

分析师：韩亦佳
hanyij@xyzq.com.cn
SFC: BOT963
SAC: S0190517080003

Lululemon: 品类杀手是如何炼成的?

——海外核心资产启示录系列

2021年7月3日

相关报告

运动鞋服深度报告: 从产品实力看国货崛起的长逻辑_20210610

安踏体育全景复盘: 从 1+1 到 1+N_20210316

泡泡玛特深度: 潮玩“C 位”的黄金年代_20210123

申洲国际深度: DCF 视角下申洲的长期投资价值_20210227

滔搏深度: 运动零售龙头, 与顶级品牌共成长_20210201

纺服零售行业 2021 年度策略_体育大年运动鞋服好, 经济复苏品牌龙头强_20210110

投资要点

Lululemon 是瑜伽裤赛道的“品类杀手”，通过直营店、直面消费者（DTC）向消费者提供包括瑜伽、跑步、训练等多项运动的服装和配饰。Lululemon 在 17 个国家拥有 521 间直营店，2020 财年收入 44 亿美元（约 290 亿人民币），净利润 5.89 亿美元（约 38 亿人民币），市值约 480 亿美元（约 3000 亿人民币），是全球第四大市值的运动服饰品牌。

纵观 lululemon 发展历史，1998—2007 年是创立萌芽期，Chip 将 lululemon 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为导向；2008-2010 年是稳步扩张期，期间门店数量从 51 家扩张至 133 家；2011-2016 年是曲折期，创始人与 CEO 分歧扩大，管理层持续动荡，并随之发生 2 次大规模产品问题，品牌形象受到影响；2017 年至今是涅槃发展期，管理稳定，并提出四项经营核心：北美、电子商务、男士、国际化，坪效转正，业绩重返高速增长。

Lululemon 通过品牌理念、产品美感和社群营销所打造的社交属性打造其护城河地位。（1）专注于细分市场的差异化定位，避开与耐克、阿迪的直面竞争，（2）面料舒适，兼具时尚和功能性，通过外缝设计彰显女性身材，凸显腿部和臀部曲线，并解决了瑜伽服的 Camel Toe、透明性等弊端，（3）lululemon 直营的垂直零售模式更加贴近消费者，为 lululemon 独特的社群营销创造了适宜的环境，（4）lululemon 可谓是社群营销的鼻祖，通过与品牌大使的合作，传播品牌理念，加深了用户对 lululemon 的品牌认知度。

核心结论：（1）我们分析了 lululemon 的发展历程，曾使得 lululemon 陷入停滞的主要原因是管理层间的“意见不合”，产品质量随之出现问题，后来让 lululemon 走出困境的动因是聚焦产品、保持品牌初心，向电商、男士、国际化拓展版图。可见一个强势的品牌可以穿越管理动荡周期，这在李宁、波司登品牌身上也发生过，企业战略、商业模式会走弯路，而品牌价值会被重新挖掘。（2）lululemon 通过品牌理念、产品美感和社群营销所打造的社交属性奠定了其在细分市场中的杀手地位，这一营销方式同样适用于高毛利、高复购率、易传播、易形成品牌认同感的其它品类，我们也看到安踏旗下的始祖鸟、迪桑特等顶级品牌正在通过极致功能性、全渠道、社群运营的方式来打造品牌认同感。

风险提示：分析框架变化、经济环境重大变化、疫情反复、产品推广不及预期、消费倾向的变化。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、	lululemon: 以健康生活方式为灵感的瑜伽裤品类杀手	4 -
1.1、	发展历程	6 -
2、	lululemon 护城河: 以品牌理念打造社群营销	11 -
2.1、	差异化定位	11 -
2.2、	卓越的产品	12 -
2.3、	贴近消费者	17 -
2.4、	社群营销	21 -
3、	财务对比	25 -
4、	对始祖鸟等品牌的启示	27 -
5、	风险提示	31 -

图 表 目 录

图 1、	温哥华 Kitsilano 街区上的 lululemon 门店	4 -
图 2、	13-23 岁青年群体 Top 5 必备品牌	5 -
图 3、	24-36 岁成年群体 Top 5 必备品牌	5 -
图 4、	运动服饰品牌市值 (亿美元), 2021.7.1 收盘价	5 -
图 5、	lululemon Logo 设计图	6 -
图 6、	lululemon 纳斯达克 IPO	6 -
图 7、	曾位于 Kitsilano 的 oqoqo 门店	7 -
图 8、	Iviva 门店	7 -
图 9、	lululemon 上海新天地门店	7 -
图 10、	lululemon 直营店数量, 家 (截至 FY 2016)	7 -
图 11、	lululemon 被质疑瑜伽裤透明性问题	8 -
图 12、	lululemon FY2011-2016 营业收入及增速	9 -
图 13、	lululemon 2011-2016 年股价, 美元	9 -
图 14、	lululemon “Power of Three” 发展战略	9 -
图 15、	“Athleisure” Google 搜索趋势	10 -
图 16、	lululemon 每平方英尺销售额 (美元)	10 -
图 17、	Lululemon 核心地区开店进程 (家)	10 -
图 18、	lululemon 大中华区 TOP 10 城市门店数, 家	10 -
图 19、	搭配 lululemon 的 Athleisure 式穿搭	11 -
图 20、	美国学士学位人数 (千人) 及女性占比 (%)	12 -
图 21、	lululemon 瑜伽裤定价较高 & 历史折扣较低	12 -
图 22、	早期瑜伽裤存在 Camel Toe 问题	13 -
图 23、	lululemon 外缝 & 裆部无缝裁减设计	13 -
图 24、	lululemon 双侧口袋设计	13 -
图 25、	lululemon 拇指洞设计	13 -
图 26、	lululemon 隐秘的腰部口袋设计	14 -
图 27、	lululemon 反光细节设计	14 -
图 28、	提花技术将艺术作品织入面料	14 -
图 29、	不规则裤脚 & 纹理设计	14 -
图 30、	lululemon 制造商数量 (个) 及占比 (%)	15 -
图 31、	lululemon 面料制造商数量 (个)	15 -
图 32、	lululemon 女士 Align 运动高腰紧身裤	16 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

图 33、 lululemon 男士 ABC 运动慢跑长裤	- 16 -
图 34、 智能健身设备 Mirror	- 16 -
图 35、 日常穿搭赋予 lululemon 更广阔的应用	- 17 -
图 36、 lululemon 各渠道收入（千美元）	- 17 -
图 37、 lululemon 各渠道收入占比（%）	- 17 -
图 38、 lululemon 各渠道营业利润（千美元）	- 18 -
图 39、 lululemon 各渠道经营利润占比（%）	- 18 -
图 40、 Lululemon 门店数（家）及增长率（%）	- 18 -
图 41、 lululemon 可比自营门店平均面积及增速	- 18 -
图 42、 lululemon 直营门店收入及增速	- 19 -
图 43、 lululemon 应收账款及应收账款周转天数(天)	- 19 -
图 44、 Lululemon DTC 渠道营业收入及增速	- 19 -
图 45、 Lululemon DTC 渠道经营利润及增速	- 19 -
图 46、 Lululemon 各渠道资本支出（千美元）	- 20 -
图 47、 Lululemon 各渠道经营利润率（%）	- 20 -
图 48、 Lululemon 线上购物可选择到店取货	- 20 -
图 49、 Lululemon 其他渠道收入及增速	- 21 -
图 50、 Lululemon 其他渠道经营利润及增速	- 21 -
图 51、 “产品教育家”角色描述	- 22 -
图 52、 Lululemon 部分全球大使	- 22 -
图 53、 Lululemon 部分品牌大使	- 22 -
图 54、 Lululemon 2019 年北京 Unroll China 盛会	- 23 -
图 55、 Lululemon 2019 年 SeaWheeze 半马	- 23 -
图 56、 Lululemon “The Sweatlife Festival”	- 23 -
图 57、 Lululemon 2019 年深圳热汗派对	- 23 -
图 58、 2021 年 Lululemon & 天猫超级品牌日活动	- 24 -
图 59、 Lululemon 及同类企业营收增速（%）	- 25 -
图 60、 Lululemon 及同类企业销售毛利率（%）	- 25 -
图 61、 Lululemon 及同类企业销售净利率（%）	- 25 -
图 62、 Lululemon 及同类企业 ROE（%）	- 25 -
图 63、 Lululemon 及同类企业存货周转天数(天)	- 26 -
图 64、 应收账款周转天数(天)	- 26 -
图 65、 Lululemon 及同类企业资产负债率（%）	- 26 -
图 66、 Lululemon 及同类企业流动比率	- 26 -
图 67、 运动鞋服品牌估值和成长象限图，20210701	- 26 -
图 68、 始祖鸟 logo	- 27 -
图 69、 始祖鸟化石	- 27 -
图 70、 始祖鸟 e3D 剪裁工艺	- 28 -
图 71、 始祖鸟 N100d 3L GORE-TEX Pro 耐磨面料	- 28 -
图 72、 淮海中路全球旗舰店	- 29 -
图 73、 北京国贸旗舰店	- 29 -
图 74、 AAC 体验区: Cracks In Coast Mountain	- 29 -
图 75、 AAC 体验区: Whistler Hut	- 29 -
图 76、 AAC “山地课堂”	- 30 -
图 77、 始祖鸟之家 “会员小屋”	- 30 -
表 1、 lululemon 核心面料科技	- 15 -

引言

本文旨在（1）分析 lululemon 的发展历程，曾使得 lululemon 陷入停滞的主要原因是管理层间的“意见不合”，产品质量随之出现问题，后来让 lululemon 走出困境的动因是聚焦产品、保持品牌初心，向电商、男士、国际化拓展版图。可见一个强势的品牌可以穿越管理动荡周期，这在李宁、波司登品牌身上也发生过，企业战略、商业模式会走弯路，而品牌价值会被重新挖掘。（2）对标 lululemon 护城河，其通过品牌理念、产品美感和社群营销所打造的社交属性奠定了其在细分市场中的杀手地位，这对国内企业运作高端品牌提供了借鉴意义。

正文

1、lululemon：以健康生活方式为灵感的瑜伽裤品类杀手

lululemon 诞生于 1998 年的温哥华，诞生灵感来自健康生活方式。 lululemon 由 Chip Wilson 于 1998 年创立于加拿大温哥华，是一家以健康生活方式为灵感的经营运动服饰与配件的公司。创立初期，lululemon 聚焦瑜伽运动，成为功能性瑜伽裤的先驱，解决了瑜伽裤透明性和 Camel Toe¹问题，并通过外缝解决了运动中因摩擦导致皮疹的弊端。二十余年的发展，lululemon 已然成为瑜伽裤赛道的“品类杀手”。 Lululemon2020 财年收入 44 亿美元（约 290 亿人民币），净利润 5.89 亿美元（约 38 亿人民币），市值约 480 亿美元（约 3000 亿人民币）。

1999 年 1 月，lululemon 于温哥华开设第一家门店。2003 年进入美国市场，于 Santa Monica 开设美国第一家门店。截止 2020 年底，lululemon 在美国、加拿大、中国等 17 个国家拥有 515 家直营门店。其中，北美地区门店数占比达 70%以上。

图1、温哥华 Kitsilano 街区上的 lululemon 门店



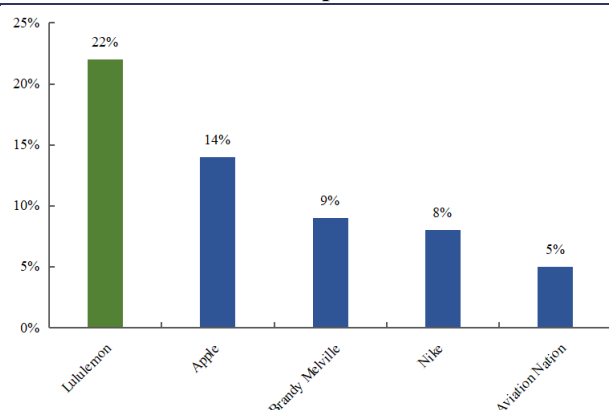
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

¹ Camel toe，用于形容女性穿着紧身裤时，因裆部受到外力影响所凸显出的形态。

聚焦垂直零售战略。lululemon 秉承垂直零售分销战略，通过直营店、直面消费者（DTC）向消费者提供包括瑜伽、跑步、训练等多项运动的服装和配饰。2020 年 6 月，lululemon 收购交互式健身平台 Mirror，进一步拓宽产品矩阵。

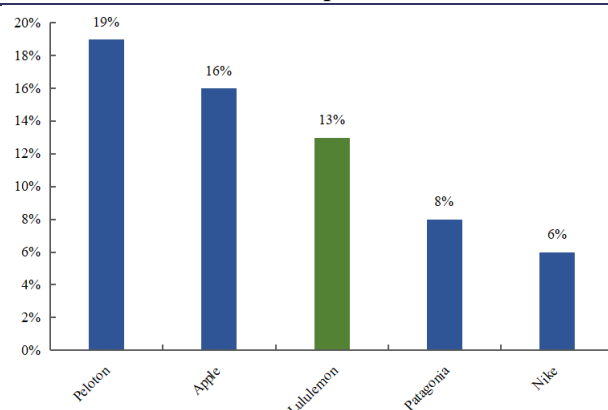
引领新青年，成为潮流新贵。以瑜伽运动为纽带，lululemon 利用社群营销迅速建立了较高的品牌知名度和用户忠诚度。Evercore ISI 调研结果表明，lululemon 成为 13 岁至 23 岁年龄段青年群体的必备品牌第一位；在 24 岁至 36 岁较年轻成年人群中，lululemon 位居第三，仅次于 Peloton 和 Apple。

图2、13-23 岁青年群体 Top 5 必备品牌



资料来源：Evercore ISI，2020，兴业证券经济与金融研究院整理

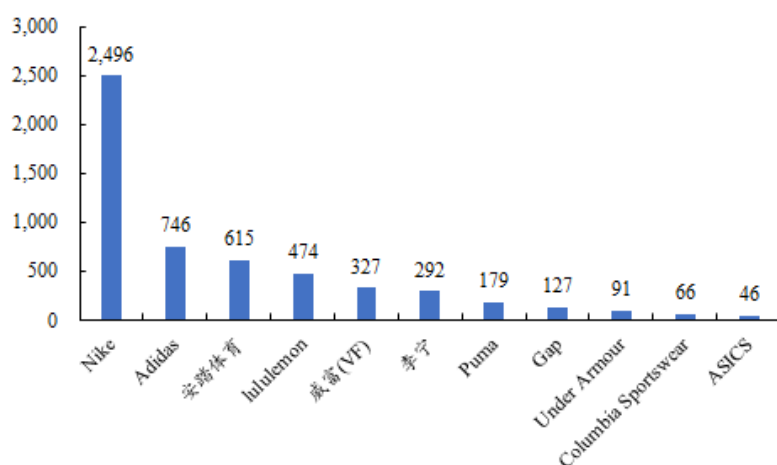
图3、24-36 岁成年群体 Top 5 必备品牌



资料来源：Evercore ISI，2020，兴业证券经济与金融研究院整理

Lululemon 产品融合了“西海岸”功能性与“欧式”时尚性，在运动时尚潮流下脱颖而出。2007 年，lululemon 登陆纳斯达克全球精选市场和多伦多证券交易所。截至 2021 年 7 月 1 日，lululemon 市值达 474 亿美元，是仅次于 Nike（2496 亿美元）、Adidas（746 亿美元）、安踏体育（615 亿美元）的全球第四大运动服饰品牌。同时，lululemon 位居 2020 年《财富》“100 家增长最快的公司”第 30 位。

图4、运动服饰品牌市值（亿美元），2021.7.1 收盘价



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

1.1、发展历程

● 创立萌芽期（1998 年—2007 年）

1998 年，lululemon 创立。1997 年，Chip 离开了冲浪滑板公司 Westbeach。偶然接触瑜伽运动后，运动员出身的 Chip 注意到了当时瑜伽裤作为运动服饰存在 Camel Toe、透明性、内缝摩擦导致皮疹等弊端。敏锐的观察，让 Chip 从瑜伽运动在周围逐渐延展时看到了瑜伽运动的潜力。1998 年，lululemon 创立。

在萌芽期，Chip 及团队为 lululemon 注入了一种 love the individual 的文化。Chip 以焦点小组（Focus Group）的形式进行早期决策，包括 lululemon 的名称、商标的决定，以及产品风格的界定。Chip 推崇里程碑教育（Landmark Program），以发掘员工的潜力为导向，孕育了 lululemon 的企业文化。

Chip 及团队奠定了 lululemon 伫立至今的定位、架构等诸多核心元素。Chip 将 lululemon 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。同时，Chip 同瑜伽教练 Fiona Stang 合作，建立了社群营销的雏形。1998 年，lululemon 产品核心面料 Luon 问世。

Westbeach 的经验和 lululemon 早期批发商 Superstar Sports 破产的教训，让 Chip 坚定了垂直零售模式的决心。Chip 参与终端门店的设计，店内陈设呈功能性布局，整合了店内瑜伽、销售区和裁剪设计区。2003 年，lululemon 进入美国市场。截至 FY 2006，lululemon 拥有 41 家自营门店和 10 家加盟店。2007 年 7 月，lululemon 登陆纳斯达克全球精选市场和多伦多证券交易所。

图5、lululemon Logo 设计图



资料来源：《Little Black Stretchy Pants》，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、lululemon 纳斯达克 IPO



资料来源：《Little Black Stretchy Pants》，兴业证券经济与金融研究院整理

● 稳步扩张期（2008 年—2010 年）

2008 年 1 月，Christine Day 取代 Robert Meers 成为新的 CEO。恰逢金融危机，lululemon 关闭了原与 Descente 合资开设于日本的 4 家直营店，同时在香港首次试水展厅（Showroom）。2009 年，lululemon 进一步关闭了效益不佳的环保子品牌 oqoqo，同年推出女童品牌 ivivva，并利用电子商务网站开启 DTC 业务。

金融危机为 lululemon 创造了夯实基础的契机，让 2009 年与 2010 年成为 lululemon 发展的黄金时期。2010 年，lululemon 收缩加盟店规模，将澳大利亚门店转为直营门店，并通过展厅形式继续进入澳大利亚新的城市。截至 FY 2010，lululemon 在加拿大、美国、澳大利亚共开设 133 家直营店，较 FY 2006 净增加 92 家。

图7、曾位于 Kitsilano 的 oqoqo 门店



资料来源：Google 图片，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、Ivivva 门店



资料来源：Google 图片，兴业证券经济与金融研究院整理

● 曲折波动期（2011 年—2016 年）

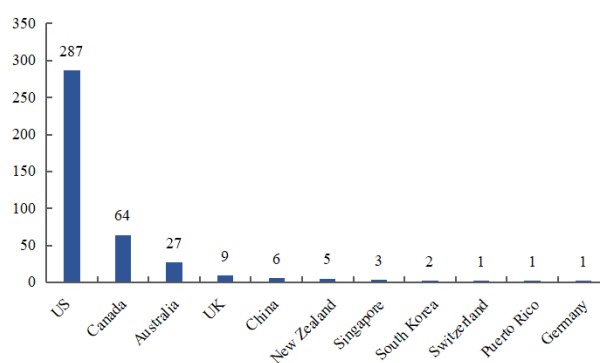
取消加盟店渠道，专注直营模式。FY 2011，lululemon 关闭了剩余 4 家位于美国的加盟店，正式取消“Franchise stores”渠道。FY 2012，lululemon 建立了货仓“Warehouse”促销渠道。2014 年，lululemon 在大陆地区开设展厅，并在 2015 年入驻天猫。同时，lululemon 还通过特许经营协议进入阿联酋市场。

图9、lululemon 上海新天地门店



资料来源：官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、lululemon 直营店数量，家（截至 FY 2016）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

开拓男装生产线，但出现大规模产品质量危机。FY 2013，lululemon 开拓男装生产线，推出标志性产品 ABC 男裤。2013 年 3 月，lululemon 上市后首次出现大规模产品质量问题，一款黑色 Luon 瑜伽裤存在过分透明问题。lululemon 召回了存在该问题的产品，占比达该款瑜伽裤的 17%，直接损失逾 6 千万美元。

2015 年初，lululemon 发生第二次大规模产品问题，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。此次 lululemon 召回 38 万条女装帽衣拉绳。产品质量问题对以高质量为核心要素的 lululemon 造成巨大影响，并蔓延至 2015 年末的库存危及，使得 lululemon 不得以 40% 的高折扣率消化库存，并影响了品牌形象。

图11、lululemon 被质疑瑜伽裤透明性问题



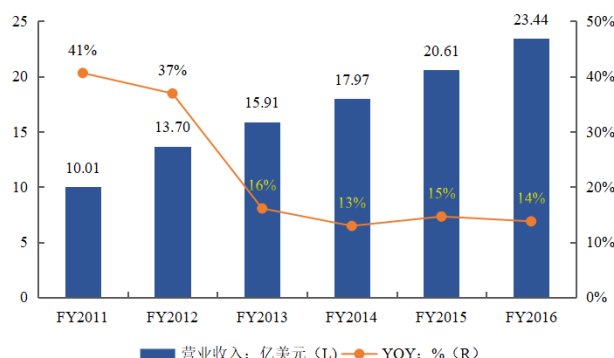
资料来源：CBC，兴业证券经济与金融研究院整理

创始人与 CEO 分歧扩大，管理层持续动荡。自 2011 年起，Chip 与 Christine 在多个发展领域上产生“意见分歧”，Chip 一度“归隐”澳大利亚。产品质量问题爆发后 Chip 回到 lululemon，但不久后 Chip 因侮辱女性身材肥胖而引发了舆论危机。

2013 年 12 月，Chip Wilson 辞去董事长职务，Christine Day 辞去 CEO，Laurent Potdevin 继任 CEO，lululemon 管理层持续动荡。2014 年 8 月，Chip 出售 13.84% 股权于 Advent International 以重组董事会。2015 年 2 月，Chip 宣布辞职离开董事会。

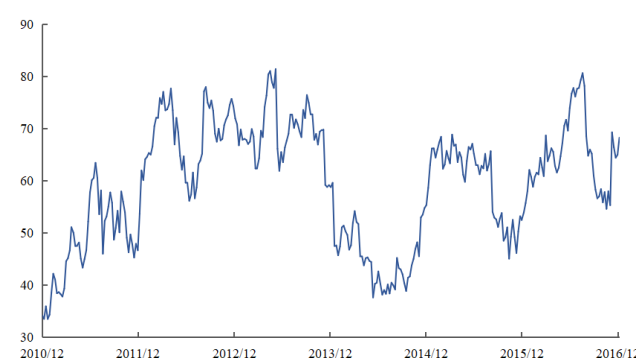
FY 2011 至 FY 2016 期间，lululemon 营业收入由 10.01 亿美元增长至 23.44 亿美元，CAGR 为 18.55%，期间 lululemon 股价经历多次大幅震荡，股价弱于竞争对手 Under Armour，Nike 和 Adidas 的股价表现。

图12、lululemon FY2011-2016 营业收入及增速



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、lululemon 2011-2016 年股价，美元



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

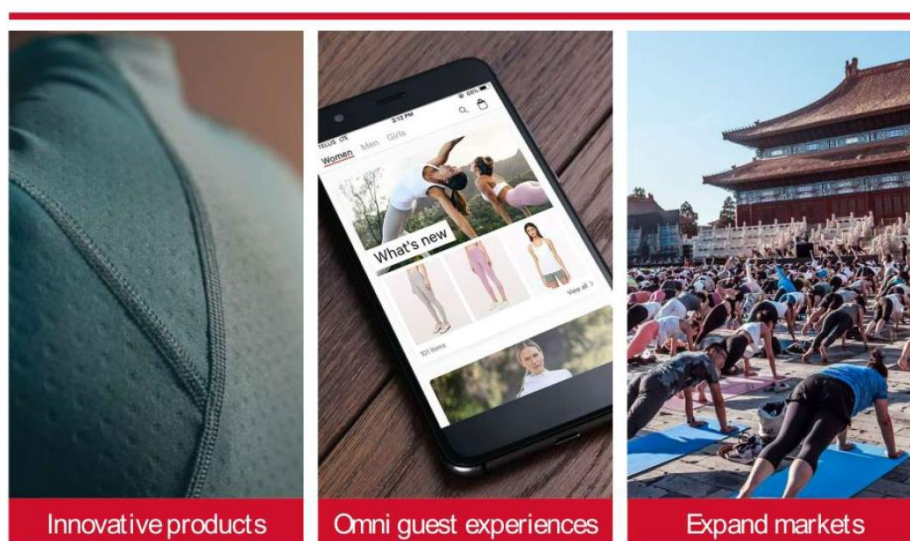
● 涅槃发展期（2017 年—今）

lululemon 提出四项经营核心，走出动荡困境。2017 年适逢美国消费经济复苏及税负降低，lululemon 逐步走出困境，茁壮发展。FY 2017，lululemon 重组 ivivva 业务，关闭大部分 ivivva 门店。同年，lululemon 提出四项经营核心：电子商务、北美、男士、国际化。

聚焦电子商务、男装和国际化业务，lululemon 提出“Power of Three”发展战略。lululemon 计划到 2023 年，实现以 2018 年为基数的男装业务收入翻倍、电子商务业务收入翻倍、国际业务收入翻两番的目标。截至 2020 财年，lululemon 男装业务收入较 2018 年增长 38%，电子商务业务核心的 DTC 部门收入较 2018 年增长 188%，国际业务收入增长 73%。

图14、lululemon “Power of Three”发展战略

The Power of Three



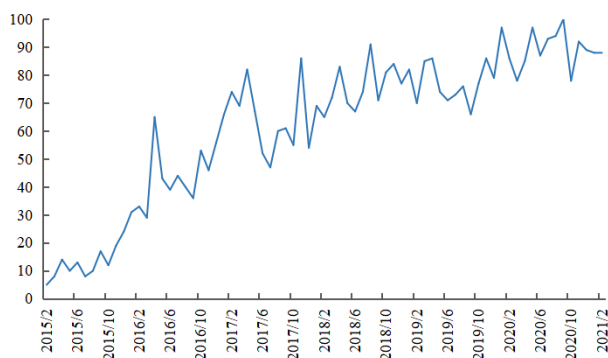
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

CEO 回归运动员背景，营收增速恢复。2018 年 2 月，原 CEO Laurent Potdevin 因负面因素辞职，2018 年 8 月 Calvin McDonald 出任 CEO。2016 年，运动休闲（Athleisure）风格迅速走红。FY2017，lululemon 坪效增速转正。

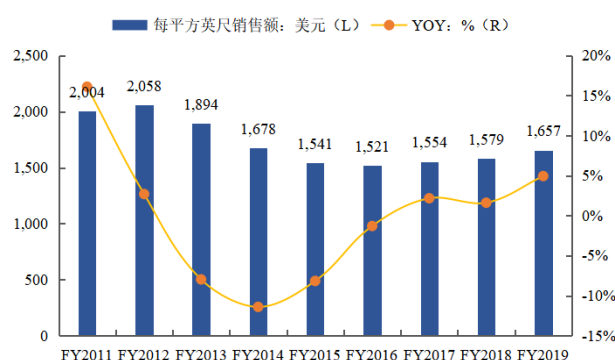
战略性投资与收购，增强产品科技壁垒，发挥协同效应。2017 年，lululemon 战略投资加拿大高性能骑行服品牌 7mesh，助力科技面料的开发。2020 年 6 月，lululemon 收购交互式健身平台 Mirror。有了“Mirror”这面镜子，lululemon 将应用场景延伸至室内，进一步与瑜伽业务发挥协同效应。

图15、“Athleisure”Google 搜索趋势



资料来源：Google 趋势，兴业证券经济与金融研究院整理

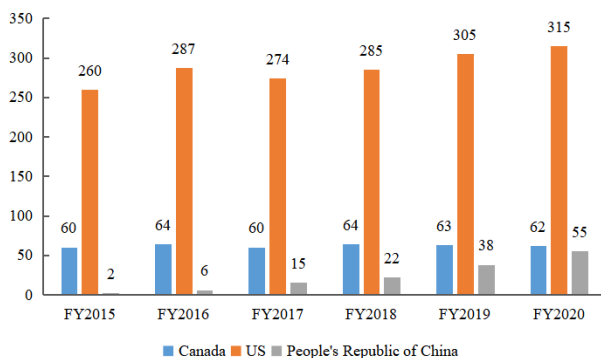
图16、lululemon 每平方英尺销售额（美元）

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理
注：可比门店至少开业 1 年，1 平方米=10.76 平方英尺

大中华区地位日渐提升。作为国际化战略中最重要的市场，lululemon 在大中华区的布局日渐推进。Lululemon 2015 年进入香港市场，2016 年进入内陆市场。截至 FY2020，lululemon 在大中华区共开设 55 家门店，仅次于美国（315 家）和加拿大（62 家），开店速度远超其他所有地区，足见 lululemon 对大中华区的重视。

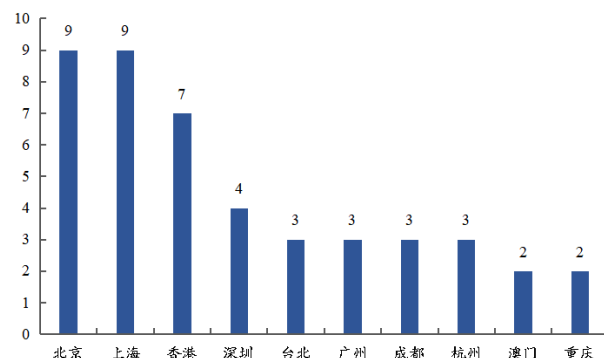
截至目前，lululemon 在大中华区约有 60 家门店，布局在一线、新一线城市。lululemon 计划于 2021 年在全球范围内新开 40-50 家门店，其中将有 15-20 家落地中国内地。届时，大中华区有望超越加拿大成为 lululemon 门店数量第二的地区。

图17、Lululemon 核心地区开店进程（家）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、lululemon 大中华区 TOP 10 城市门店数，家



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2、lululemon 护城河：以品牌理念打造社群营销

2.1、差异化定位

● 市场定位：专注于细分市场

在 lululemon 创立之前，耐克和阿迪达斯已经霸居运动鞋服市场的前二地位，TOP2 市占率约 25-30%。与“泛健身”的耐克和阿迪达斯不同，lululemon 专注于女性瑜伽服市场，在细分市场吸引并稳固了一批忠实的消费者。

1997 年离开 Westbeach 后，Chip 首次接触瑜伽运动，看到了瑜伽运动的潜力，认为瑜伽将成为一种强大的社交运动。瑜伽运动起源于古印度文化，融合呼吸、体式、冥想等，已然成为现代女性追求品质生活的一种行为体现。

Grand View Research 报告显示，2018 年全球瑜伽服市场规模达 313 亿美元。到 2025 年，全球瑜伽服规模将达到 478 亿美元。

图19、搭配 lululemon 的 Athleisure 式穿搭



资料来源：lululemon 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 目标用户定位：中产阶级 Super Girl

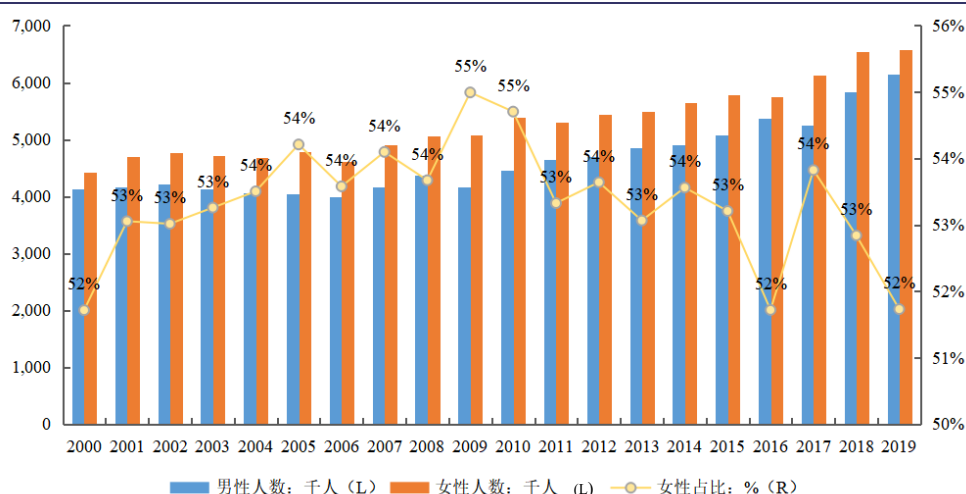
lululemon 瞄准 Super Girl。lululemon 创立初期，Chip 将用户定位为新时期的“Super Girl”：24 岁至 35 岁的女性，单身或订婚，无子女，受过高等教育，擅长媒体、运动，专业性强，热爱旅游，拥有自己的公寓，年收入 8 万美元，非常时髦。这些群体拥有收入高、购买力强、注重生活品质、品牌忠诚度高、对产品质量&时尚需求较高等特征。自 2000 年以来，美国学士学位中女性占比均保持在 50%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 11 -

以上，女性地位日益上升。

图20、美国学士学位人数（千人）及女性占比（%）







资料来源：美国人口统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、卓越的产品

● 高端定价，彰显身份地位

产品定位高端，较轻的折扣维护品牌形象。lululemon 定位高端瑜伽裤，以匹配目标用户，瑜伽裤单价较 Nike、Adidas、UA 等品牌贵 1 倍。同时，lululemon 仅提供较小折扣以维护品牌定位，并维护客户对品牌的认同感。以 lululemon 天猫旗舰店销量 TOP 瑜伽裤为例，历史最低价折扣率仅为 2%，远低于 Nike、Adidas 等品牌。

图21、lululemon 瑜伽裤定价较高&历史折扣较低

名称	lululemon Align女士运动高腰紧身裤	Nike Yoga Luxe Infinalon 7/8女子健身紧身裤	Adidas 女装训练运动紧身裤	Under Armour Rush女款蜜桃臀裤
现价（元）	850	499	369	409
双11价（元）	850	329	199	538
618价（元）	850	469	299	599
历史最低（元）	830	329	149	409
图例				

资料来源：天猫，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 12 -

● 兼具功能性和时尚性

以功能性为核心，解决瑜伽服诸多弊端。lululemon 从面料材质入手，开创性研发了由 86%尼龙和 14%莱卡组成的 Luon 面料，解决了瑜伽裤透明性问题。通过裆部无缝剪裁及菱形内衬设计（Diamond Crotch Gusset），解决了瑜伽裤 Camel Toe 问题，使得 lululemon 产品能应用于户外场景。此外，隐形口袋、裤脚反光、拇指洞等功能性设计让用户好感倍生。

图22、早期瑜伽裤存在 Camel Toe 问题



资料来源：百度，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、lululemon 外缝&裆部无缝裁减设计



资料来源：lululemon 天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、lululemon 双侧口袋设计



资料来源：lululemon 天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、lululemon 拇指洞设计



资料来源：lululemon 天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、lululemon 隐秘的腰部口袋设计



资料来源：lululemon 天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、lululemon 反光细节设计

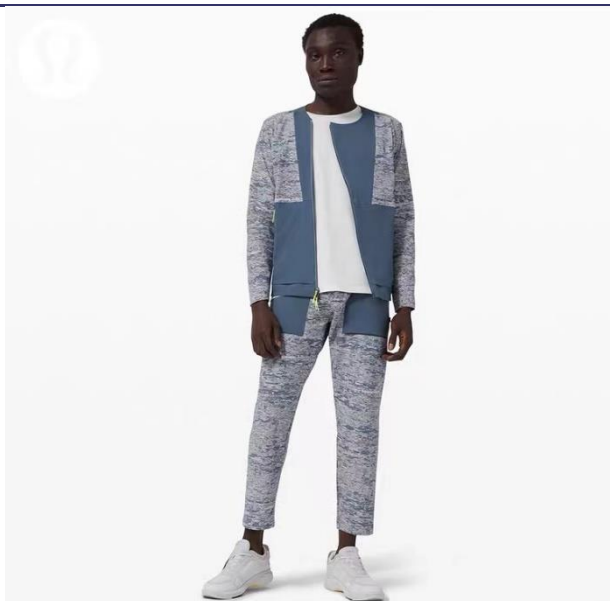


资料来源：lululemon 天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

外缝设计引领时尚。创始人 Chip 为运动员出身，深知服装内侧接缝在运动中摩擦或擦伤给运动员带来的痛苦。为此，lululemon 斥资 8 万美元引进两台日本平锁缝纫机，通过外缝以避免运动时摩擦产生皮疹，将舒适性发挥到了极致。

外缝设计通过缝线彰显女性身材，凸显腿部和臀部曲线，引领了新兴时尚。此外，暗兜、双面穿、不规则裤脚、夜晚闪、花纹等时尚性设计，让时尚女性即使不做瑜伽，也会穿着 lululemon 作为日常服饰。

图28、提花技术将艺术作品织入面料



资料来源：lululemon 天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、不规则裤脚&纹理设计



资料来源：lululemon 天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 14 -

分散化供应商，提升产品质量保证。 lululemon 先后于 2013 年和 2015 年出现大规模产品质量问题，对于高定价产品而言影响巨大。2015 年起公司逐步对供应链进行改革，提升产品制造商数量，减少最高占比产品制造商比重。同时，与独立第三方机构合作，从起球、耐磨、收缩、色牢固等特征出发，构筑面料质量防线。

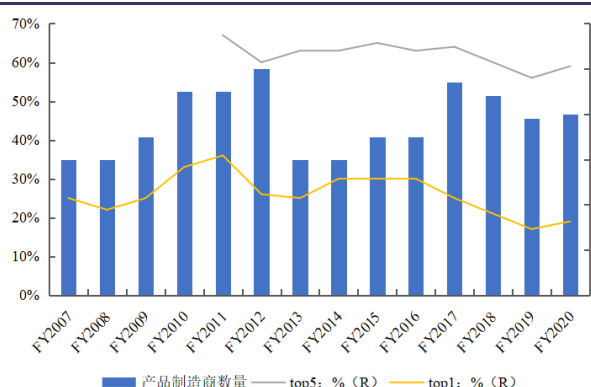
合作研发，筑造核心面料护城河。 lululemon 本身不涉及面料制造业务，其设计与开发团队与供应商紧密合作，不断融入最新的技术创新，让产品拥有更舒适的手感与贴身体验。同时，lululemon 通过协议、商标、商业秘密保护等措施，保护这些专有面料与装饰，共同构筑 lululemon 的核心护城河。

表 1、lululemon 核心面料科技

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®（超轻版，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 LUXTREME®（密织版，排汗、提供支撑与覆盖）	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，多场景适用	Align 系列
Nulux	柔软，光滑，快干，手感凉爽，轻量级覆盖更塑形效果	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	柔软塑形、四面弹力、强延展性、经久耐用	ABC 系列

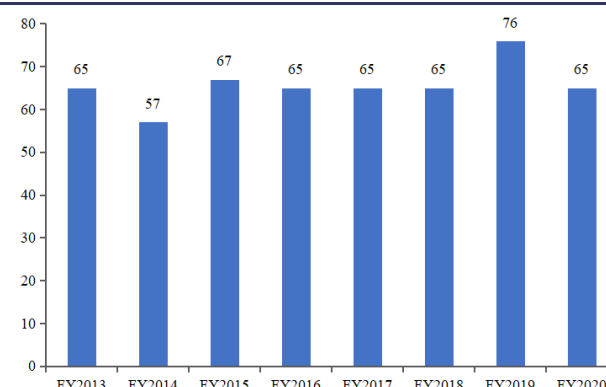
资料来源：公司官网，天猫，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、lululemon 制造商数量（个）及占比（%）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、lululemon 面料制造商数量（个）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 以瑜伽裤为核心，丰富品类，扩展应用场景

2013 年，lululemon 开拓男装生产线，并推出标志性产品 ABC 男裤。目前，lululemon 产品品类包括女士上（下）装、男士上（下）装、瑜伽垫&辅具、女（男）士配件。

图 32、lululemon 女士 Align 运动高腰紧身裤



资料来源：lululemon 天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

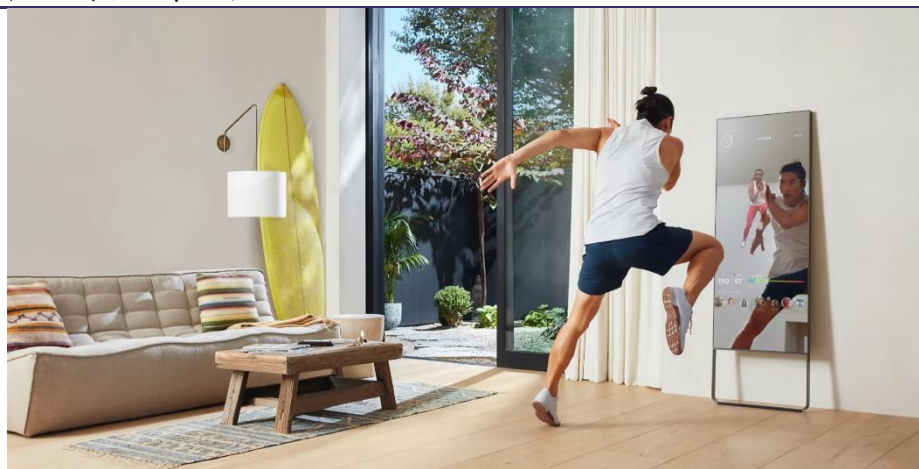
图 33、lululemon 男士 ABC 运动慢跑长裤



资料来源：lululemon 天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

延伸运动场景，扩大用户人群。 lululemon 已然将产品应用场景由瑜伽延伸至户外运动，包括跑步、游泳、远行、舞蹈、徒步等“汗流浹背”的运动。2020 年，lululemon 收购 Mirror 推出智能健身设备产品。自此，lululemon 产品应用场景覆盖户外&室内&居家。

图 34、智能健身设备 Mirror



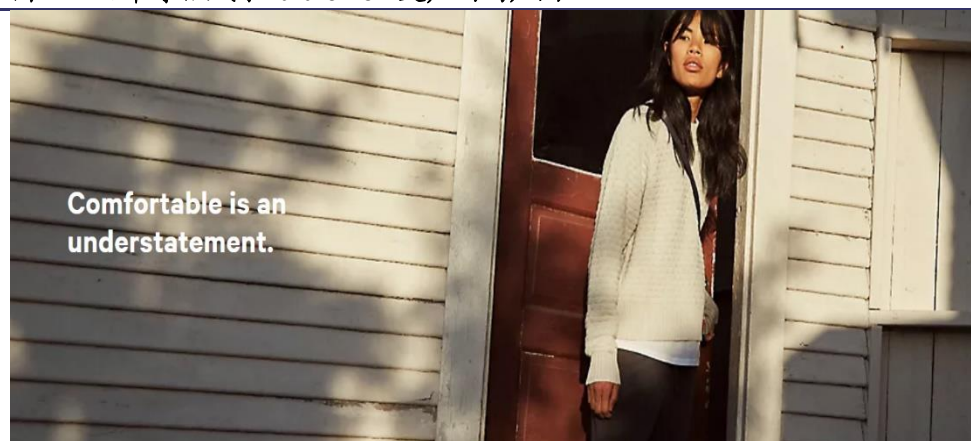
资料来源：lululemon 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 16 -

Athleisure，融合 **European style** 和 **West Coast function**。lululemon 产品融合了欧式时尚和西海岸功能性，定位运动休闲，进一步拓宽了应用场景。lululemon 的受众不再局限于瑜伽等运动女性，已然延伸至紧跟潮流&爱美的女性群体。休闲性赋予了 lululemon 更广阔的应用。目前，lululemon 已经成为流行的街头服饰和日常着装，也成为中产阶级女性身份地位&生活态度的标志。

图35、日常穿搭赋予 lululemon 更广阔的应用



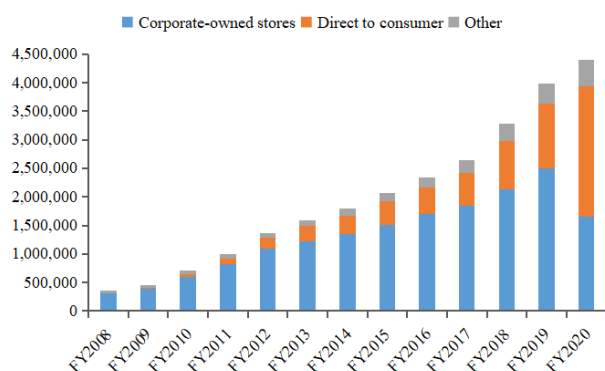
资料来源：lululemon 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、贴近消费者

聚焦直营门店，DTC 渠道增速斐然。Lululemon 通过直营门店、DTC 渠道和其他渠道经营销售产品。以直营门店和 DTC 渠道为核心的垂直零售模式是 lululemon 得以快速发展的基石，两者合计贡献了 90%以上的整体营收。

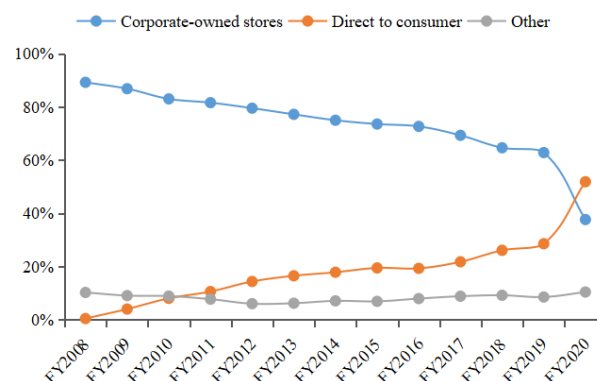
不同于 Nike、Adidas 等运动休闲品牌主要通过经销商进行销售的批发模式，lululemon 垂直零售体系更贴近消费者。垂直零售模式剔除了“中间商”环节，由公司直接面向终端消费者，加强了 lululemon 对终端产品的定价能力，同时为 lululemon 独特的社群营销创造了适宜的环境。

图36、lululemon 各渠道收入（千美元）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

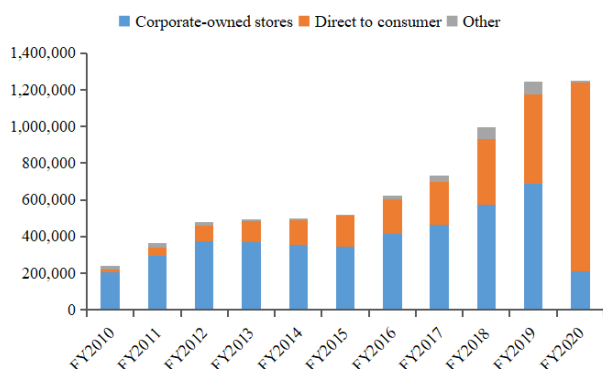
图37、lululemon 各渠道收入占比（%）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

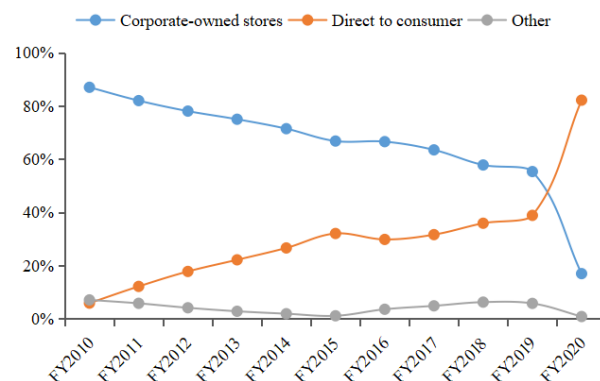
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图38、lululemon 各渠道营业利润（千美元）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、lululemon 各渠道经营利润占比（%）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

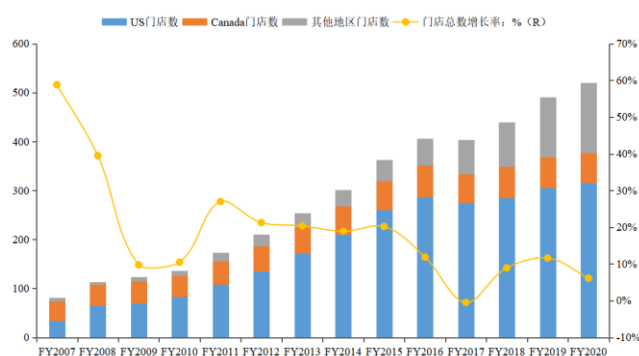
● 直营店——业绩核心来源

批发业务折戟，坚定直营模式。Westbeach 期间，批发业务的持续亏损淹没了直营门店的盈利，占据现金流并最终易主。在 lululemon 经营早期，Chip 为快速扩大生产规模再次接触批发业务，但批发商 Superstar Sports 突然破产，并因此计提了大额应收款减值。

直营模式于 lululemon 而言必不可少。一方面，Lululemon 产品定位高端，需要借助直营模式加强对产品价格的掌控，避免批发商折扣差异对品牌形象的影响。另一方面，lululemon 独特的社群营销模式需要让门店成为 lululemon 与用户沟通理念、沟通生活的场所，而不是单纯卖货的场景。

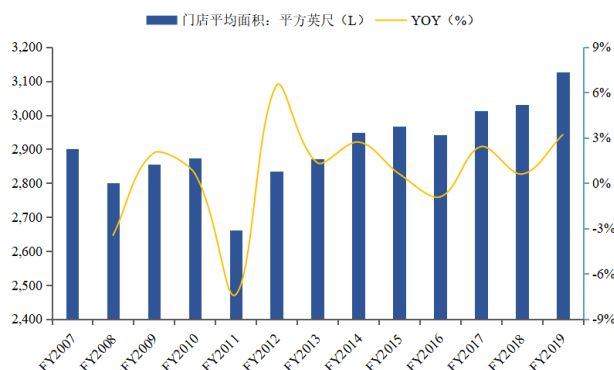
谨慎的门店扩张和极高的坪效。Lululemon 门店分为 4 类：普通门店、旗舰店、展厅和实验室（Lab）。其中，lululemon 实验室门店布局呈现“半店半设计工作室”风格，而展厅则是 lululemon 正式进入新市场前的一次尝试，为后续开立正式门店积累经验。截至 FY2020，lululemon 在 17 个国家拥有 521 间直营店，主要位于街道、生活方式中心（ ）和购物中心。线下自营门店平均面积约 300 平方米，店铺月流水 42 万美元（约 270 万人民币）。

图40、Lululemon 门店数（家）及增长率（%）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、lululemon 可比自营门店平均面积及增速



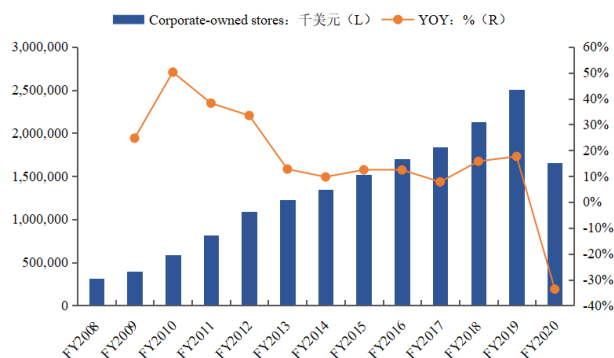
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 18 -

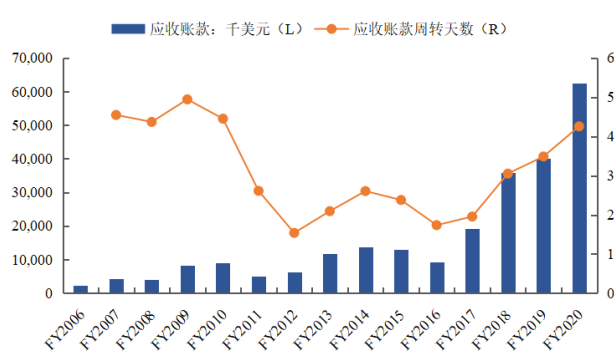
直营模式造就杰出的账款回笼。随着门店扩张，lululemon 直营店收入稳步增加，除 FY2020 受疫情影响，直营门店业绩大幅下跌外，自上市以来其余年份 lululemon 直营渠道收入均保持正增长。同时，直营门店账款回笼优势显著，lululemon 应收账款均保持在较低水平，应收账款周转天数不足 5 天。

图42、lululemon 直营门店收入及增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、lululemon 应收账款及应收账款周转天数(天)



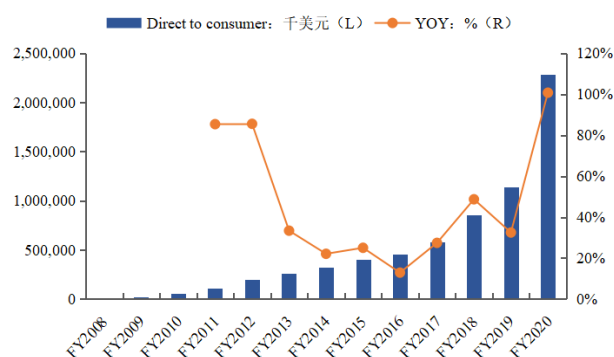
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

● DTC——后起之秀，潜力巨大

完善线上渠道，实现全方位客户体验。2009 年 4 月，lululemon 为了消化库存，首次通过电子商务网站 www.lululemon.com 开展 DTC 业务。目前，lululemon 的 DTC 渠道主要包括电子商务网站和移动应用程序。

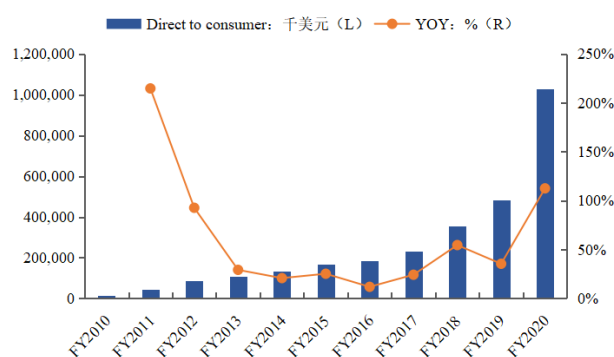
随着移动互联网的普及，DTC 渠道重要性日益趋升，DTC 渠道收入也持续稳步提升。疫情期间，消费者线下购物需求转移至线上，使得 DTC 渠道收入占比一度超越直营店渠道。FY2020，lululemon DTC 渠道收入占比达 52%。DTC 渠道为 lululemon 强劲复苏添砖加瓦，渠道收入增速持续高于公司整体收入增速。

图44、Lululemon DTC 渠道营业收入及增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、Lululemon DTC 渠道经营利润及增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

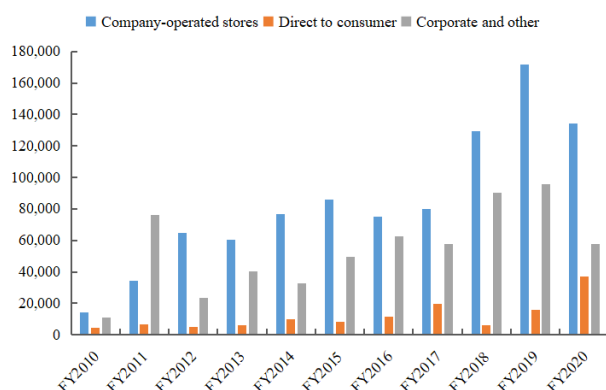
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

DTC 渠道投资较少，经营利润率高。

(1) 与直营门店相比，DTC 渠道资本支出较低，FY2019 DTC 渠道资本支出占比仅为 5.59%，FY2020 lululemon 高度重视 DTC 渠道建设，资本支出占比跃升至 16.25%，但仍远低于直营门店渠道（58.55%）。

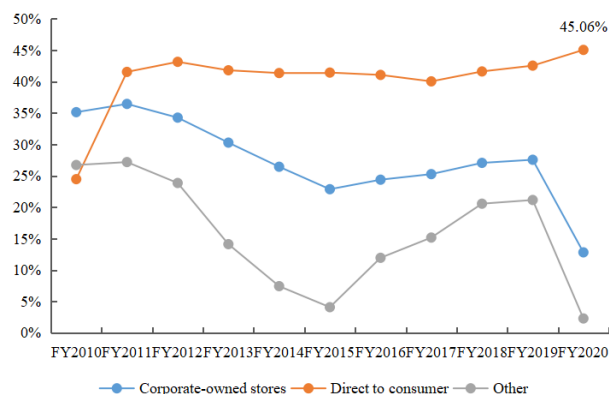
(2) 同时，DTC 渠道经营利润率高于直营店渠道和其他渠道。FY2019，DTC 渠道经营利润率为 42.55%，较直营门店经营利润率高 14.99pct；FY2020，DTC 渠道经营利润率进一步提升至 45.06%。

图46、Lululemon 各渠道资本支出（千美元）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

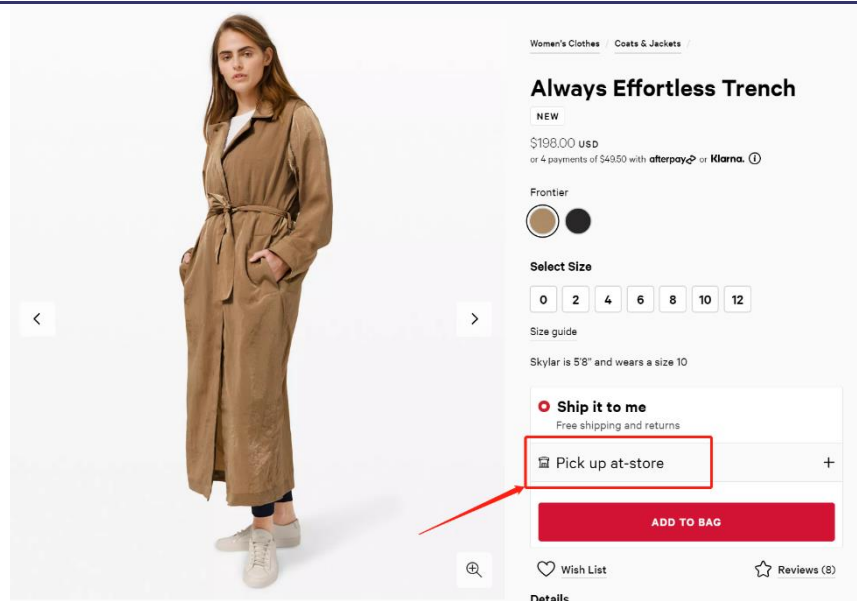
图47、Lululemon 各渠道经营利润率（%）



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

持续改善线上消费体验，加快线上线下渠道互联。Lululemon 一直努力完善 DTC 渠道数字产品建设，致力于融合线上与线下体验。2018 年起，lululemon 相继推出“线上购买门店发货”和“线上购买门店取货”服务，增强全方位宾客体验。通过更为贴心的服务，为 lululemon 巩固与用户间的强粘性，并利用用户反馈改善产品与服务，打造营销闭环。

图48、Lululemon 线上购物可选择到店取货



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

● 其他渠道——多样的补充功能

Lululemon 其他销售渠道包括奥特莱斯和仓库销售、临时性门店、批发、以及特许经营。其他渠道收入占比保持 10%左右，但该渠道包含多类功能性门店，在 lululemon 发展进程中也是不可或缺的部分。

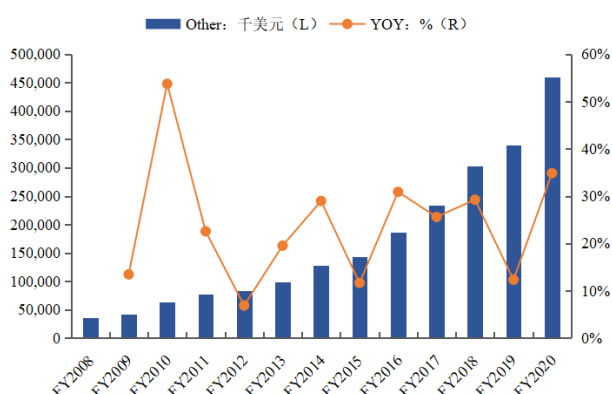
——Lululemon 通过奥特莱斯与仓库（Outlets and Warehouse）进行促销活动，从而消化过剩库存。

——临时性门店，包括展厅等。主要开设于 lululemon 未正式入驻的市场，为之后正式进入该市场开设直营门店积累人气，并了解消费者的消费习惯。

——批发业务。Lululemon 的批发业务主要针对高级瑜伽馆、健身俱乐部和健身中心。通过批发业务来服务核心用户，并提升品牌形象。

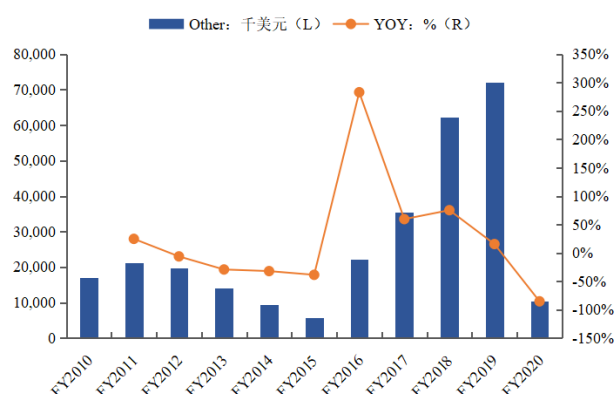
——特许经营。Lululemon 与中东和墨西哥的合作伙伴签订了特许经营合同。通过特许经营安排与当地经营经验丰富的公司和个人合作，有利于 lululemon 进入目标市场积累用户，扩大影响力。

图49、Lululemon 其他渠道收入及增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、Lululemon 其他渠道经营利润及增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、社群营销

Lululemon 聚焦以线下为核心、线上辅助的独特社群营销模式，向人们宣介“热汗生活”的理念。与其他运动休闲品牌的营销策略不同，lululemon 较少签约明星等作为代言人，而是围绕门店、运动、品牌大使、生活理念等元素，更倾向可真实参与的社群营销。

● 产品教育家&品牌大使，聚焦线下描绘品牌理念

将导购定位为“教育家”而非“售货员”。产品教育家是 lululemon 营销中最为重要的角色，lululemon 通过产品教育家向消费者来分享品牌文化和故事。Lululemon 想要传递的是，通过门店，教育家不是在卖具体的产品，而是在分享一种健康的

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

生活方式，即热汗生活。教育家通过营造与消费者之间似友般的氛围，提升客户粘性，并将这种生活理念沿着人与人之间的互通传递到新的消费群体。

图51、“产品教育家”角色描述

产品教育家

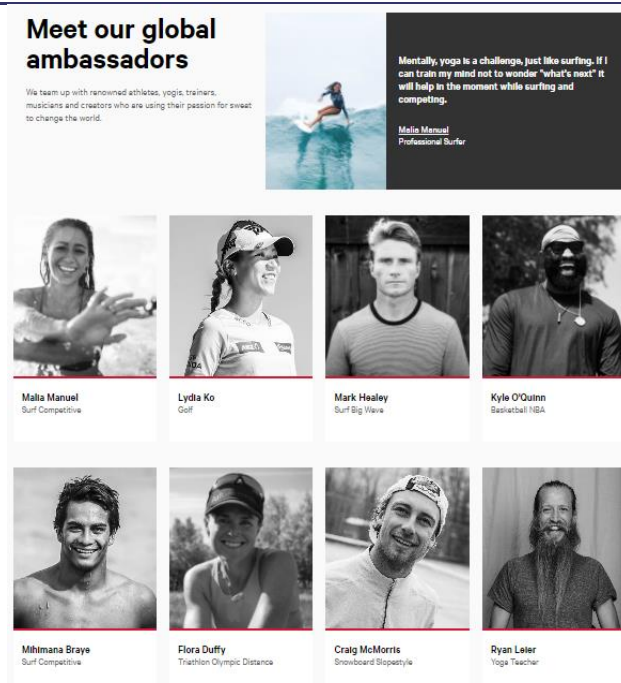
产品教育家的任务（职责）：

lululemon athletica 的产品教育家顾名思义，就是进行产品教育！产品教育家的主要职责是高效地向客人宣介，让客人了解我们产品的面料、特点、版型和功能，以及我们的文化和我们所属的社区。我们的目标是让客人在离开我们的门店时能学到一些东西，而不是购买一些东西。通过向客人宣介，我们让客人有能力根据我们提供的事实为自己做出决定。这样顾客购物时不再靠猜想，从而打造出“哇！就是这里！”的效果。客人体验打造完成后，顾客会带着所学知识，代表 lululemon athletica 去向他人宣介。真诚可信的对话是提供出色客人体验的关键，将您自身对 lululemon 产品的体验转述给客人。产品教育家是我们公司最为重要的角色，我们依靠产品教育家向社区真诚地分享我们的文化和品牌。

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

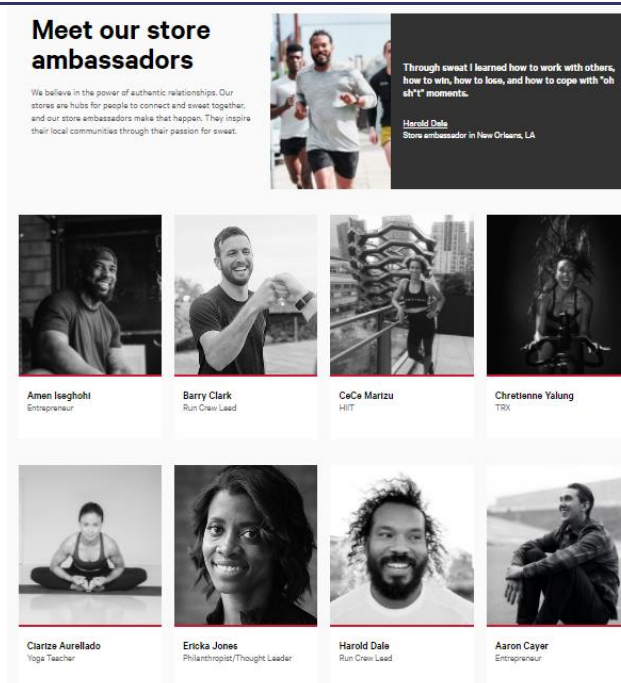
签约 KOL 成为 lululemon 品牌大使，传播效率更高。相较于签约体育明星等拥有泛化粉丝群体的传播方式不同，lululemon 选择与区域内 KOL 合作打造品牌大使成本更低且更高效。Lululemon 品牌大使包括全球大使和门店大使。截止 2021 年 4 月 19 日，lululemon 全球大使共 42 位，囊括了瑜伽、冥想、游泳、马拉松、拳击等领域的杰出运动员。门店大使范围更宽泛，还包括企业家、演讲者、营养师、音乐家等各个领域。这其中最重要的品牌大使是瑜伽场馆教练，lululemon 为品牌大使提供诸多福利，包括服装配额、新品试穿、官网等社交媒体宣传等，lululemon 把每一座瑜伽馆，都变成了售卖场。

图52、Lululemon 部分全球大使



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图53、Lululemon 部分品牌大使



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

丰富的社群活动，从店内延伸至店外。Lululemon 基于店铺开展社群活动，包含店内和店外两种形式。社群活动会邀请品牌大使进行分享，但不局限于品牌大使。lululemon 官方还会定期举办大型的户外活动，形式多样，运动也不局限于瑜伽。例如传统的 The Sweatlife Festival。这些活动的目的是为了宣扬 lululemon 健康运动生活的理念，不以“带货”为目的。

图54、Lululemon 2019 年北京 Unroll China 盛会



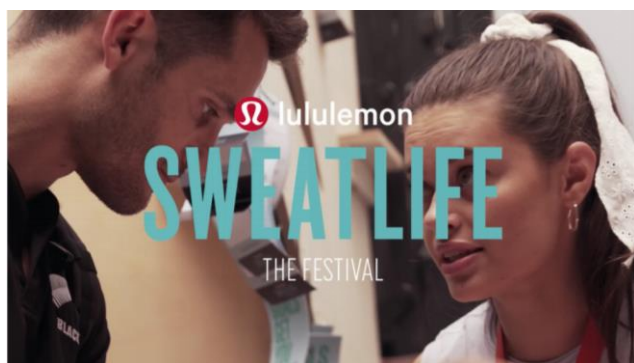
资料来源：周末画报，兴业证券经济与金融研究院整理

图55、Lululemon 2019 年 SeaWheeze 半马



资料来源：周末画报，兴业证券经济与金融研究院整理

图56、Lululemon“The Sweatlife Festival”



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图57、Lululemon 2019 年深圳热汗派对



资料来源：周末画报，兴业证券经济与金融研究院整理

● 迎合潮流，推进线上营销

伴随着移动互联网发展，lululemon 积极进行线上推介。Lululemon 官方组织品牌大使等社群成员在抖音等短视频平台上开设直播，并入驻微博、微信、小红书等社交平台进行品牌宣传。

“热汗不设限”，传达“热汗生活方式哲学”。2021 年 4 月 14 日，lululemon 再度联手天猫超级品牌日，进行线上产品推介。同时，lululemon 还与线上 KOL 进行合作。线上 KOL 对 lululemon 进行种草，以及产品的使用测评，捕捉潜在用户，不断地延伸 lululemon 的影响力。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 23 -

图58、2021 年 lululemon & 天猫超级品牌日活动



资料来源：天猫，兴业证券经济与金融研究院整理

● 基于社群营销的店铺扩展

基于 Pull Marketing 进入新的市场。lululemon 延续最初进入多伦多的营销模式。首先利用快闪店形式进入新市场，并通过教育家结识当地的 KOL 并发展成为品牌大使。在拥有前期的用户铺垫和品牌吸引力后，再开设正式的直营门店。

以中国市场为例。lululemon 起初在上海新天地、北京三里屯等地开设了 3 家展厅。2015 年 lululemon 建立微信公众号，并入驻天猫开设旗舰店。2016 年 lululemon 在北京三里屯等地开设了 3 家直营门店。截至 FY2020，lululemon 仍开设超过 100 家季节性门店，并延续社群营销的推广模式。

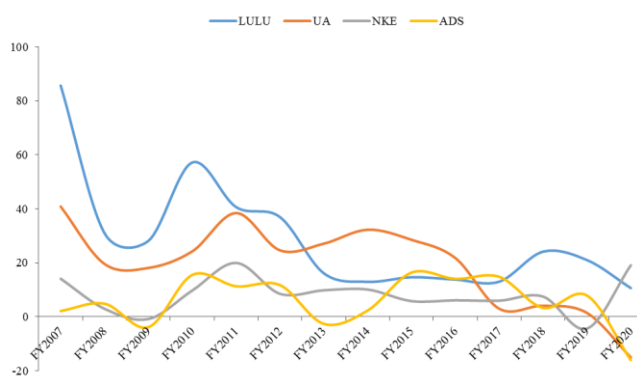
总结而言，专注于细分市场的差异化定位、兼具时尚和功能性的卓越产品、更加贴近消费者的消费场景、基于品牌理念的社群营销是 lululemon 所打造的品牌护城河，lululemon 可谓是社群营销的鼻祖，媒体曾把粉丝对 lululemon 的狂热爱好比喻为邪教式的 (Cult-like)，lululemon 通过与品牌大使的合作，传播品牌理念，加深了用户对 lululemon 的品牌认知度。这一营销方式同样适用于高毛利、高复购率、易传播、易形成品牌认同感的其它品类。

3、财务对比

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。

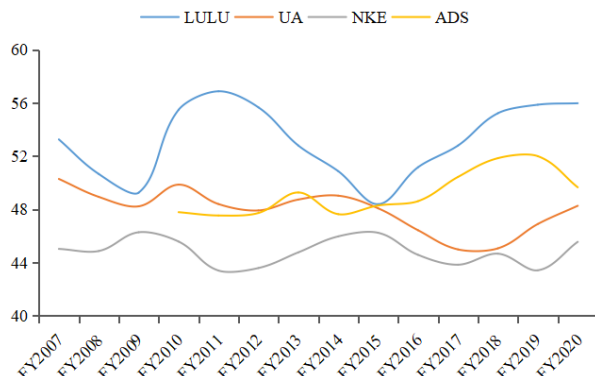
从创收能力角度看。得益于垂直营销模式和高定价的产品定位，lululemon 销售毛利率和销售净利率均高于同类企业。随着线上 DTC 渠道占比的增加，毛利率和净利率也有所回升。

图59、Lululemon 及同类企业营收增速 (%)



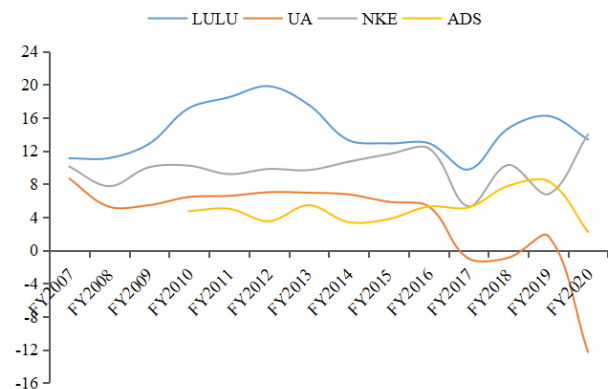
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图60、Lululemon 及同类企业销售毛利率 (%)



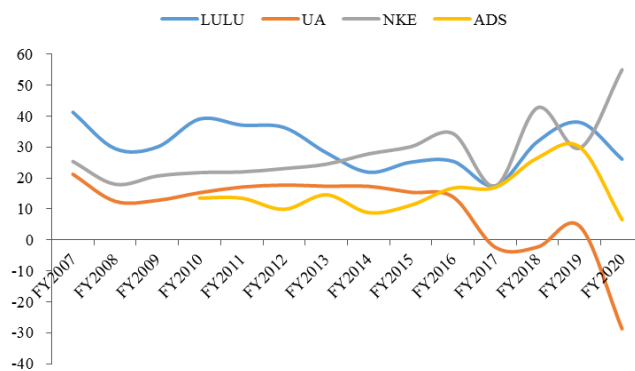
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图61、Lululemon 及同类企业销售净利率 (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图62、Lululemon 及同类企业 ROE (%)



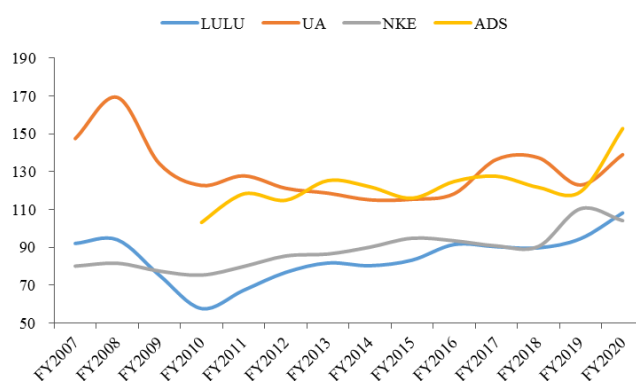
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

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。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

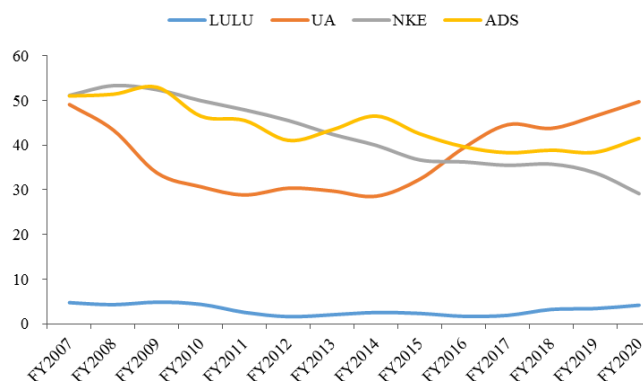
- 25 -

图63、Lululemon 及同类企业存货周转天数(天)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

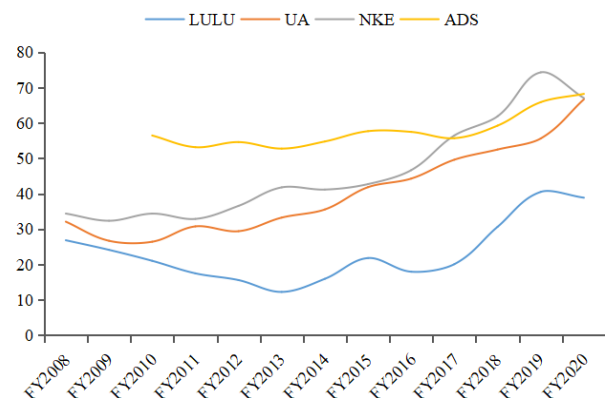
图64、应收账款周转天数(天)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

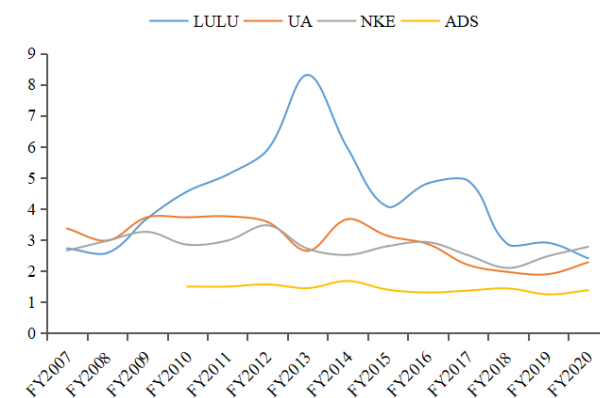
从资产结构角度看。Lululemon 资产负债率较低，流动比率较高。

图65、Lululemon 及同类企业资产负债率(%)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

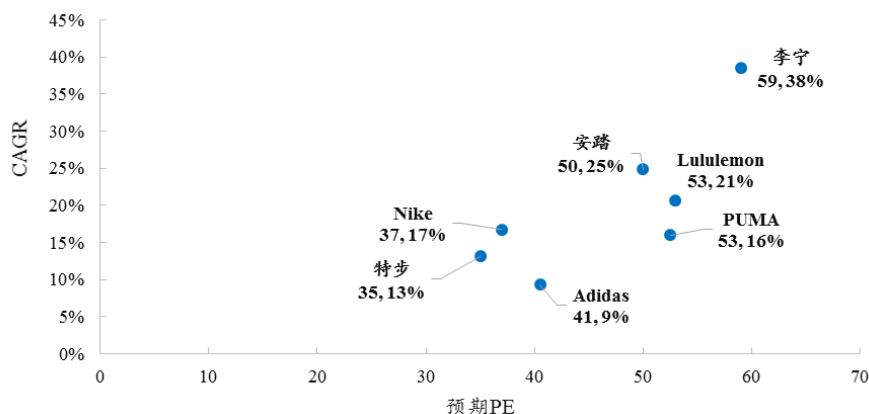
图66、Lululemon 及同类企业流动比率



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

从二级市场估值的角度，lululemon 产品在疫情期间需求依然稳定，全球化扩张和跨品类扩张的潜力很大，市场给予了 lululemon 2.5 倍的 peg 估值，和 NIKE 相近。

图67、运动鞋服品牌估值和成长象限图，20210701



资料来源: 彭博, 兴业证券经济与金融研究院整理

备注: 纵轴为 FY2024-FY2019 的 EPS CAGR, 横轴为对应 FY2021 的彭博一致预期 PE

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

4、对始祖鸟等品牌的启示

lululemon 通过与品牌大使的合作，传播品牌理念，加深了用户对 lululemon 的品牌认知度。这一营销方式同样适用于高毛利、高复购率、易传播、易形成品牌认同感的其它品类。安踏体育旗下高端户外品牌始祖鸟（Arc'teryx）、迪桑特等顶级品牌适用于同样的社群营销传播，并正在践行中。

● 始祖鸟与 lululemon：细分赛道的品类杀手

始祖鸟创立于 1989 年，先由 Amer Sports 收购，后经安踏体育收购 Amer Sports 后成为安踏体育旗下品牌。而联合安踏体育收购 Amer Sports 的其中一员，就是 lululemon 的创始人 Chip。Chip 同样看到了始祖鸟在户外运动领域的高潜力。

始祖鸟被称为户外运动的“爱马仕”，都以极致的功能性吸引了一大批核心用户。户外运动相较户内的瑜伽运动，对防水、防风、保暖等功能需求更高。始祖鸟基于三十余年的研发，在户外运动领域建立了较高的功能性壁垒。对功能性的追求，也体现了始祖鸟“发展中仍需坚守初心”的品牌理念。

图68、始祖鸟 logo



资料来源：始祖鸟官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图69、始祖鸟化石



资料来源：始祖鸟官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 安踏赋能

安踏体育控股权集中，管理层稳定。Lululemon 在上市后，频繁的创始人与 CEO 的冲突，以及动荡的董事会和决策层，严重拖后了 lululemon 的发展进程。而安踏体育控股权稳定，并通过聘请外部高管来削弱家族因素影响。吴永华、郑捷、姚伟雄等核心经营团队坚如磐石。安踏体育深耕中国市场二十余年，将充分协调其供应链、渠道、后台资源，赋能 Amer Sports。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 27 -

● Lululemon 对安踏体育发展的借鉴

坚持高质量，以功能性为导向。Lululemon 在 IPO 后两次遭遇大规模的产品质量问题，对品牌形象产生巨大影响。Lululemon 与始祖鸟同为高定价品牌，只有保证了产品的高质量，才能进一步续写品牌故事。始祖鸟被誉为户外界的爱马仕，产品“硬核”，打造极致。公司开启联名系列、艺术家系列，将户外运动与潮流文化、时尚都市风格融合，让“专业功能性”的覆盖面延伸至“日常通勤”，从而扩大消费者的覆盖面。

- **“硬核”科技，助力极致户外体验。始祖鸟定位于打造极致户外装备。**以第六代 Alpha SV 夹克外套为例，采用了新一代 N100d 3L GORE-TEX Pro 耐磨面料，融合了防水防风耐磨透气防撕裂等全方位需求，专为恶劣高山天气环境而设计。腋下采用 WaterTight 拒水外侧拉链设计，兼顾通风。而微缝头和 e3D 剪裁减少累赘，让夹克仅重约 490g。

图70、始祖鸟 e3D 剪裁工艺



图71、始祖鸟 N100d 3L GORE-TEX Pro 耐磨面料



资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理 资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

延续全直营渠道，加强品牌控制力。安踏体育拥有培育 FILA 数十年的直营经营，在直营模式上经验丰富。始祖鸟延续直营模式能加强集团对品牌的控制，也为始祖鸟打造“人通”奠定基础。始祖鸟自营门店分为正价店与奥莱店，正价店专注做客户体验，奥莱店主要做零售卖货，两者定位清晰，而全国经销商门店的过季尾货可通过“旧货抵换新货”的新政实现全国一盘货，公司可通过 BI 系统监控所有的终端动销。截至 2021 年 1 月底，始祖鸟线下门店已覆盖大陆地区 30 个省市，门店总数超过 200 家。

- **始祖鸟旗舰店陆续开业。**2020 年 9 月，始祖鸟第一家全球旗舰店开业，该店位于上海淮海中路，与爱马仕之家、蒂芙尼相邻，门店面积 736 平方米，被命名为 **（以下简称 AAC）**。2020 年 11 月，始祖鸟之家概念店在北京国贸城开业，东北地区最大的始祖鸟旗舰店亮相沈阳万象城。
- **通过互动体验空间提升品牌高度。** AAC 实际销售陈列的面积只占 50%，体

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 28 -

验区域面积占比在 30%，包括模拟攀登圣地 Squamish、Coast Mountain 矿区、Whistler 滑雪胜地等，剩余空间用来举办山地课堂、摄影展等社区活动。

图72、

淮海中路全球旗舰店



图73、北京国贸旗舰店



资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图74、AAC 体验区: Cracks In Coast Mountain

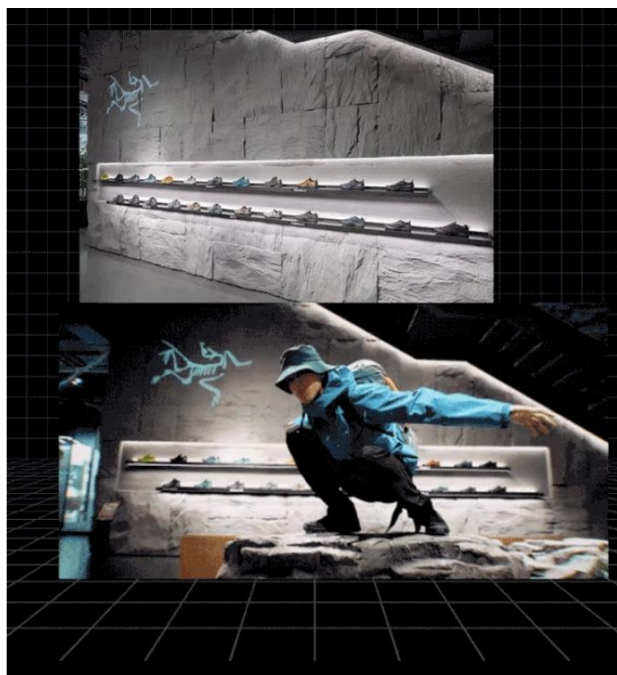
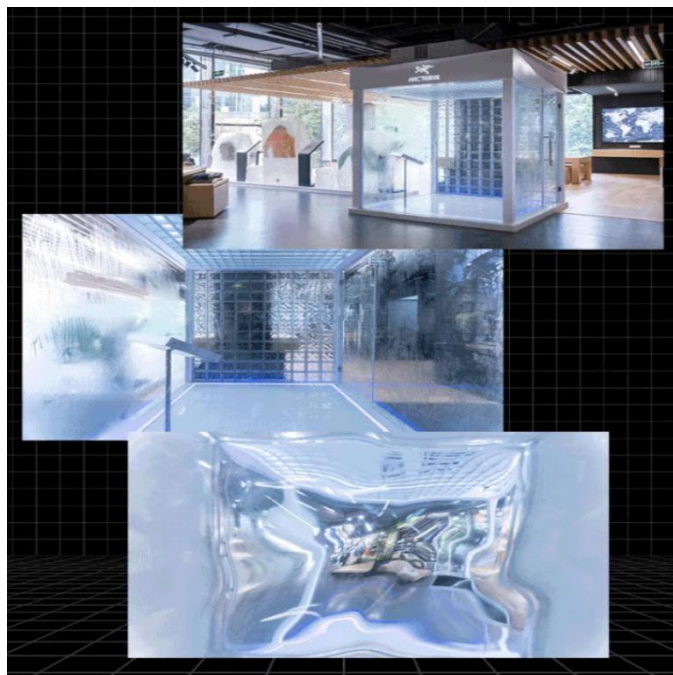


图75、AAC 体验区: Whistler Hut



资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

塑造品牌故事，以“人”为桥梁。高定价意味着必须要讲好品牌的故事，lululemon通过店内瑜伽、大型活动、教育家、品牌大使等塑造品牌，而始祖鸟则以新型门店、山地课堂等来塑造品牌。而“始祖鸟之家”则进一步强化了始祖鸟对社交与服务定位，将会员视为家人与朋友，提供更周到的服务，让 Arc'teryx 与会员间联系更加紧密。

图76、AAC“山地课堂”



资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图77、始祖鸟之家“会员小屋”



资料来源：始祖鸟微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

安踏旗下的始祖鸟（Arc'teryx）、迪桑特等顶级品牌正在通过极致功能性、全渠道、社群运营的方式来打造品牌认同感。中国户外市场正成为一颗冉冉升起的新星，安踏坐拥始祖鸟、迪桑特、萨洛蒙等顶级品牌，切入滑雪、网球、羽毛球、高尔夫等细分赛道，一举打造专业户外品牌矩阵，大品牌+强运营的组合下，潜力巨大。

5、风险提示

- 1、分析框架变化
- 2、全球经济环境重大变化与预期不符
- 3、疫情反复，从而影响终端消费复苏，业内公司存在一定经营风险。
- 4、产品推广不及预期，市场竞争激烈，存在市场开拓不及预期的风险。
- 5、消费倾向的变化，若品牌公司无法及时把握终端消费风潮的变化，营收增速将面临压力。

分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co. Ltd.、河钢股份有限公司第一服务控股有限公司、第一服务控股有限公司、深圳晨北科技有限公司、達豐設備服務有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。