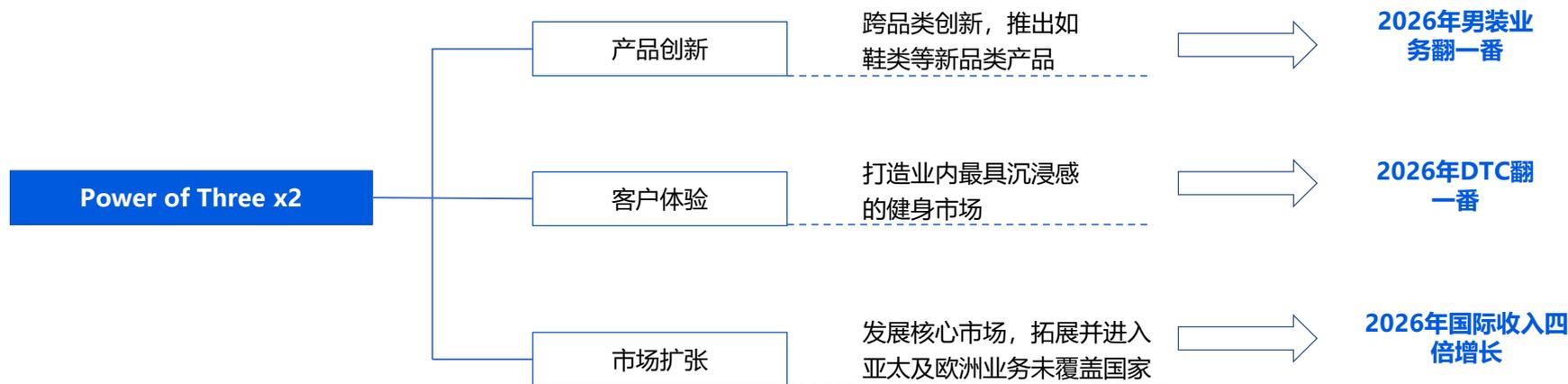


## 新的五年规划：未来五年“Power of three x2”三大战略继续为业务增长提供动力，未来五年营收翻倍，中国将成为第二大市场

2022年明确Power of Three x2 增长战略，公司计划在2026年实现营收125亿美元的目标，该数字是2021年62.5亿美元的两倍。加倍关注公司发展的三大核心驱动力，即：

- 产品创新：预计到2026年，男装收入规模将在2021年基础上翻倍，未来五年女装营收将以低两位数的复合年增长率增长。利用“Science of Feel”（触感科学）这一独特的创新视角，进行跨品类创新，深耕核心品类（跑步、训练、瑜伽和日常通勤）的同时，抓住新品类（网球、高尔夫、徒步和鞋履）的机会。
- 全方位顾客体验：计划到2026年将DTC电商收入翻倍。在实体和数字领域建立更强大的联系，加强品牌、社区和产品之间的互动，打造业内最具沉浸感的健身市场，例如推动以旧换新和转售计划，以及双重会员计划。
- 市场开拓：预计到2026年，国际收入在2021年的基础上实现四倍增长。新市场和核心市场都是Lululemon的重要赛道，拓展并进入亚太和欧洲业务未覆盖的国家。预计到2026财年，中国大陆将成为Lululemon全球第二大市场。

图：Lululemon2022年到2026年战略目标



## 目录

一、发展历程：“Power of Three” 五年战略规划助力重回发展快车道

二、行业分析：运动服装行业稳定增长，北美是第一大市场

三、业务亮点：细分赛道龙头，独特品牌形象

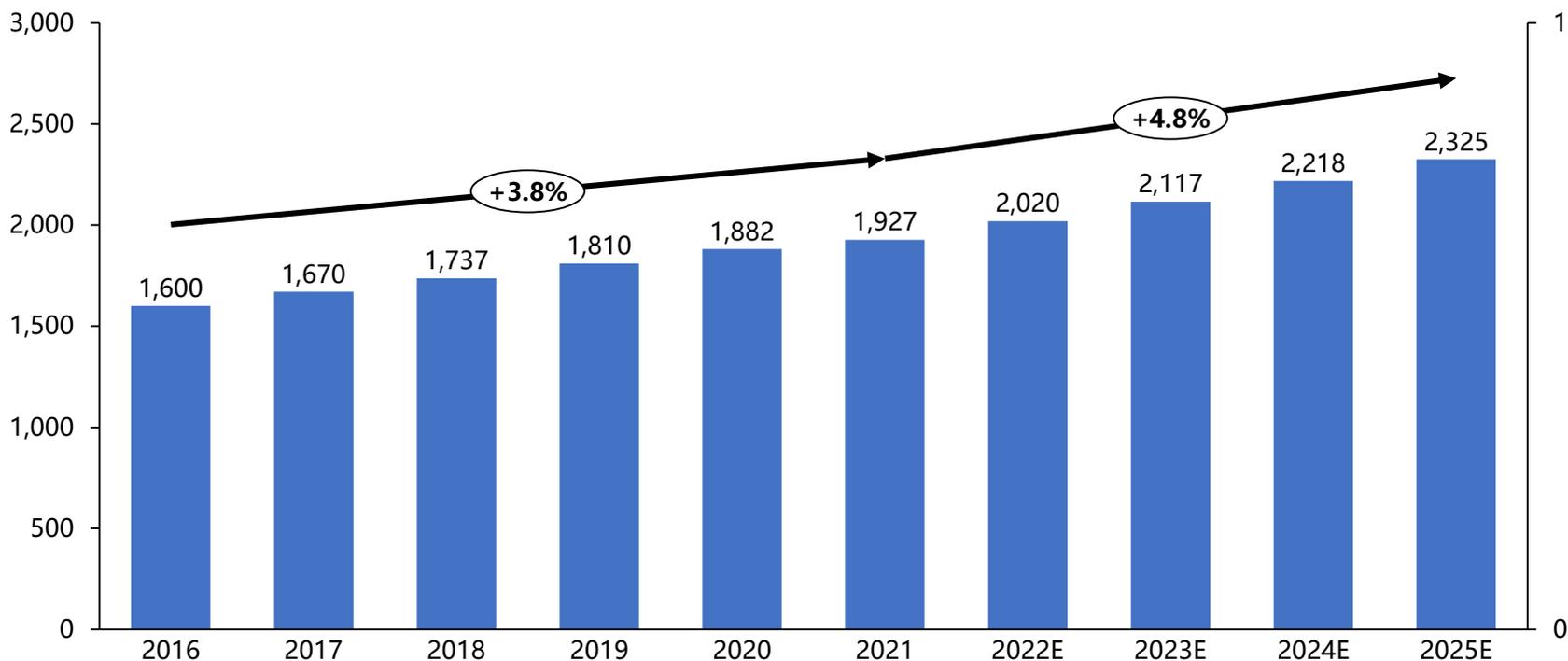
四、未来增长点：产品创新、全方位客户体验与国际市场拓展

五、盈利预测与估值

## 全球运动鞋服市场规模稳定增长，疫情促使人们健康意识的提升

- 全球运动服装市场稳定增长，疫情促使人们健康意识的提升。根据Statista数据，2021年全球运动服装市场规模达到1927亿美元，并呈现不断上升趋势。其中2016-2021年CAGR为3.79%；预计到2025年，全球运动服装市场收入将达到2325亿美元，相比2021年增长20.65%。

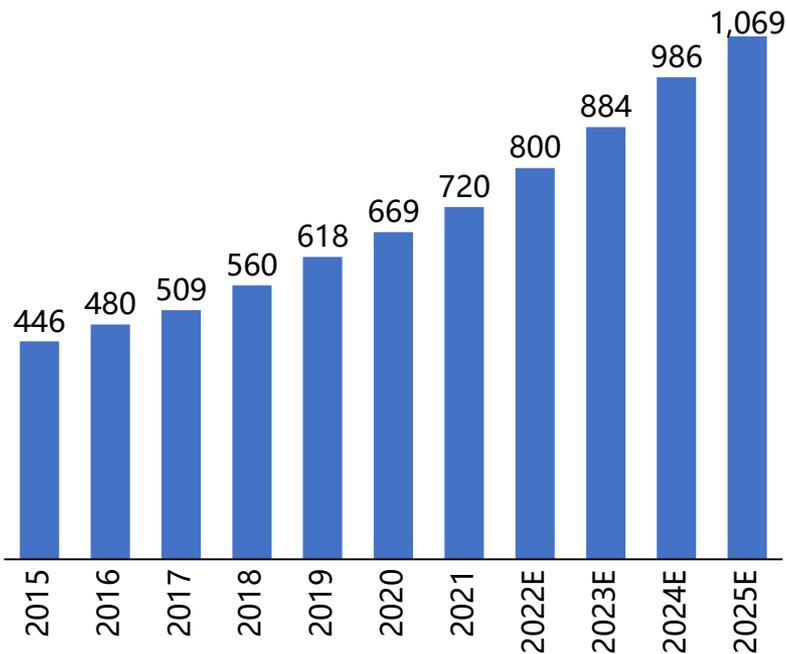
图：2016-2025年全球运动服装市场收入及预测，亿美元



## 美国是全球第一大运动服装市场，人均运动服饰消费水平远高于全球平均水平

- 美国是全球最大的运动鞋服市场，运动消费水平较高。2021年运动鞋服产品市场规模达到720.3亿美元，占全球运动鞋服市场的37.38%。预计到2025年美国运动鞋服市场规模将达到1069.3亿美元，复合增长率为10.38%。
- 2020年美国运动服饰人均消费为307美元，远高于全球38美元的平均水平。

图：2015-2025年美国运动鞋服市场规模及预测，亿美元



图：2020年各国家或地区运动服饰人均消费对比，美元



## 女性运动市场蓬勃发展，吸引品牌布局，瑜伽文化逐步成为美国主流文化的一部分

- 根据PipeCandy数据，2019年女性运动服装消费占整体运动服装市场的35%，女性运动市场规模较小但具有发展潜力。过去几年迅速成为女子服装行业龙头的瑜伽服品牌Lululemon 引发全行业的模仿，多家品牌发力布局女子运动系列。
- 瑜伽文化逐步成为美国主流文化的一部分。据 Harvard Health的统计数据，有28%的美国人曾经尝试过瑜伽运动。X世代和千禧一代更喜欢购买时尚、舒适的服装，以在瑜伽课上提升自己的形象。瑜伽服，也越来越多成为日常休闲服装，进入了更大的使用场景

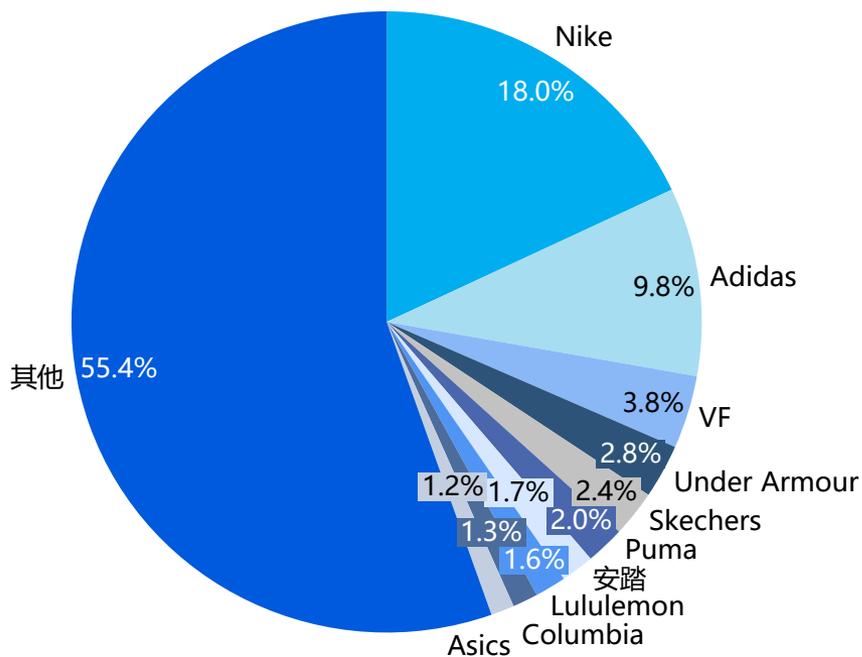
表：头部运动品牌在女子运动系列的布局

品牌	部分女子运动系列布局
Adidas	<ul style="list-style-type: none"><li>• 将目标人群定位在年轻女性；2015年11月，Adidas发布2020年品牌战略目标“立新”（Creating the New），将女子系列设定为品牌核心战略中的五大驱动力之一，并宣布将在中国开设更多女子专门店。深挖女性运动产品的时尚化和休闲化需求，通过增强运动服饰的时尚元素和流行趋势，推出更符合女性对运动服饰美观度要求的产品。</li></ul>
Nike	<ul style="list-style-type: none"><li>• 在旗下专卖店中开设针对女性的健身裤专区和运动鞋精品店，针对女性需求和运动偏好推出The 1 Reimagined等女性产品线；进一步细分女性消费群体，于近期推出孕妇专用的Nike M系列产品线。为女子运动市场布局，通过产品创新、线下零售体验创新、线上整合传播、线下体验活动、数字化社区平台有机融合，成为洞察女性消费者需求、为其创造价值的品牌生态系统。</li></ul>
李宁	<ul style="list-style-type: none"><li>• 旗下高端女性运动服饰品牌丹斯金（Danskin）推出新品，包括运动内衣、瑜伽裤、运动外套等，产品价位在300-700元；</li><li>• 瞄准女性群体，通过明星代言突破粉丝圈层深挖明星带货能力；通过拓品类推出女性专属产品，于2019年与X-girl联名推出“少女帮派”系列产品，于2020年推出樱花版“盘古”球鞋以及中国李宁樱花限定产品。</li></ul>
安踏	<ul style="list-style-type: none"><li>• 2021年7月安踏品牌发布未来5年战略目标及“24个月赢领计划”，提出将深度发力女子运动品类，以女性热爱的运动为核心，研发和设计兼具科技和颜值的新运动美学女子品类，2025年安踏女子品类流水规模目标接近200亿元。</li></ul>

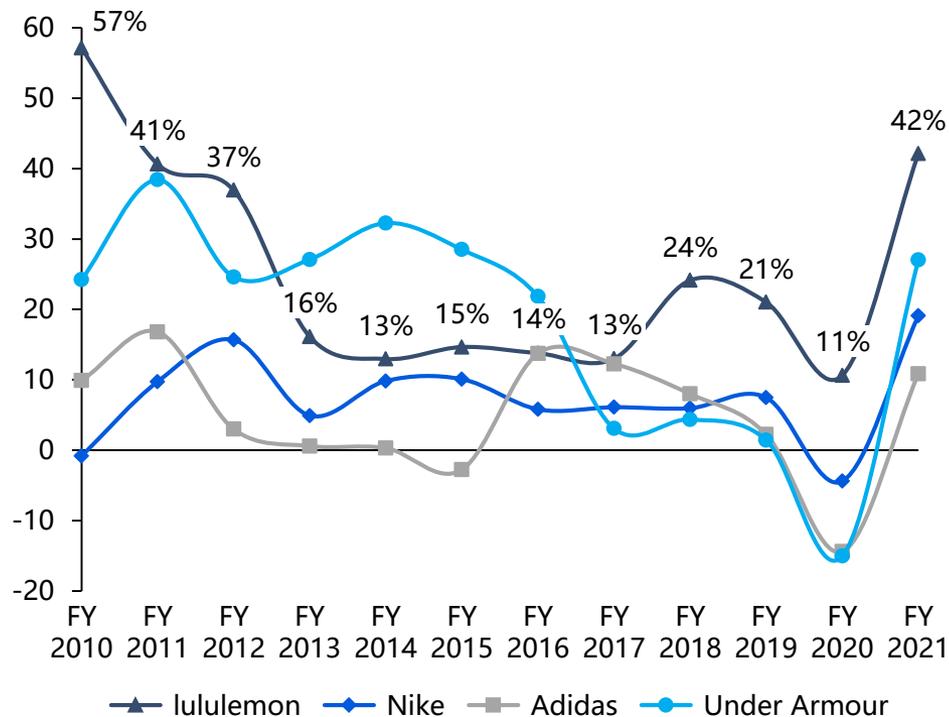
## 全球运动服装市场竞争较激烈，龙头地位稳定，Lululemon营收增速优于同类企业

- 全球运动服装市场竞争较激烈，头部参与者包括Nike、Adidas、VF、Under Armour等老牌运动品牌。龙头地位稳定，CR5头部集中度不断提升，Nike与Adidas常年维持在全球第一和第二的市场地位，按公司口径计算，2021年Nike与Adidas的市场占有率分别为18%和9.8%，CR5为36.8%。Lululemon作为新锐运动品牌位居第8位，市场份额为1.6%。
- 从营收能力角度看，Lululemon营收增速始终为正，除2013-2017低迷期增速弱于Under Armour外，lululemon营收增速高于同类企业。在疫情期间，lululemon得益于DTC渠道的高营收，仍保持双位数营收增速，优于同类企业。

图：2021年全球运动服饰市场TOP10（公司口径）



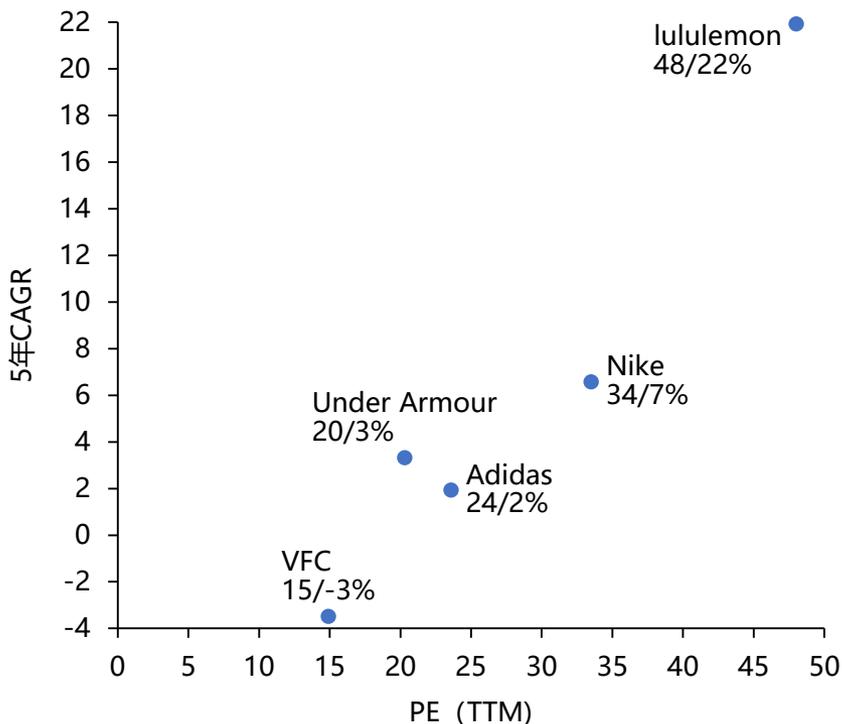
图：lululemon与其他公司营收增速对比，%



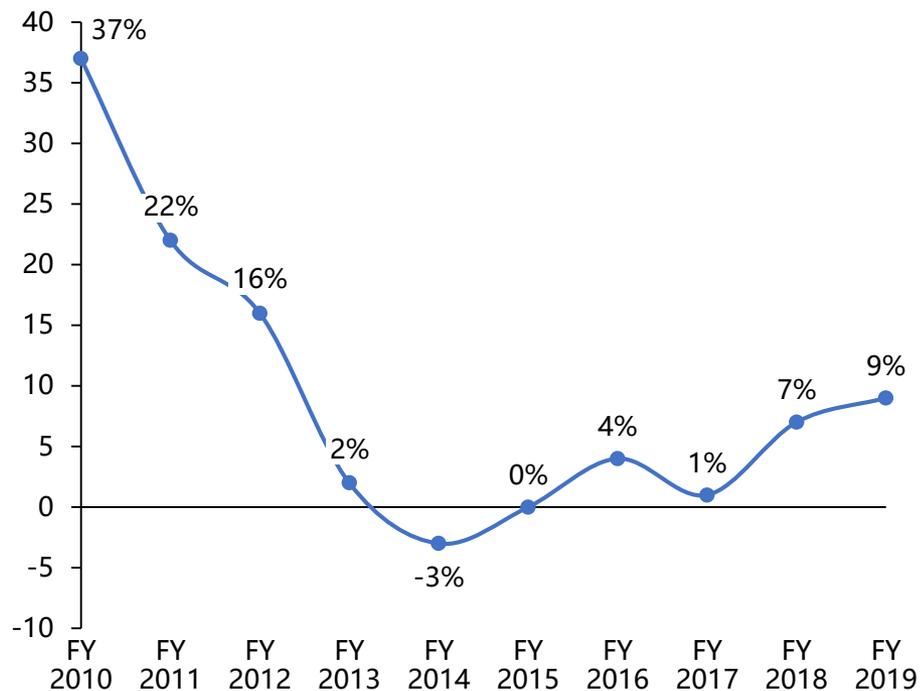
## Lululemon 同店增速领先于同类企业，疫情期间业绩韧性强，全球化扩张和品类扩张潜力大，享有高估值

- 从二级市场估值的角度，Lululemon产品在疫情期间需求依然稳定，同店增长率领先行业。全球化扩张和跨品类扩张的潜力很大，市场给予了lululemon 48倍的估值。
- 根据NPD数据，从2019年到2021年，在成人运动服装行业，lululemon获得的全球市场份额超过了该行业的任何品牌。

图：运动鞋服品牌估值和成长象限图，截止2022/4/24



图：Lululemon上市以来同店销售增速表现，%



## 目录

一、发展历程：“Power of Three” 五年战略计划助力重回发展快车道

二、行业分析：运动服装行业稳定增长，北美是第一大市场

三、业务亮点：细分赛道龙头，独特品牌形象

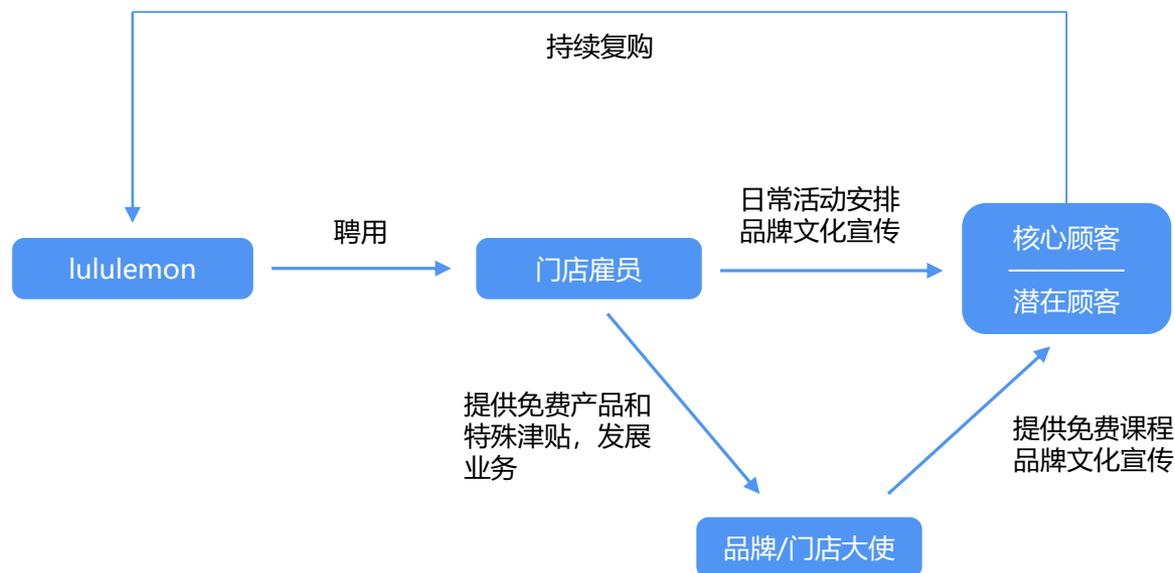
四、未来增长点：产品创新、全方位客户体验与国际市场拓展

五、盈利预测与估值

## 社区营销：Lululemon被视为最具有社区感的品牌，拥有独特品牌形象，客户忠诚度高

- Lululemon 目前被视为最具有社区感的知名品牌，不仅销售产品，而且建设社区密切合作，唤起客户的归属感，并让他们反复购物。Lululemon建立了热汗社区Sweat Collective，所有 Sweat Collective 活动都是免费的。其中包括健身教练、私人教练以及职业运动员等在内的“门店大使”，被称为“Sweat Leader”热汗领导者，大使们在lululemon店内开设免费瑜伽课程并代表该品牌宣传。作为回报，公司为门店大使们提供特殊津贴，可以在店内结识新朋友和潜在客户来发展业务，得到免费的优质产品等，以感谢他们在社区中发挥的领导作用。每个“门店大使”都有自己的社交圈，这种影响力会一直延伸到线上，由“门店大使”主导的店内活动有效地吸引顾客并将其转化为粉丝。
- NPD Checkout 数据显示，Lululemon的客户对该品牌非常忠诚。在截至2022年1月的12个月内，Lululemon的美国客户在该品牌上的支出占其在运动服装品牌整体支出的30%，而 Fabletics、安德玛和阿迪达斯的这一数字均不到 10%。

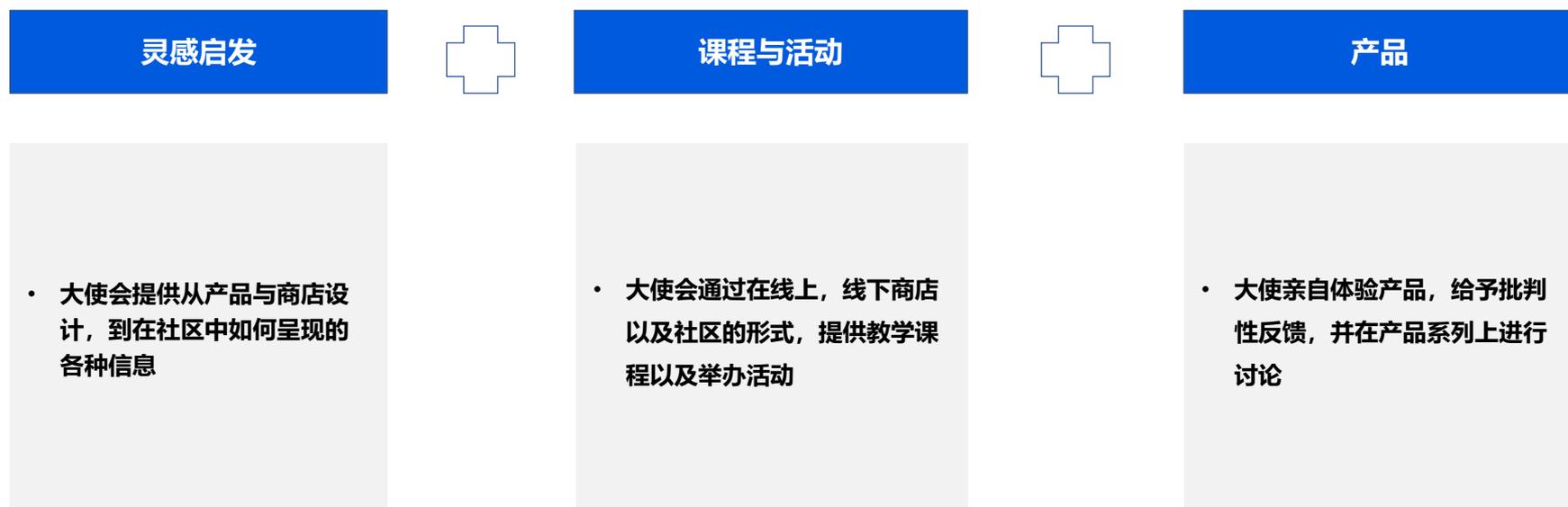
图：Lululemon DTC品牌营销路径



## 社区营销：独特营销方式使得营销费用低于行业水平，直面消费者需求，社区与产品设计形成良好互动

- 独特的营销模式使得Lululemon在保持品牌调性的同时，营销费用较低。同时Sweat Leader和消费者帮助公司改善产品性能，参与到设计环节中，形成良好互动。通过让消费者和运动员测试产品，公司可以从客户那里获得关于产品合身性、面料、质量和设计的直接反馈。经过认证的瑜伽和健身教练等热汗领导者发送有关所购商品的书面反馈后，可享受购买折扣。如果产品出现问题，公司会迅速针对该问题提供解决方案。

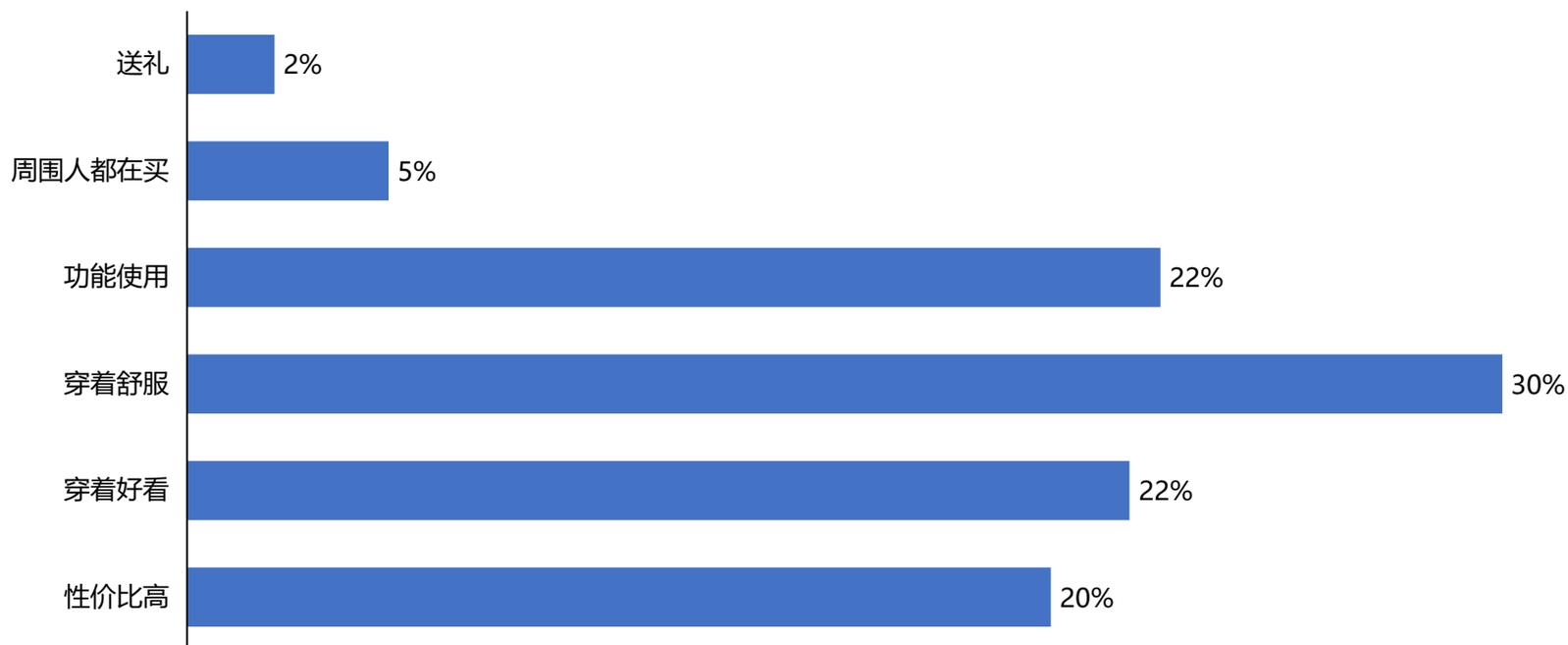
图：Lululemon产品营销方式



## 产品定位：高溢价产品，用户对价格敏感度不高，对产品质量有着更高的要求

- Lululemon的产品价格通常较昂贵，裤子价格通常不低于80美元，上衣价格通常不低于50美元，这一价格普遍高于耐克等的产品，能负担的起如此高溢价产品的人群有限。Lululemon最初将目标市场可以定义为 18岁到35岁受过教育、中等至高收入水平、注重健康的女性，目前的消费人群也基本符合这一标准
- 对lululemon用户调研数据统计发现，用户购买lululemon产品的第一大原因是“穿着舒适”（89.3%），其次为功能适用(66%)和穿着好看(63.9%)。由于lululemon的消费群体定位于新型中产女性，她们对于价格敏感度不高，更在意于品质，包括面料功能性和时尚设计，对产品质量有着更高的要求。

图：用户选择lululemon产品原因的问卷结果



## 产品定位：突出的面料功能性和时尚设计能力是产品力的保证，持续进行面料创新

- 为了保证产品的功能性、舒适性，公司拥有多种先进的面料产品，其中最具代表性的Luon，是公司大部分产品中的主要面料，该面料由86%的尼龙和14%的莱卡，主打高弹力、高透气性、绵软舒适，解决了瑜伽裤透明性问题，有利于吸汗、贴合身体和消除刺激。其他面料还包括Luxtreme、Nulu、Nulux、Everlux、Everstreme等，核心面料达到12种。
- 公司在持续不断对面料进行创新，以满足消费者的需求和未来的行业变化。以2021年为例，公司聚焦重点在于可再生材料和环保，研发成果包括Mylo™，一种由可再生的菌丝体制成，外观与质感贴近皮革的创新环保材料。与生物技术公司 LanzaTech合作创造的世界上第一个使用回收碳排放的织物等。

图：Lululemon面料品类介绍

面料	特征	热销产品系列
Everlux	独特双面针织面料，NEXT-LEVEL吸湿，速干，双编织结构，轻巧，覆盖率高，超级弹力，适用于对透气性要求高的场合	Wunder Train 系列
Luon	核心面料，高弹力、透气、舒适。衍生面料包括SERIOUSLY LIGHT™ LUON（轻薄版，适用于酷热、高强度的运动环境）、LIGHT LUON®（超轻款、适合温暖、出汗环境）、FULL-ON® LUON（密织版，紧身，提供支撑和覆盖）	Wunder Under 系列
Luxtreme	速干、强支撑性、高贴合度、宛如二层皮肤，适合中高强度的运动环境。衍生面料包括LIGHT LUXTREME®（轻质版，体感凉爽）、FULL-ON LIGHT LUXTREME®（密织版，紧身，提供支撑和覆盖）	Wunder Under 系列 Speed Up 系列
Nulu	亲肤裸感，如黄油般的柔软感，轻盈，排汗，超级弹力，多场景使用	Align 系列
Nulux	柔软，光滑，快干，手感凉爽，轻量级覆盖更塑性效果	Fast and Free 系列
Swift	轻薄强韧，防水排汗透气。衍生面料包括Swift Ultra 和 Swift Ultra Light	Wanderer 系列
Rulu	柔软，吸湿排汗，适用于寒冷环境下出汗的运动场景	Ready To Rulu 系列
Silverescent	健康风格，抗菌&防臭，采用X-STATIC®科技	Swiftly 系列
Warpstreme	柔软塑性，四面弹力，强延展性，经久耐用	ABC系列

## 产品定位：无自有工厂，依赖供应商的生产模式，面料技术无专利是潜在风险

- Lululemon一直在积极保护其产品，并为此申请了众多的外观设计专利。但值得注意的是，公司目前在产品面料或制造技术方面并没有专利，用于制造产品的技术、面料和工艺的知识产权通常由供应商拥有或控制，并且通常不是公司所独有的，同时和其他品牌共享供应商，为lululemon开发luon面料的顶级供应商 Eclat Textile Co.（儒鸿企业）同时还是Nike、Adidas、Under Armour的长期供应商。当竞争对手能够制造和销售具有与lululemon产品相似的性能特征、面料或款式的产品时，其无法充分利用知识产权来抵御竞争对手对其市场份额的侵占吗，是公司潜在的风险。
- 但相比于面料技术来说，公司产品受欢迎的原因更多是在设计、剪裁工艺、花色等时尚美学方面。例如通过裆部无缝剪裁及菱形内衬设计，解决了瑜伽裤“骆驼趾”（Camel Toe）问题，使其能应用于户外场景。

图：Lululemon生产模式为轻资产，生产外包



## 目录

一、发展历程：“Power of Three” 五年战略计划助力重回发展快车道

二、行业分析：运动服装行业稳定增长，北美是第一大市场

三、业务亮点：细分赛道龙头，独特品牌形象

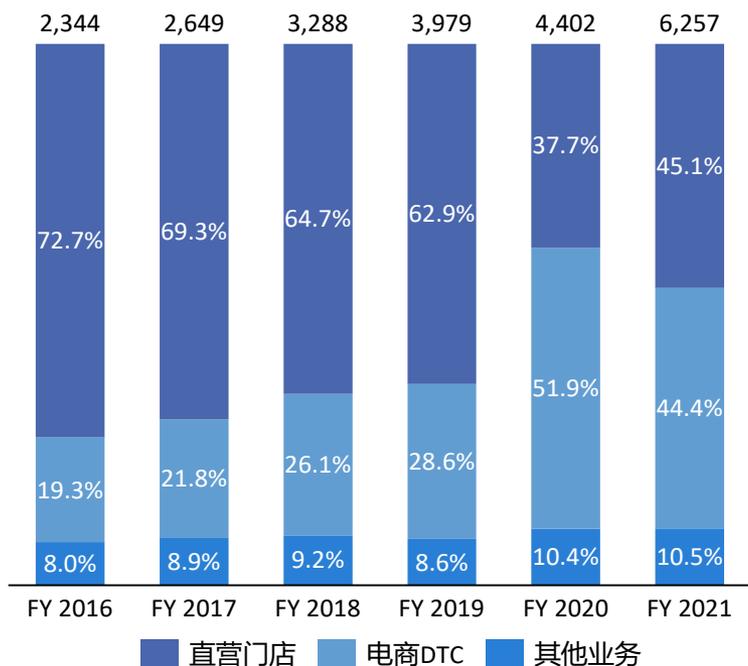
四、未来增长点：产品创新、全方位客户体验与国际市场拓展

五、盈利预测与估值

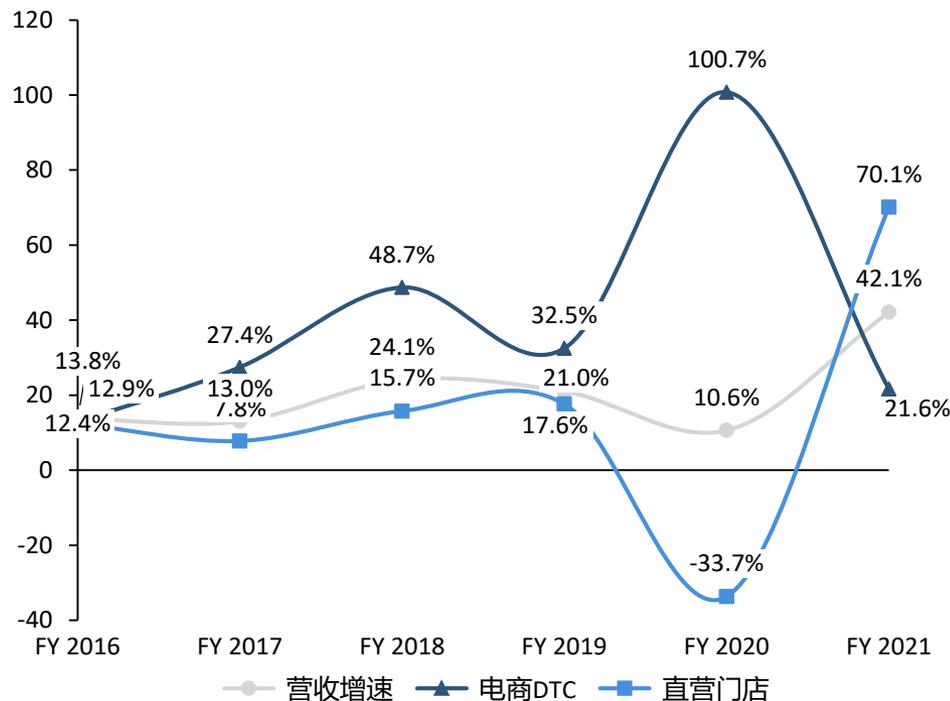
## “Power of Three”之全方位客户体验：lululemon的DTC单纯指线上业务，疫情使得DTC业务加速，随着线下门店的持续复苏，电商业务占比将恢复常态化

- Lululemon以直营为主，所以主要销售渠道只分为两种：直营门店和DTC直接面向消费者，后者主要就是电商业务，包括官网和移动应用程序等。lululemon的DTC模式一直被视作行业内标杆之一，与其他公司将直营门店作为DTC不同，lululemon的DTC单纯指线上业务。
- 疫情使得DTC业务加速。2020年，受疫情下居家瑜伽的需求推动，DTC业务同比增长超过100%，占比甚至超过线下门店，达到52%；2021年以来门店重新开放带来线下直营门店的增长，DTC业务在去年高基数下同比增长了22%，DTC业务所占比重有所回落。随着线下门店的持续复苏，预计2022年直营门店将继续成为重要的收入驱动因素，电商业务占比将恢复常态化。

图：分渠道主营业务构成占比，%



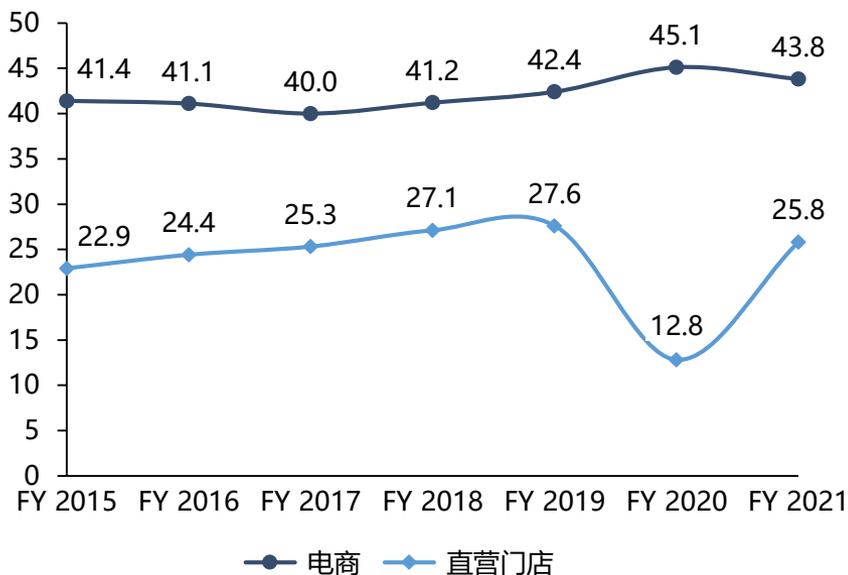
图：分渠道主营业务增速，%



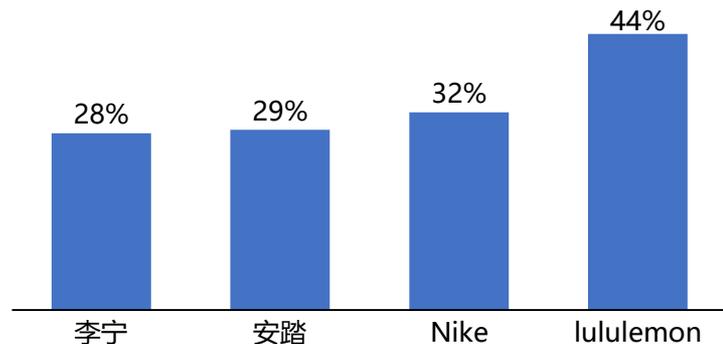
## “Power of Three”之全方位客户体验：高利润率的DTC业务占比明显高于同业，在疫情反复下业务将更具弹性

- 与同行业其他竞争对手相比，公司的DTC业务占比明显较高，使得公司业务在疫情反复下业务将更具弹性。瑜伽所需空间灵活，即使人们在居家隔离期间也可以通过瑜伽锻炼身体。2020年疫情期间，大部分运动品牌经历不同程度的业绩下滑，而公司以DTC的超高增速为支撑依然实现10.6%的同比增长。
- 得益于直营模式和高定价的产品定位，lululemon销售毛利率高于同类企业。DTC业务的利润率显著高于线下门店。

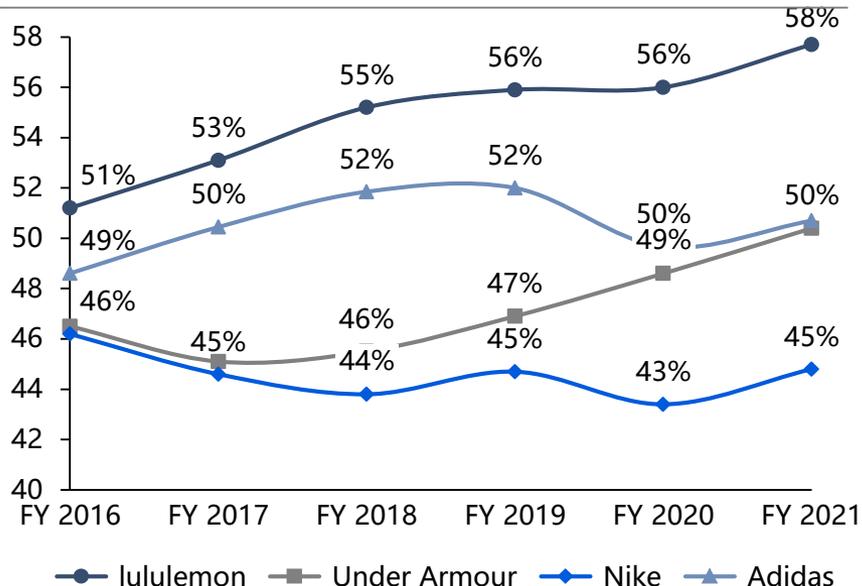
图：分渠道营业利润率对比，%



图：2021年 DTC业务占比对比，%



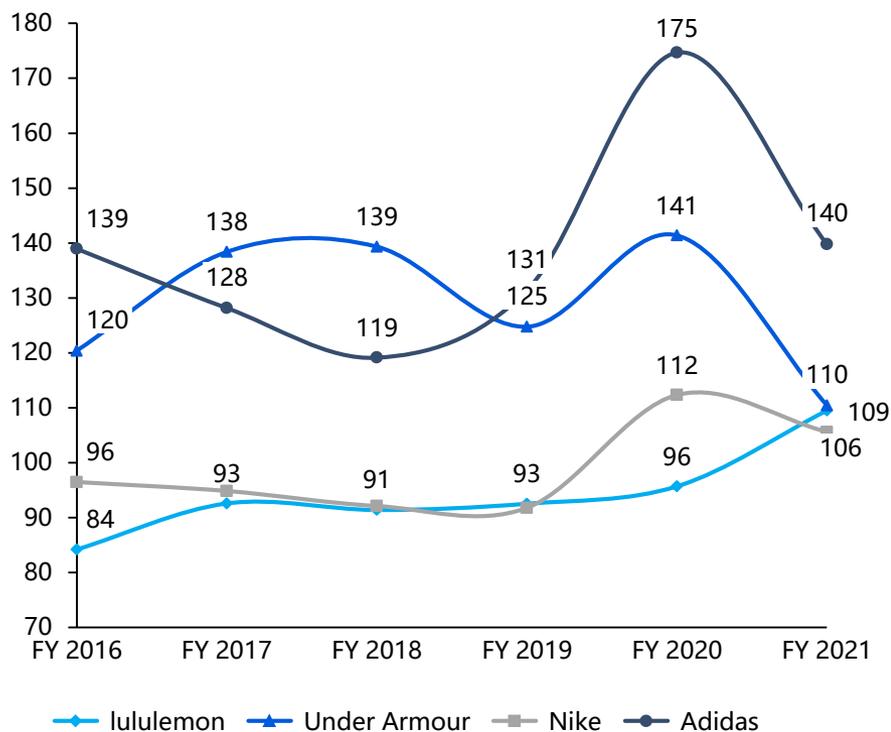
图：lululemon及同类企业销售毛利率，%



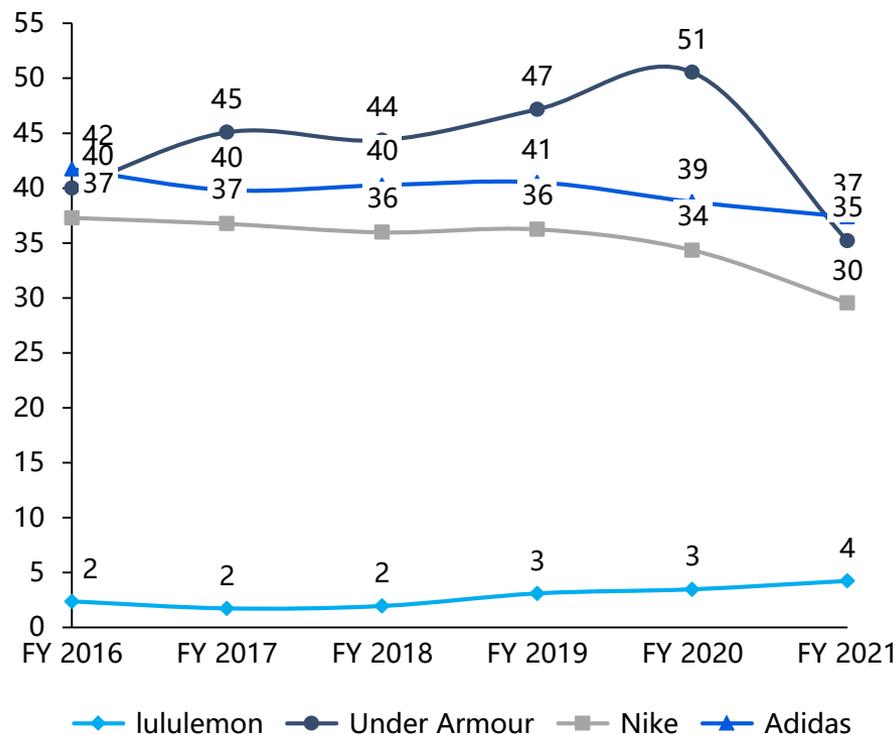
## “Power of Three” 之全方位客户体验：得益于垂直运营模式，营运能力表现较好

- 从营运能力角度看。Lululemon与Nike存货周转天数相近，均大幅低于Under Armour和Adidas。Lululemon直营为主，NIKE批发为主，考虑终端销售仍需时日，Lululemon存货周转天数最低。但得益于lululemon垂直运营模式，lululemon的应收账款周转天数远低于同类企业。

图：lululemon及同类企业存货周转天数，天



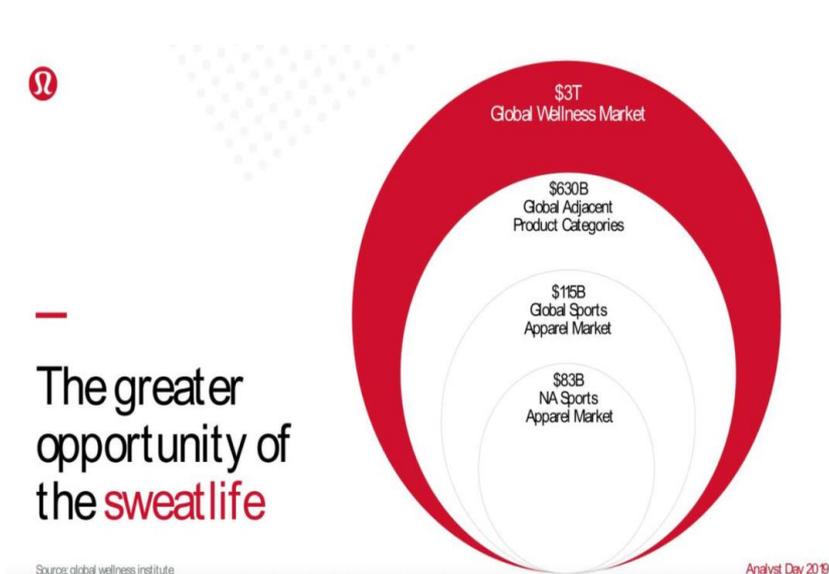
图：lululemon及同类企业应收账款周转天数，天



## “Power of Three” 之产品创新：新品类扩张，扩充新的业务机会，瞄准于全球千亿美元的运动休闲市场

- 从产品的角度来看，公司持续进行品类创新以扩展在不同类别上的渗透率和产品升级，满足消费者的不同需求。按照其公司在2019年披露的扩张规划，公司不满足于仅在瑜伽市场小品类龙头，其扩张目标更大瞄准于全球千亿美元的运动休闲市场。
- 2022年3月，Lululemon宣布正式进军鞋履品类，发布了一款专为女性设计的跑鞋blissfeel，率先在北美、中国大陆和英国发售。Lululemon一直专注于女性消费者，在他们的鞋类设计中得到体现，该跑鞋主打根据女性的脚型来特别设计。对lululemon而言，该产品的发布是从小品类到健身体育核心主打品类覆盖的重要里程碑，也是lululemon追求规模扩张不可缺失的一个品类。

图：lululemon扩张计划



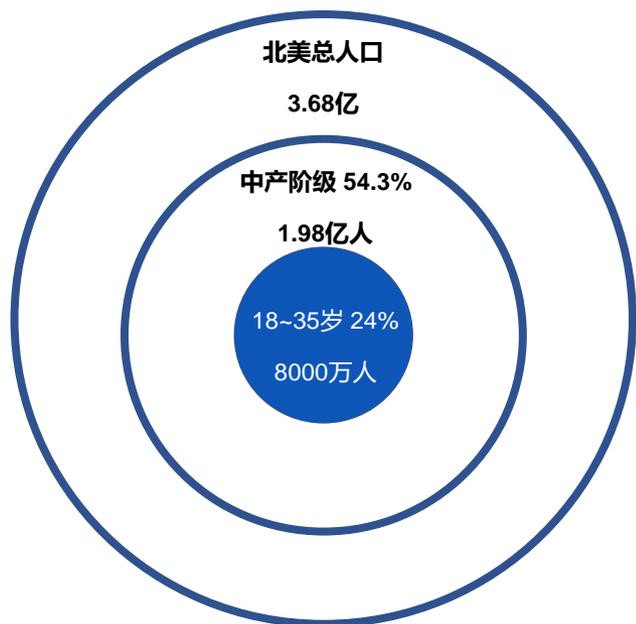
图：lululemon女子blissfeel系列跑鞋产品



## “Power of Three” 之产品创新：目标客户人群拓展，男装业务增速亮眼，提前实现翻倍目标，将继续成为强劲的收入驱动力

- LULU以瑜伽服和内衣而知名，但目标市场覆盖人群较小通常被认为是一个弱点。从地区上看，美国和加拿大的业务收入占比达到85%之高，北美地区人口特征基本可以代表公司的整体客户画像。2020年美国和加拿大的人口数量分别为3.31亿人和3774万人，美国年收入75000美元的中产阶级占比为54.3%，18岁到35岁的中产阶级约为24%，据此推算，美洲地区符合这一画像的人群约为8000万人，约占总人口的24%。
- 2019年起，公司提出拓展消费人群的发展战略，将产品线延伸至男装业务，首席执行官Calvin McDonald表示LULULEMON在男性消费者中的品牌认知度还很低，应推动该品牌转变为“不仅仅是女性可以购物的品牌”。

图：公司覆盖人群画像



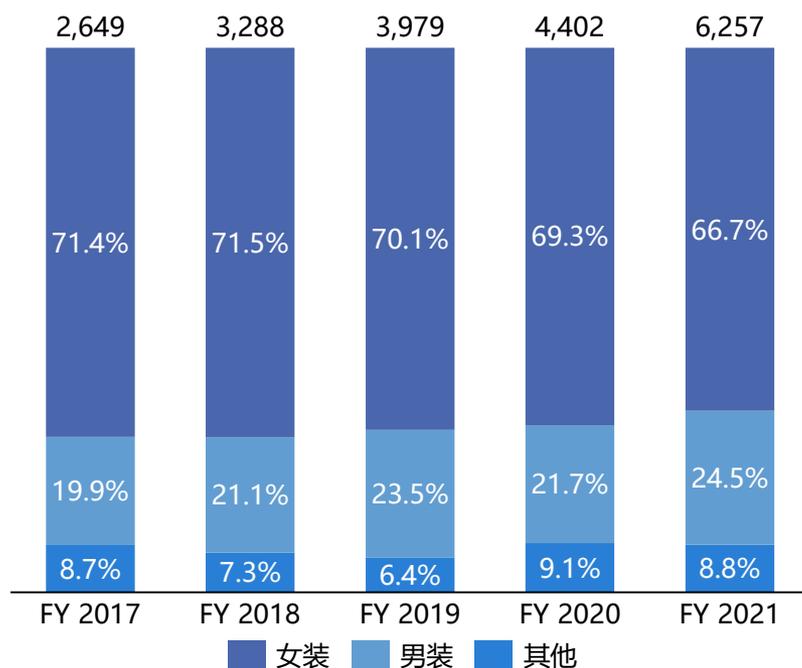
图：lululemon ABC系列男士运动长裤



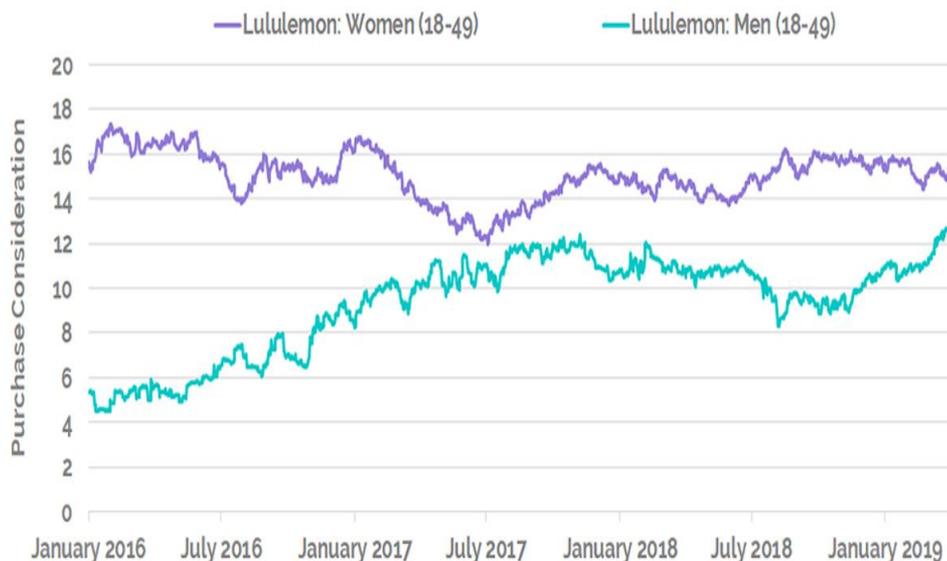
## “Power of Three” 之产品创新：目标客户人群拓展，男装业务增速亮眼，提前实现翻倍目标，将继续成为强劲的收入驱动力

- 近年来公司越来越多的吸引男性客户。2017年LULU的男装业务占营收的比重仅为19.9%，至2021年已达到25%，男装业务从2019年的6.9亿美元上升至15.4亿美元，翻了1.2倍，提前实现计划到2023年男装业务翻倍的五年计划目标。男装业务增速可观，预计未来五年Lululemon 的男装将成为强劲的收入驱动力。

图：男、女装产品营收对比，%



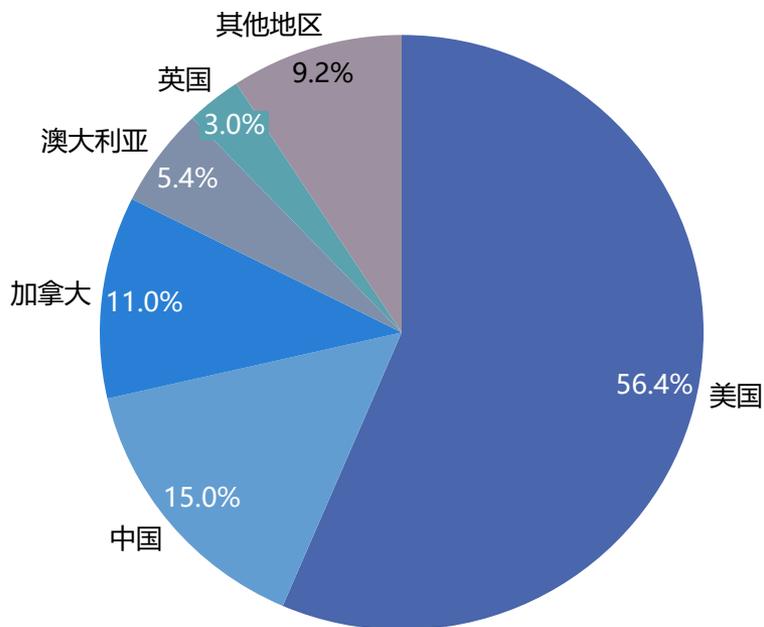
图：消费者决策调查情况



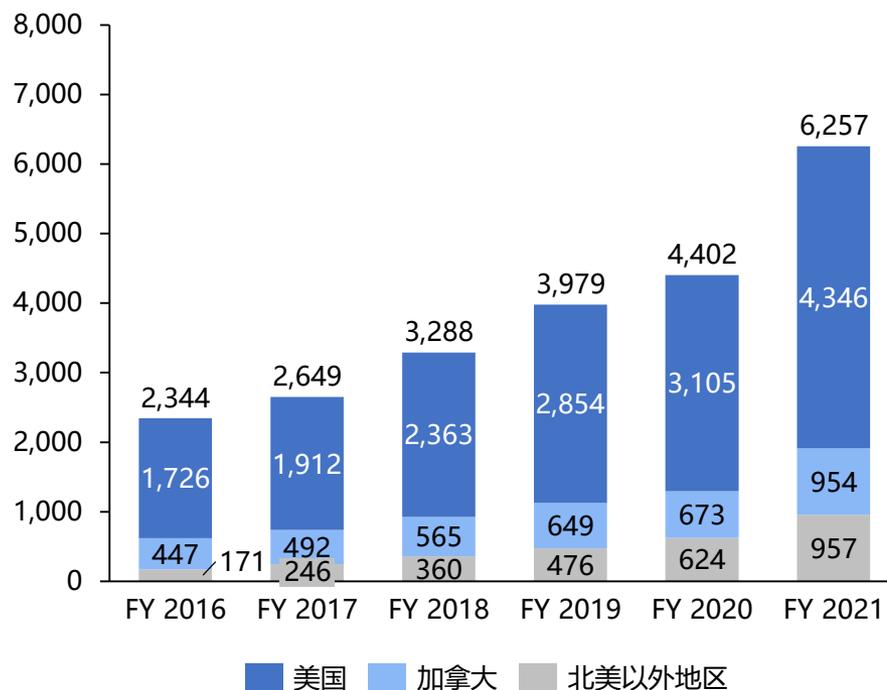
## “Power of Three” 之市场开拓：国际扩张仍处于早期阶段，中国地区存在机遇，公司加快海外拓展

- 国际业务方面，仍有很大的潜力。目前公司约85%的营收和60%的门店仍在北美地区（美国和加拿大）。Lululemon 仍处于其国际扩张的早期阶段。就美国地区而言，露露柠檬在美国的品牌知名度为25%，而竞争对手的品牌知名度为85%至90%，这意味着北美扩张仍有机会。
- 2011年到2016年门店数量增速为18.5%，2016-2021年门店数量增速为7.2%。截止2021年，lululemon共开设有574家门店，美国、加拿大、中国是前三大主要地区，美国地区门店共324家，占比56.4%。2021年美国、加拿大、其他地区净收入占比分别为69.5%、15.3%、15.3%。

图：直营门店地区分布，%



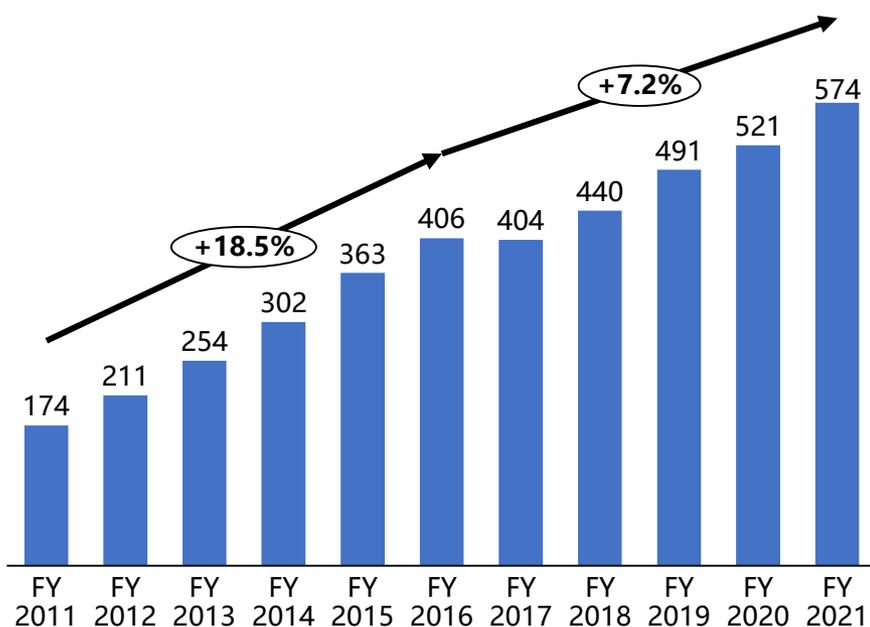
图：各地区收入，百万美元



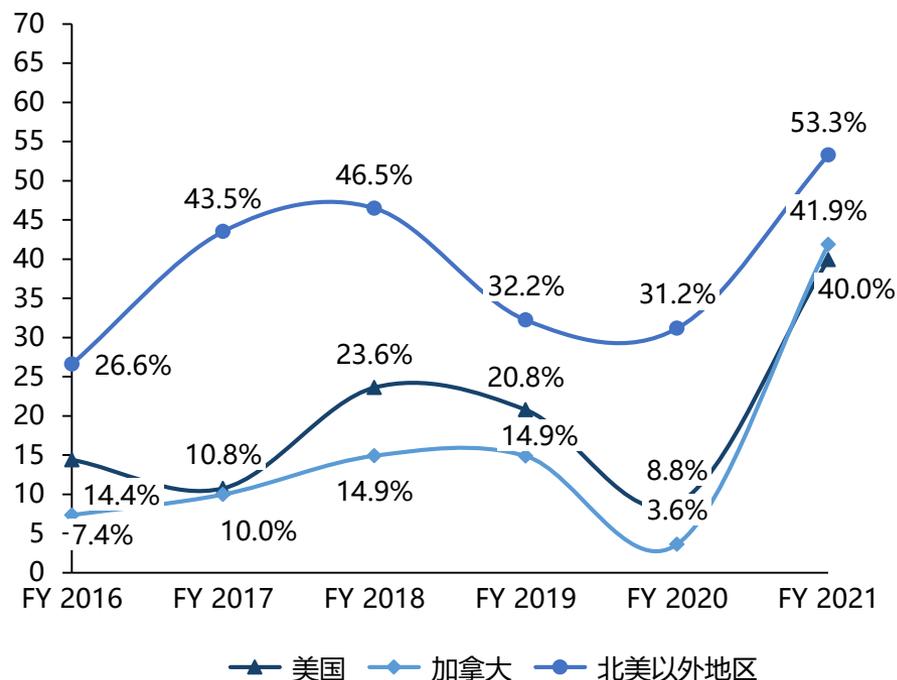
## “Power of Three” 之市场开拓：国际扩张仍处于早期阶段，中国地区存在机遇，公司加快海外拓展

- 国际业务从2019年的28.54亿美元上升至43.46亿美元，复合增长率为23.39%，2021年EMEA地区业务首次实现盈利，预计到2022年底，将提前实现国际业务将翻倍的战略目标。
- 公司正在加快国际扩张的脚步，预计在2022年将净新增大约70家直营门店，相比2021年全年净新增53家门店，有所加快。其中在国际市场新增40家门店，占全年新增门店计划的57%。

图：2011-2021年直营门店数量



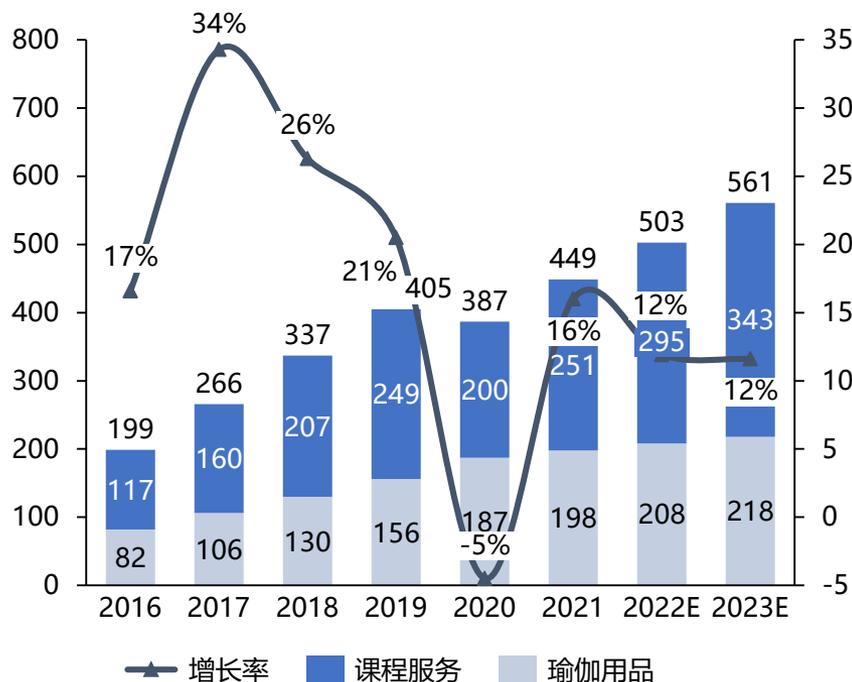
图：各地区收入同比情况对比，%



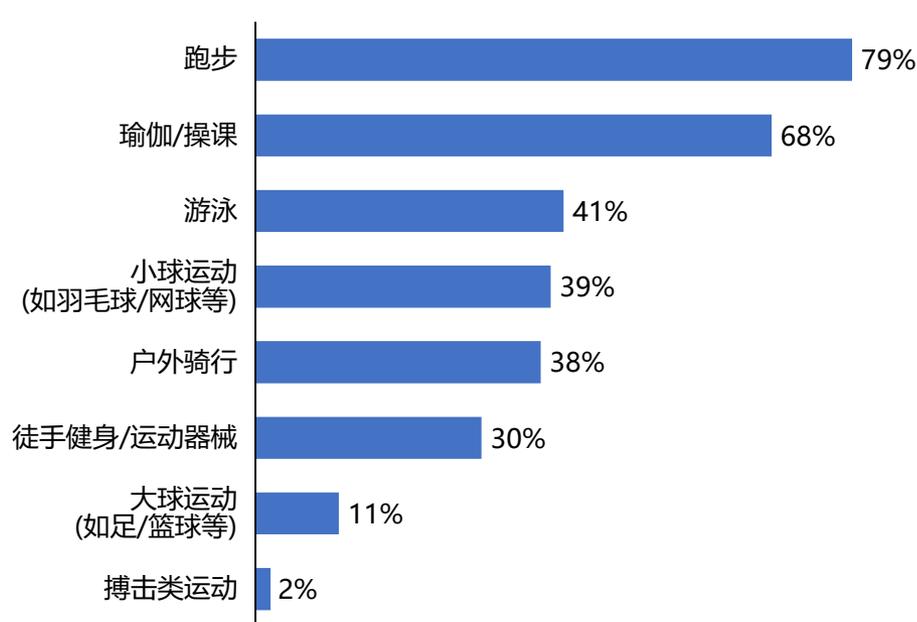
## “Power of Three” 之市场开拓：国际扩张仍处于早期阶段，中国地区存在机遇，公司加快海外拓展

- 中国市场瑜伽市场增速较快，拥有充足的增长空间，存在发展机遇。截至 2021 年，公司在大中华地区仅有 86 家门店。中国将作为公司的重点开拓地区，公司预计 2026 年将成为第二大市场。
- 据 2020 年艾瑞咨询调研显示，2020 年超六成女性运动健身爱好者参与过瑜伽习练，由于女性消费者在消费动机和产品选择上更注重“自我表达”与“分享”，因此极大程度推动了瑜伽习练的风潮。2015 年随着政策利好频出、资本持续加码，中国瑜伽行业步入快速发展期。2020 年疫情未对瑜伽用品产生明显影响，规模持续扩大。预计到 2022 年，中国瑜伽市场将以 12% 的增长率达到约 503 亿元，其中 59% 将用于服务（瑜伽课程），41% 将用于产品（服装、设备和配件）。

图：2016-2023 年中国瑜伽市场规模



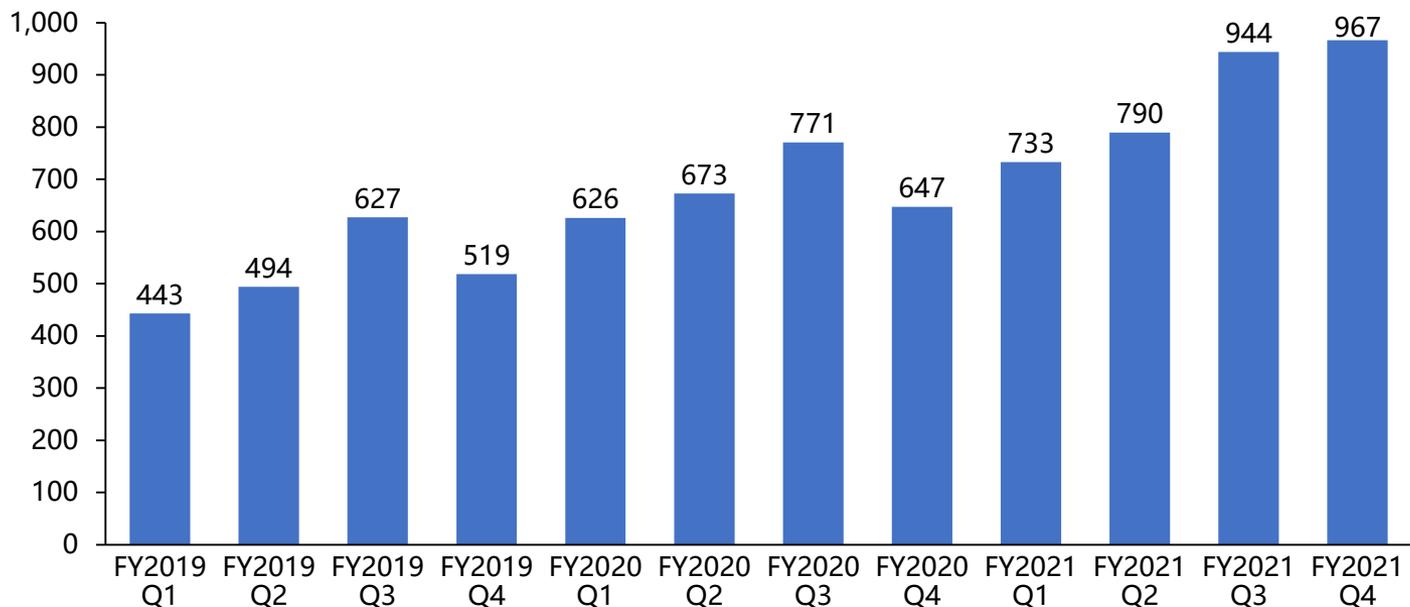
图：2020 年中国女性参与运动类型



## 需求旺盛定价权较强，供应链和通胀背景下保持良好库存

- 产品供不应求，公司在供应链紧张背景下通过多项举措，如空运、无季节产品、更换产地等，以确保较好的存货水平来推动收入增长。截止2021年底，存货9.665亿美元，同比增长49%，去年同期为6.472亿美元。若按数量计算，存货增加了33%。核心无季节性产品占库存的相当大的比例，大约 45%，使公司能够很好地满足持续和未来的客户需求，且降价风险较小。但与2019年相比，在一年中的大部分时间都处于库存不足的状态，无法充分满足消费者需求，仍有提升空间。
- 2021Q4由于奥密克戎的影响，生产力略低于2019年的水平，原因包括产能限制、人力有限以及某些地点如中国的营业时间减少。但从1月中旬开始，店内客流量开始出现恢复迹象并持续强劲，已略高于2019年水平。
- 需求旺盛定价权较强，将进行产品提价以应对成本上涨。为应对不断上涨的通货膨胀和工资成本，预计今年将提高约10%款式的产品价格。并将继续监控竞争环境，以确保相对于主要竞争对手的价格地位。

图：lululemon各季度存货情况，百万美元



## 目录

一、发展历程：“Power of Three” 五年战略计划助力重回发展快车道

二、行业分析：运动服装行业稳定增长，北美是第一大市场

三、业务亮点：细分赛道龙头，独特品牌形象

四、未来增长点：产品创新、全方位客户体验与国际市场拓展

五、盈利预测与估值

## 盈利预测：关键假设

### 关键假设

- 开店计划：根据管理层指引，22财年新增计划为70家，其中国际市场预计将新增40家门店，开业节奏高于近五年平均水平，国际扩张加快。2021Q4净新增门店22家，预计未来三年主要增长点海外，美国门店扩展整体节奏保持不变，加拿大地区保持稳定。据此谨慎估算，2022/2023/2024年新开设门店分别为70/61/51家。
- 直营门店销售额拆分：2019-2021年平均单个门店面积增长率分别为5.6%/4.2%/3.8%，预计2022/2023/2024年单店面积增速保持一致，按照4%增长；由于2020年受疫情影响，未公布坪效数据，2021年直营门店坪效为1443美元/平方英尺，低于疫情前2019年水平的13%，预计2022年线下门店继续恢复进程，坪效恢复至2019年水平，此后保持增速保持历史平均水平，预计2022/2023/2024年坪效分别为1659美元/1692美元和1726美元。
- DTC业务：根据管理层指引，2022财年DTC业务将保持中双位数增长。随着线下活动恢复，预计DTC业务将回归常态增速，预计2022/2023/2024年DTC业务增速为16%/15%/15%。
- 毛利率：为保证商品供应，减少供应链延迟造成的不利影响，公司增加了空运的投入，由于空运成本的增加，2021Q4毛利率下滑50个基点至58.1%，去年同期为58.6%，2019年同期为58%；受此因素影响，根据管理层指引，2022财年毛利率将在去年57.7%的基础上同比下降50至100个基点。为应对不断上涨的通货膨胀和工资成本，预计将进行产品提价以应对成本上涨，由于目前需求仍然旺盛，成本问题目前可控。据此预估2022年毛利率为57%，相比去年下滑70个基点；随着供应链问题可能在下半年得到缓解，谨慎预估2023年/2024年毛利率恢复至57.5%。
- 费用率：根据管理层指引，2022财年全年销售管理与一般费用率将下降50至100个基点。谨慎预计2022/2023/2024年SG&A费用率约35%，同比下降50个基点。

根据以上假设，我们预计2022/2023/2024财年，公司总营业收入约78.1亿/90.1亿和102.8亿美元，同比增长25%/15%/14%，摊薄EPS为9.5美元/11.2美元/14.1美元，同比增长26%/18%/14%。

# 盈利预测

## 直营门店预测

以百万美元计	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
报告期	2020/2/2	2021/1/31	2022/1/30	2023/1/30	2024/1/30	2025/1/31
<b>总门店数量</b>	<b>491.00</b>	<b>521.00</b>	<b>574.00</b>	<b>644.00</b>	<b>705.00</b>	<b>756.00</b>
净增加数	51.00	30.00	53.00	70.00	61.00	51.00
美国	305.00	315.00	324.00	352.00	372.00	387.00
净增加数	20.00	10.00	9.00	28.00	20.00	15.00
加拿大	63.00	62.00	63.00	65.00	66.00	67.00
净增加数	-1.00	-1.00	1.00	2.00	1.00	1.00
全球 (除美国和加拿大之外)	123.00	144.00	187.00	227.00	267.00	302.00
净增加数	32.00	21.00	43.00	40.00	40.00	35.00
<b>期末门店总面积 (平方英尺, 千)</b>	<b>1,553.00</b>	<b>1,769.00</b>	<b>1,991.50</b>	<b>2,323.74</b>	<b>2,645.60</b>	<b>2,950.46</b>
yoy	15.55	13.91	12.58	16.68	13.85	11.52
平均单个门店面积 (平方英尺)	3,162.93	3,395.39	3,469.51	3,608.29	3,752.62	3,902.73
yoy	5.57	4.23	3.81	4.00	4.00	4.00
坪效 (不含DTC)	1,657.00		1,443.00	1,659.45	1,692.64	1,726.49
yoy	4.94			15.00	2.00	2.00
<b>直营门店营业收入</b>	<b>2,501.07</b>	<b>1,658.81</b>	<b>2,821.50</b>	<b>3,856.13</b>	<b>4,478.05</b>	<b>5,093.95</b>

# 盈利预测

## 营业收入拆分

以百万美元计	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
报告期	2020/2/2	2021/1/31	2022/1/30	2023/1/30	2024/1/30	2025/1/31
<b>营业收入</b>	<b>3,979.30</b>	<b>4,401.88</b>	<b>6,256.62</b>	<b>7,814.58</b>	<b>9,008.18</b>	<b>10,278.88</b>
yoy	21.01	10.62	42.14	24.90	15.27	14.11
<b>直营门店</b>	<b>2,501.07</b>	<b>1,658.81</b>	<b>2,821.50</b>	<b>3,856.13</b>	<b>4,478.05</b>	<b>5,093.95</b>
yoy	17.62	-33.68	70.09	36.67	16.13	13.75
占总营收的比例	62.90	37.70	45.10	49.35	49.71	49.56
<b>DTC</b>	<b>1,137.82</b>	<b>2,284.07</b>	<b>2,777.94</b>	<b>3,222.42</b>	<b>3,705.78</b>	<b>4,261.64</b>
yoy	35.00	52.00	21.60	16.00	15.00	15.00
占总营收的比例	28.60	51.90	44.40	41.24	41.14	41.46
<b>其他业务</b>	<b>340.41</b>	<b>459.00</b>	<b>657.18</b>	<b>736.04</b>	<b>824.36</b>	<b>923.28</b>
yoy	12.31	34.84	43.17	12.00	12.00	12.00
占总营收的比例	8.60	10.40	10.50	9.42	9.15	8.98

# 盈利预测

## 利润表

以百万美元计	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
报告期	2020/2/2	2021/1/31	2022/1/30	2023/1/30	2024/1/30	2025/1/31
<b>营业收入</b>	<b>3,979.30</b>	<b>4,401.88</b>	<b>6,256.62</b>	<b>7,814.58</b>	<b>9,008.18</b>	<b>10,278.88</b>
yoy	21.01	10.62	42.14	24.90	15.27	14.11
营业成本	1,755.91	1,937.89	2,648.05	3,360.27	3,828.48	4,368.52
<b>毛利润</b>	<b>2,223.39</b>	<b>2,463.99</b>	<b>3,608.57</b>	<b>4,454.31</b>	<b>5,179.71</b>	<b>5,910.36</b>
毛利率	55.90	56.00	57.70	57.00	57.50	57.50
<b>销售、管理与一般费用</b>	<b>1,334.28</b>	<b>1,609.00</b>	<b>2,225.03</b>	<b>2,735.10</b>	<b>3,152.86</b>	<b>3,597.61</b>
销售、管理与一般费用率	33.53	36.55	35.56	35.00	35.00	35.00
<b>营业利润</b>	<b>889.11</b>	<b>819.99</b>	<b>1,333.36</b>	<b>1,719.21</b>	<b>2,026.84</b>	<b>2,312.75</b>
yoy	25.97	-7.77	62.61	28.94	17.89	14.11
营业利润率	22.34	18.63	21.31	22.00	22.50	22.50
<b>税前利润</b>	<b>897.39</b>	<b>819.35</b>	<b>399.94</b>	<b>1,718.72</b>	<b>2,026.35</b>	<b>2,312.26</b>
所得税	251.80	230.44	358.55	498.43	587.64	670.55
有效税率	28.06	28.12	26.88	29.00	29.00	29.00
净利润	645.60	588.91	975.32	1,220.29	1,438.71	1,641.70
<b>摊薄EPS</b>	<b>4.93</b>	<b>4.50</b>	<b>7.49</b>	<b>9.49</b>	<b>11.19</b>	<b>12.77</b>
yoy	36.57	-8.72	66.44	26.77	17.90	14.11

## 估值与目标价

- 考虑到公司作为运动品牌行业中极具成长性的公司，业绩增速超行业平均水平，且未来仍有较大的市场拓展潜力，予2023年40x PE的溢价，对应合理估值为每股448美元，上行空间26%。

表：可比公司估值（截止2022/4/27）

公司名称	股票代码	收盘价	EPS			PE		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
露露乐蒙 (lululemon)	LULU US	354.02	7.49	9.49	11.19	47.27	37.29	31.63
安德玛 (Under Armour)	UAA US	15.04	0.79	0.73	0.79	19.04	20.68	19.08
阿迪达斯(Adidas)	ADS GR	195.84	8.84	10.53	12.76	22.17	18.59	15.35
耐克(Nike)	NKE US	121.24	3.56	3.72	4.63	34.07	32.57	26.18
威富集团(VFC)	VFC US	52.48	1.31	3.20	3.62	40.06	16.38	14.49

注：露露乐蒙2023财年为截止2024年1月的12个月，可比公司安德玛、阿迪达斯、耐克、威富集团的2023财年分别为截止2023年12月、2023年12月、2023年5月、2023年3月的12个月。

## 风险提示

---

- 通货膨胀，劳动力紧缺问题导致成本上升，对毛利率造成不利影响。
- 疫情反复，影响线下门店正常运营
- 消费者信心不足导致购买力下降
- 门店拓展不及预期
- 竞争加剧，赛道拥挤风险
- 出现大规模产品质量问题
- 专利纠纷

# 研究报告免责声明

## 一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。

未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受递送延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般浏览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

## 分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

## 利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士,分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。

本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

## 可用性

对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futuhk.com>上的风险披露声明。