

# 纺织服装

## Lululemon 的核心竞争优势在哪里？——运动鞋服专题系列 3

这是我们的第三篇运动鞋服专题报告，本次专题我们聚焦于细分领域龙头的公司——lululemon，探索其成长历程及核心竞争优势。

**历经波折的中高端专业运动服饰龙头。** Lululemon 是北美的一家定位中高端的运动休闲服饰公司，公司 2007 年上市至今发展经历三起三落，公司目前市值为 416.3 亿美元，是全球第三大市值的运动鞋服公司。公司 FY2018/FY2019 收入同增 24.1%/21.0%至 32.9/39.8 亿美元，调整后归母净利润同增 46.1%/25.4%至 5.2/6.5 亿美元。受 COVID-19 负面影响，Bloomberg 预计 FY2020 收入同比增速跌至 1.1%。

**竞争优势一：产品独特细分化定位，打造竞争壁垒。** 产品方面：**1）定位运动+休闲+时尚的细分领域，差异化定位强化竞争力。** 产品集高功能性、时尚为一身。Lululemon 采用的工艺技术包括人体工学设计、无缝技术、防臭技术等，其中很多先进技术享有专利权，构建了技术壁垒，拥有更强的产品定价权。**2）拓展产品品类：** 着重发展男装业务、扩展个人护理等产品类别。2019 财年男装收入同增 34.4%至 9.3 亿美元，占比同增 2.3pcts 至 23.5%。

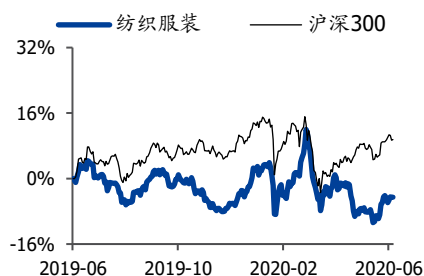
**竞争优势二：营销方面，精准定位、潜移默化的社群营销。** **1）**与服装行业传统的投放广告、邀请明星代言的营销方式不同，**公司通过千余位分散在世界各地的形象大使，精准定位周边的潜在消费者。****2）**举办活动赛事，基于社区模式渗透化营销。公司 2019 年举行 4000 多场赛事活动扩大影响力。

**竞争优势三：垂直模式渠道战略，侧重国际扩张，注重线上业务发展。** 销售渠道方面，公司线上+线下全渠道布局。线上强化数字战略，线下侧重国际扩张。**1）**过往公司线上业务高歌猛进，过去 5 年电商收入 CAGR 为 28.8%，2019 财年收入占比同增 2.5pcts 至 28.6%，未来几年内占比将持续提升。**2）**线下侧重国际扩张，重点布局潜力更大的亚太、欧洲市场，中国（不含香港）/欧洲的直营门店从 2016 年 3/11 家迅速扩张到 2019 年 32/29 家。截至 2020 年 2 月 2 日公司线下直营门店共计 491 家。公司坚持以直营为主的垂直渠道战略，以会员计划、体验性商店、季节性商店等新方式优化零售端。

**风险提示：**新冠疫情影响时间及范围超市场预期，对公司业务造成不利影响；门店拓展不达预期；海外业务拓展不及预期；外汇波动风险。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱：yangying1@gszq.com

### 相关研究

- 1、《纺织服装：谈谈运动鞋服优质龙头的经营哲学》  
2020-05-19
- 2、《化妆品专题二：产品升级能为国产化妆品带来多大上升空间》2020-05-17
- 3、《纺织服装：化妆品移居线上力克时艰，赛道长期旺盛需求未改变》2020-05-05



## 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| Lululemon 如何成长为运动鞋服大市值公司？        | 4  |
| Lululemon: 发展曲折的中高端运动休闲服饰龙头      | 4  |
| 2006-2007: 高速成长期                 | 4  |
| 2010-2012: 业务拓展期                 | 4  |
| 2016-2019: 门店扩张期                 | 5  |
| 竞争优势: 强竞争力的产品、独特的社群营销            | 6  |
| 战略: 扩展产品类别, 线上线下全方位优化销售模式        | 6  |
| 产品: 高功能性+时尚, 差异化定位强化竞争力          | 7  |
| 高功能性: 独家面料+先进工艺技术, 构建竞争壁垒        | 8  |
| 时尚: 高度关注美学细节, 时尚性带来更强的产品定价权      | 9  |
| 营销: 精准定位潜在消费者, 基于社区模式渗透化营销       | 10 |
| 通过形象大使的影响力, 精准定位潜在消费者            | 10 |
| 举办活动赛事, 加深品牌与消费者的情感连接            | 11 |
| 渠道: 线上强化数字战略, 线下侧重国际扩张, 覆盖全面调控灵活 | 12 |
| 线上渠道: 电商业务占比上升, 帮助公司更快打通国际市场     | 12 |
| 线下渠道: 垂直渠道保证稳步扩张, 多元化零售模式协助获取市场  | 13 |
| 多元的零售端模式: 加深渗透老客户, 协助获取新客户       | 15 |
| 风险提示                             | 15 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1 : 2007-2019 年 Lululemon 总市值增长趋势 (亿美元)  | 4  |
| 图表 2 : 2006-2013 财年主营业务收入及 YOY (百万美元, %)    | 5  |
| 图表 3 : 2004-2021E 财年主营业务收入及 YOY (百万美元, %)   | 5  |
| 图表 4 : 2006-2013 财年股东可分配净利润及 YOY (百万美元, %)  | 5  |
| 图表 5 : 2014-2021E 财年股东可分配净利润及 YOY (百万美元, %) | 5  |
| 图表 6 : 2007-2019 财年毛利率 (%)                  | 6  |
| 图表 7 : 2007-2019 财年净利率 (%)                  | 6  |
| 图表 8 : 2017-2019 分产品营业收入 (百万美元)             | 7  |
| 图表 9 : 2011-2019 财年分渠道营收占比 (%)              | 7  |
| 图表 10 : 2013-2019 财年国际市场分地区门店数量 (家)         | 7  |
| 图表 11 : 集功能性和时尚为一体产品展示                      | 8  |
| 图表 12 : Lululemon 畅销产品系列面料、技术与设计            | 8  |
| 图表 13 : 设计师款与非设计师款大衣单价对比 (美元)               | 9  |
| 图表 14 : Lululemon 最高价、最低价、畅销产品价格表           | 9  |
| 图表 15 : Lululemon 全球大使                      | 10 |
| 图表 16 : Lululemon 社区大使                      | 11 |
| 图表 17 : Lululemon 活动赛事                      | 11 |
| 图表 18 : 2010-2019 财年分部门营业收入 (百万美元)          | 12 |
| 图表 19 : 2010-2019 财年线上电商营收及 YOY (百万美元, %)   | 13 |
| 图表 20 : 2019 年分部门营业利润率 (%)                  | 13 |
| 图表 21 : 2007-2019 财年门店平均面积 (平方英尺)           | 13 |
| 图表 22 : 2007-2019 财年门店坪效 (美元/平方英尺)          | 13 |

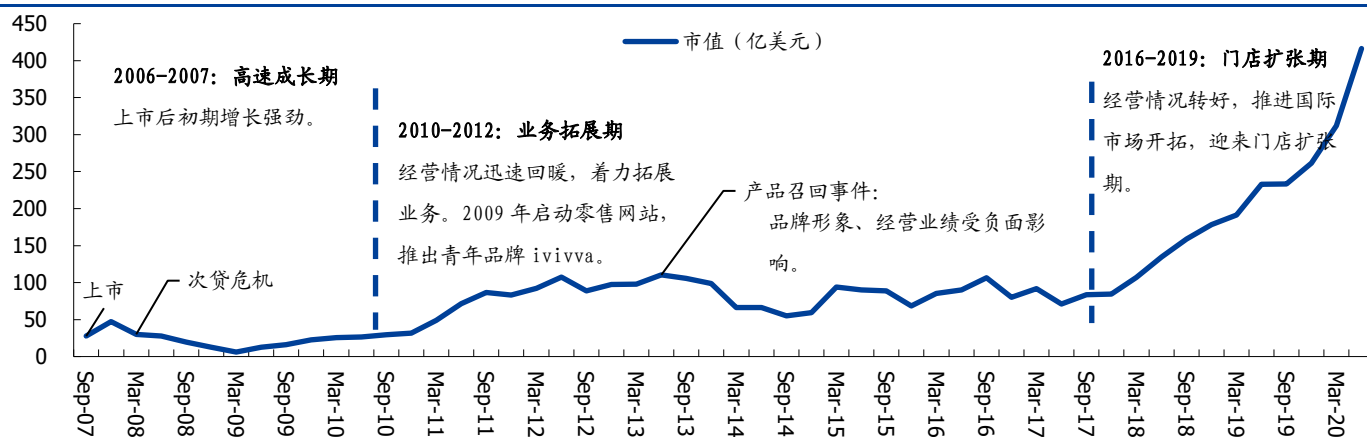
|  |    |
|--|----|
| 图表 23 : 2011-2019 财年分地区营业收入 (百万美元) ..... | 14 |
| 图表 24 : 2011-2019 财年分地区营业收入占比 (%) .....  | 14 |
| 图表 25 : 2007-2019 财年末分国家直营店数量 (家) .....  | 14 |

## Lululemon 如何成长为运动鞋服大市值公司？

### Lululemon：发展曲折的中高端运动休闲服饰龙头

Lululemon 是北美的一家定位中高端的运动休闲服饰公司，它对自己的定位是“以健康生活方式为灵感的运动服装和配件的设计师和零售商”。公司以女性瑜伽裤起家，后产品范围逐渐扩展为瑜伽、舞蹈、跑步和一般健身所需要的全面的服装和配饰系列。Lululemon 1998 年由 Chip Wilson 在加拿大温哥华成立，2007 年在纳斯达克交易所上市，目前市值为 416.3 亿美元，公司上市至今发展经历三起三落：高速成长期、业务拓展期、门店扩张期。

图表 1：2007-2019 年 Lululemon 总市值增长趋势（亿美元）



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

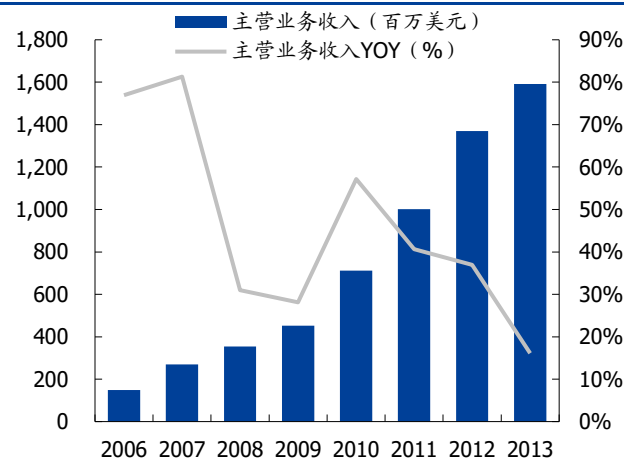
### 2006-2007：高速成长期

2007 年上市后初期增长强劲，2007 年末公司总市值达 47.1 亿美元，当期主营业务收入增速超过 70%。后 2008-2009 年逢次贷危机，经济衰退的担忧下消费者削减零售支出，公司业绩迎来了一段时间的低迷，2008/2009 年末总市值降至 12.7/22.6 亿美元，收入增速有所放缓。

### 2010-2012：业务拓展期

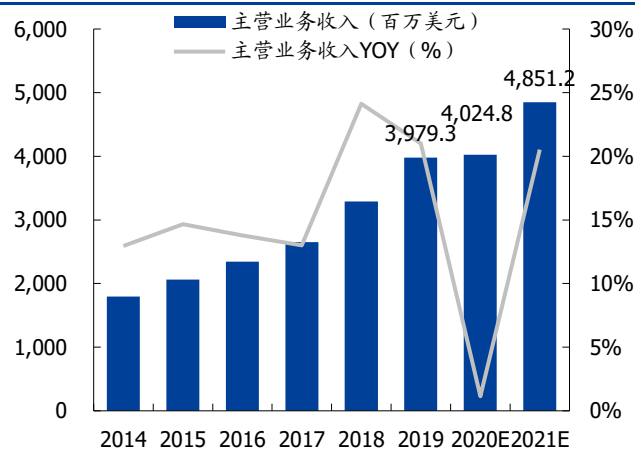
次贷危机过后经营情况迅速回暖，公司开始着力拓展业务。2009 年公司正式启动了零售网站，并推出青年品牌 ivivva。2012 年末市值达 97.3 亿美元，当期收入同增 36.9% 至 13.7 亿美元，毛利率较 2009 财年增加 6.4pcts 达至 55.7%。2013 年情况急转直下，发生了因 Luon 黑色底裤面料不合格而召回相关产品的事件，公司品牌形象及业绩接连几年受到负面影响，2014-2015 年财年收入同比增速降至 12.9%/14.7%，股东可分配调整后净利润呈现负增长，2015 年末总市值更是跌至 68.6 亿美元。

图表 2: 2006-2013 财年主营业务收入及 YOY (百万美元, %)



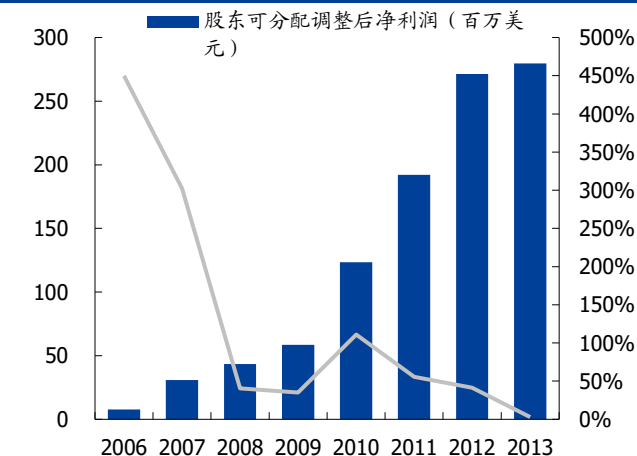
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 3: 2004-2021E 财年主营业务收入及 YOY (百万美元, %)



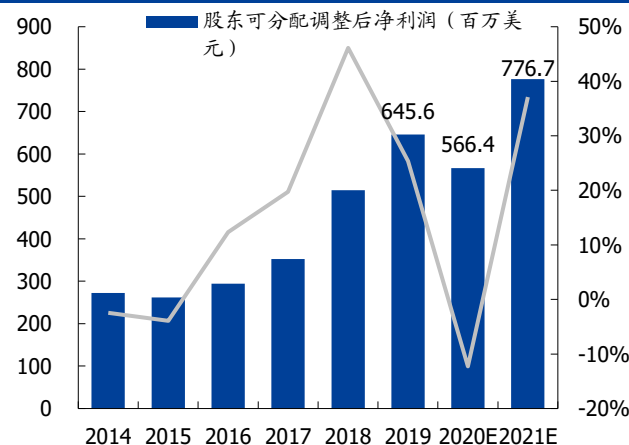
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 4: 2006-2013 财年股东可分配净利润及 YOY (百万美元, %)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 5: 2014-2021E 财年股东可分配净利润及 YOY (百万美元, %)

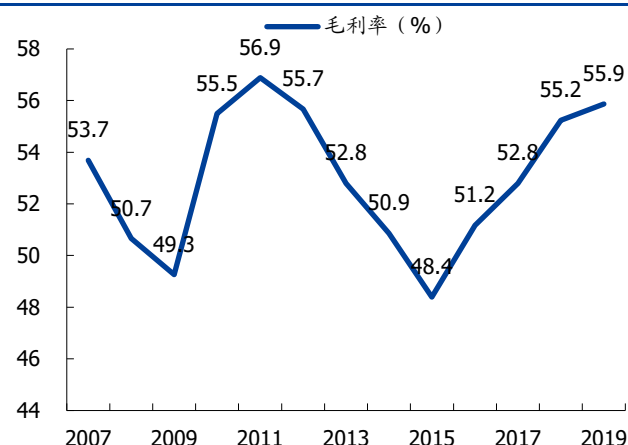


资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

## 2016-2019: 门店扩张期

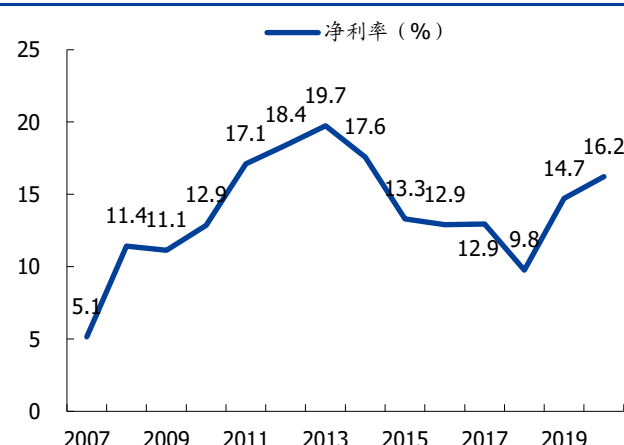
公司经营情况于 2016 年开始转好, 随着业务模式的改进与全球健身风气的兴起, 公司着力推进国际市场的开拓, 迎来了两三年的门店扩张期。2018/2019 年末总市值末增长至 178.6/261.5 亿美元 (2020/06/08 市值 416.3 亿美元), 收入同增 24.1%/21.0% 至 32.9/39.8 亿美元, 调整后净利润同增 46.1%/25.4% 至 5.2/6.5 亿美元。收入增加引起的规模效应、供应链细分推动采购成本降低、分配效率提高等因素, 共同推动毛利率逐渐上升至 2019 财年 55.9%。受 COVID-19 负面影响, Bloomberg 预计 2020 财年收入同比增速跌至 1.1%。

图表 6: 2007-2019 财年毛利率 (%)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 7: 2007-2019 财年净利率 (%)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

## 竞争优势: 强竞争力的产品、独特的社群营销

运动服装行业的竞争主要基于品牌形象和认知度,以及产品质量、款式和价格。Lululemon 采用产品细分化定位+社群营销+垂直渠道的战略,以优质品牌形象和技术产品创新构建壁垒,并利用店内和社区营销的经验在竞争中脱颖而出。

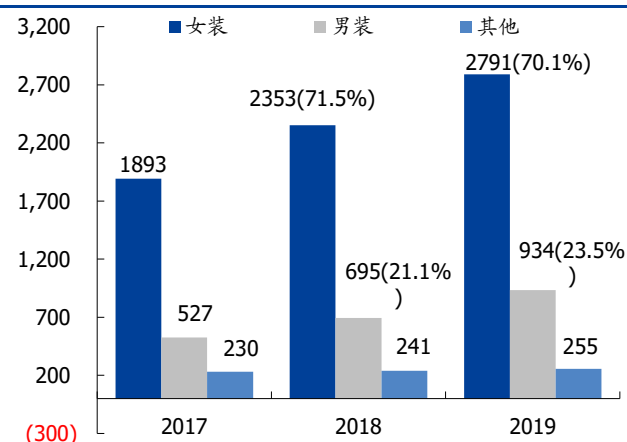
## 战略: 扩展产品类别, 线上线下全方位优化销售模式

**产品方面, 着重发展男士业务、扩展产品类别, 为业务增添更多可能。**男装业务的扩展一直是公司的战略重点,这部分业务增长迅速,2019 财年男装收入同增 34.4%至 9.3 亿美元,占比 23.5%,比上一财年上升 2.3pcts。除此之外公司一直在尝试产品类别的创新,于 2019 财年推出了一系列新的个人护理产品,并对鞋类产品市场进行了测试。品牌方面,公司也曾尝试开拓年轻女性的市场,在 2009 财年推出了以女性青年及舞蹈为灵感的品牌 ivivva,但并没有取得成功,该品牌业务于 2017 财年重组并关闭大量门店。

**销售模式方面, 线上、线下渠道全方位优化。线上继续强化数字战略,尤其是在国际市场的开拓中。**自 2009 年开拓线上渠道以来,这部分业务增长迅速,在启动第 2 年即 2010 财年创收占比就达到了 8%,2019 财年占比达 28.6%。公司认为未来几年内,电子商务的增长速度将明显快于线下,占比将持续提升。**线下坚持垂直渠道战略,加速国际市场上的扩张。**公司线下门店以直营店为主,新增会员计划、体验性商店、季节性商店等方式以优化零售端。国际市场战略中,亚太地区(尤其是中国)和欧洲的扩张成为公司重点战略布局的市场,2016 财年末到 2019 财年末,中国(不含香港)/欧洲的直营门店数量从 3/11 家迅速扩张到 32/29 家。在国际市场上他们将专注于重点城市及线上渠道,以此更快地建立品牌知名度。

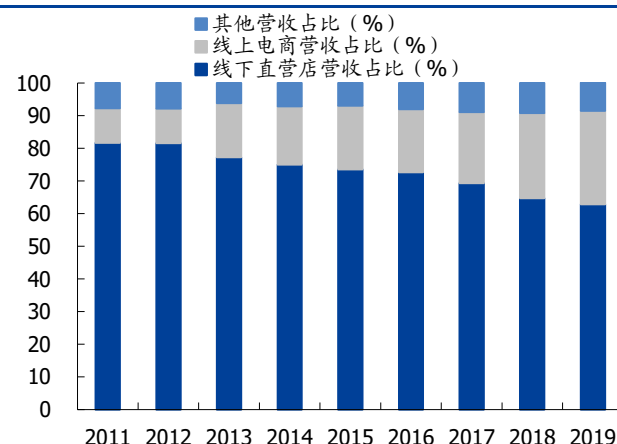


图表 8: 2017-2019 分产品营收 (百万美元)



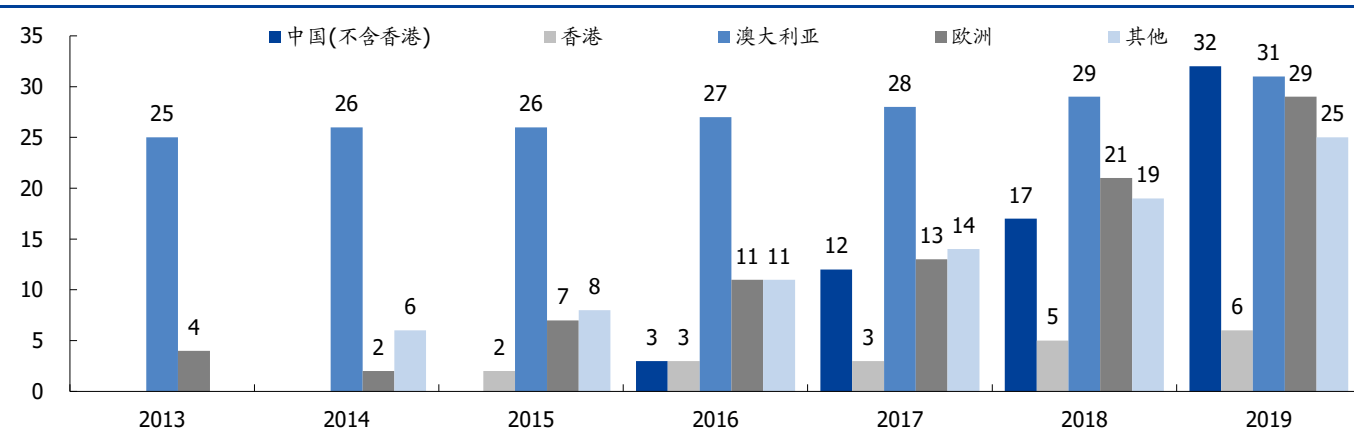
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 9: 2011-2019 财年分渠道营收占比 (%)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 10: 2013-2019 财年国际市场分地区门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 产品: 高功能性+时尚, 差异化定位强化竞争力

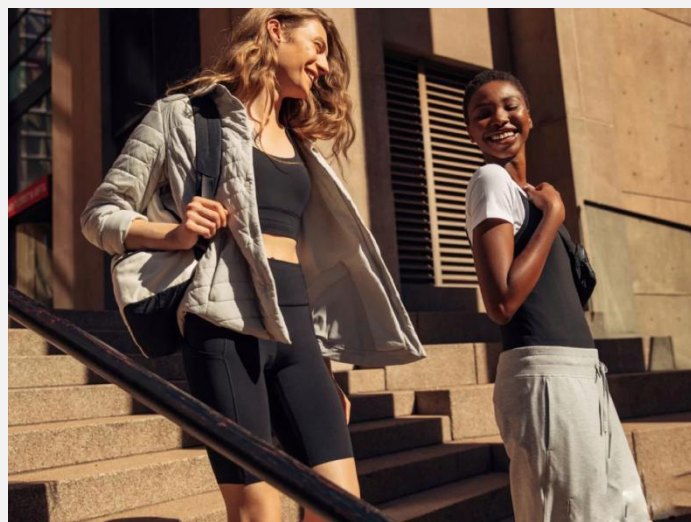
**Lululemon 着重进行产品类别上的多元创新。**他们所提供的服装包括裤子、上衣和夹克等, 其中女装业务收入占比达七成, 但侧重发展男士业务下男装收入占比在不断攀升。2019 财年女装收入同增 18.6%至 27.9 亿美元, 占比 70.1%, 比上一财年下降 1.4pcts; 男装收入同增 34.4%至 9.3 亿美元, 占比 23.5%, 比上一财年上升 2.3pcts。公司最畅销的是用于瑜伽活动的产品, 2018 财年在核心产品系列基础上扩大了办公室/旅行/通勤类别, 还增加了更多寒冷天气款式的外套种类。2019 财年公司推出了一系列新的个人护理产品, 并计划来年增加商店分销。同年对鞋类产品市场进行了测试, 公司认为补充这一空白将带来巨大的销售机会。

Lululemon 提供的产品**集高功能性、时尚为一身**, 定位运动+休闲+时尚的细分领域, 差异化的产品定位和出色的品质使其具有很强的竞争力。以 Lululemon 在天猫平台上销量最多的 Align 系列瑜伽裤为例, 采用排汗干爽、四面弹力的 Nulu 面料, 添加延展性好、不易变形的 Lycra 氨纶, 面料裸感亲肤不紧绷。同时在腰部设计了隐藏式口袋, 使用为亚洲体型设计的窄腰版型以从视觉效果上拉长腿部, 达到塑形效果。

图表 11: 集功能性和时尚为一体产品展示

Switch Please 夹克, Fast And Free 运动短裤。

Enlite 运动内衣。



资料来源: 小红书, 国盛证券研究所

### 高功能性: 独家面料+先进工艺技术, 构建竞争壁垒

为了保证产品的功能性、舒适性, 公司设计和开发团队采用了技术先进的独家面料, 同时持续进行工艺和设计上的创新。Lululemon 不运营任何制造设施, 而是从第三方供应商采购面料、外包制造。面料方面, 公司与领先的面料供应商合作开发专有面料, 包括主打速干的 Everlux、主打柔软的 Nulu 及 Nulux 等。所生产的面料通过协议和商业机密保护, 技术先进的独家面料保证了产品的市场竞争力。除此之外, 公司与测试公司合作, 测试面料耐磨性和色牢度等性能。工艺与设计方面, Lululemon 采用的工艺技术包括人体工学设计、无缝技术、防臭技术等, 其中很多先进技术享有专利权, 构建了技术壁垒。美国专利局记录显示, 迄今 Lululemon 申请了 134 项美国专利, 包括动态性能的胸衣布料编织方法、带有储物袋的胸衣设计、保暖并提供透气性的冬季衣物制造方法等。

图表 12: Lululemon 畅销产品系列面料、技术与设计

| 类别    | 名称         | 特点         | 具体描述   |
|-------|------------|------------|--|
| 面料    | Everlux    | 速干         | Lululemon 产品中干燥最快的面料, 在流汗较多的锻炼中获得高强度的舒适感。                              |
|       | Nulux      | 凉爽, 圆滑, 快干 | 紧密编织的微纤维可增加垂直拉伸的弹性、提供轻巧的支撑, 面料适宜跑步和训练。                                 |
|       | Nulu       | 柔软、吸汗排汗    | 非常柔软。Nulu 织物不仅具有超柔软的特性, 而且还具有吸汗排汗的超细纤维针织物, 其中含有 Lycra 纤维, 支持长时间的变形和拉伸。 |
|       | Warpstreme | 形状维持       | Warpstreme 织物能长时间保持其形状, 同时结合了 Lycra 纤维和排汗纱, 专为城市街道设计的技术性能。             |
| 技术与设计 | 防臭         | 防臭、无需洗涤    | 反臭技术可消除引起异味的细菌使织物更耐用, 无需洗涤。  |
|       | ABC 裤子     | 防睾丸撞击      | ABC 工程技术采用符合人体工程学的设计, 可以防止男性活动时睾丸产生碰撞。                                 |
|       | 无缝         | 无缝、舒适      | 利用专业机器将纱线编织到长圆筒的织物中以达到无缝效果, 无缝结构通过减少皮肤刺激性和加强重要的接缝来增加舒适度和功能性            |

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所



### 时尚：高度关注美学细节，时尚性带来更强的产品定价权

与传统运动服饰品牌不同，Lululemon 在关注专业性、功能性的同时，也高度关注产品的美学细节。比如包类产品，公司希望它成为女性想要从健身房带去办公室的东西，而不仅仅是以功能为主却忽略美学角度的传统健身包。公司与更多时尚相关的设计师合作，包括男性服饰方面的罗伯特·盖勒(Robert Geller)和女性服饰方面的洛克桑达(Roksanda)等高端设计师，希望通过时尚与运动的结合与碰撞给消费者带来惊喜。产品设计团队根据市场情报和研究确定趋势，积极寻求形象大使和消费者的意见和反馈，广泛寻找功能、风格和技术优势目标等方面的灵感。

消费者对于时尚性强的产品价格敏感度低，公司希望未来拓宽产品价格区间，为业务带来了更大可能性。公司与伦敦设计师合作推出的 Roksanda 系列，即使零售价高达 998 美元，依然在北美和国际市场上反响很好，这证明价格并不会成为引入新产品的限制因素。以往的产品定价区间比较狭窄，公司希望扩大价格范围，在更广泛的价格点上发挥作用。除了向上拓宽外，公司也尝试拓展发带、发圈等饰品类别，为年轻顾客创造进入品牌的入门产品。

图表 13：设计师款与非设计师款大衣单价对比（美元）

Roksanda 设计师系列大衣，售价 998 美元。

非设计师款大衣，售价 228 美元。



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 14：Lululemon 最高价、最低价、畅销产品价格表

|     | 产品类别 | 价格（美元） |     | 产品类别  | 价格（美元） |
|-----|------|--------|-----|-------|--------|
|     | 女士   |        |     | 男士    |        |
|     | 长裤   | \$95   |     | 短裤    | \$68   |
| 最畅销 | 短裤   | \$58   | 最畅销 | 短袖    | \$78   |
|     | 内衣   | \$48   |     | 长裤    | \$128  |
| 最低价 | 发圈   | \$8    | 最低价 | 抗滑去油膏 | \$8    |
| 最高价 | 大衣   | \$398  | 最高价 | 大衣    | \$598  |

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

## 营销：精准定位潜在消费者，基于社区模式渗透化营销

Lululemon 采取的营销方式并不是简单粗暴的暴露式营销，而是**精准定位、潜移默化的社群营销**。他们的机会不在于是否被所有人听到，而是被正确的人听到和理解。公司充分利用形象大使、数字营销和社交媒体、店内社区委员会等各种举措来达成这点，愿景是成为一个通过汗水、成长和联系来点燃人们的社区，并将这称之为“sweat life”。

### 通过形象大使的影响力，精准定位潜在消费者

公司通过分散在世界各地的形象大使，精准定位周边的潜在消费者。与服装行业传统的投放广告、邀请明星代言的营销方式不同，公司在全球拥有千余位形象大使，包括全球大使与社区大使。这些形象大使大多是运动员、瑜伽士、培训师、音乐家等，他们的生活方式振奋人心，拥有小范围的号召力，为公司带来了大量的潜在消费者。1) 社区的建立方面，形象大使为门店设计以及打造社区的方式提供信息和意见；2) 活动方面，形象大使在线上、线下门店及的社区中开展活动并授课；3) 产品方面，形象大使代表消费者为公司提供重要的反馈，并就产品系列进行合作。

图表 15: Lululemon 全球大使

尼克·佛尔斯 (Nick Foles)

玛莉亚·曼努埃尔 (Malia Manuel)

丽迪雅·柯 (Lydia Ko)



NFL (美国职业橄榄球大联盟) 历史上最有名的四分卫之一，瑜伽爱好者，《纽约时报》畅销书作家。

14 岁时成为赢得美国冲浪公开赛最年轻的女性，位居世界十大最佳女冲浪者之一，一年参加比赛将近 10 个月。

韩国裔新西兰职业高尔夫球手，5 岁开始打高尔夫球，20 场全球职业巡回赛冠军，2016 年里约奥运会的银牌得主。

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 16: Lululemon 社区大使

艾丽莎·斯堪内尔 (Alisa Scannell)

哈罗德·戴尔 (Harold Dale)

亚当·布雷肯 (Adam Bracken)



普拉提老师，和姐妹们开设了一家名为 Heartcore 的大型工作室。

运行团队负责人。

私人教练，在担任了 9 年的培训师后，他开设了自己的健身房。

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

### 举办活动赛事，加深品牌与消费者的情感连接

公司在全球各地的社区举办各式各样的活动与体育赛事，他们通过这些活动吸引潜在的消费者，并加深与消费者在情感上的联系。公司在全球各地的社区举办了 4000 余场活动。2019 年初公司在气温零下 40 度的埃德蒙顿举办了一场三小时的运动项目，参加会员数高达 14000，并受到参加者的一致好评。除了加深与原有消费者的情感连接外，这次项目实际上也是一种吸引新消费者的方式。在埃德蒙顿的项目中，10% 的参加者的会员身份是为此次活动而购买的。公司利用多次活动推广跑步系列产品，传达品牌理念，进行精准营销。

图表 17: Lululemon 活动赛事

2016.03，洛杉矶，夜跑队

2016.09，肯尼亚，非洲瑜伽项目



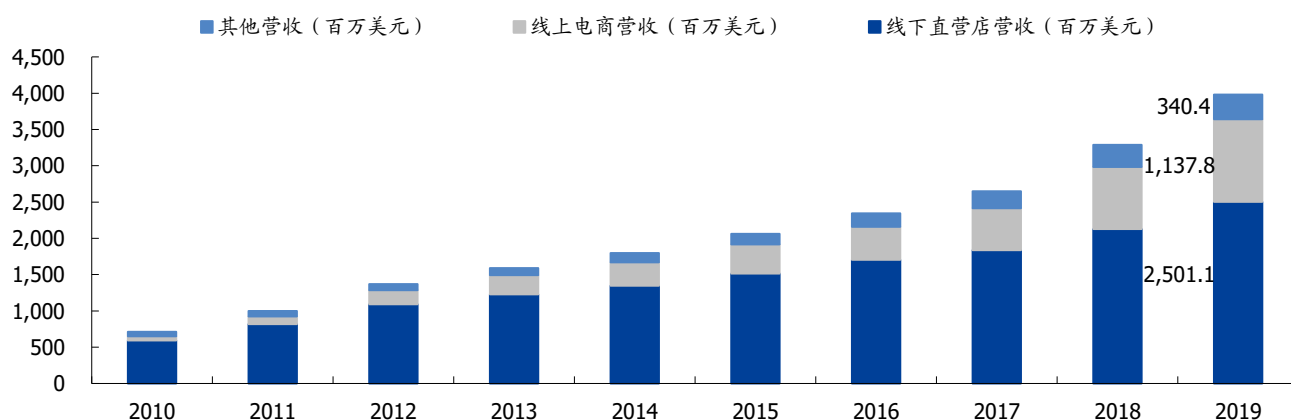
资料来源：公司官网，国盛证券研究所



## 渠道：线上强化数字战略，线下侧重国际扩张，覆盖全面调控灵活

公司处于门店扩张期，近两年侧重布局亚太、欧洲市场。截至 2020 年 2 月 2 日公司线下直营门店共计 491 家，北美地区占绝大多数达 368 家。门店较上财年末增加了 51 家，新增门店中 24 家在亚太地区，19 家在北美，8 家在欧洲。公司线上线下全渠道覆盖，线上增速更快、占比提升。线上渠道包括电子商务网站、移动应用程序等，2019 财年线上营收同增 32.5% 达 1137.8 百万美元，占比 28.6%，较上财年提升 2.5pcts。线下渠道中直营店占据大多数，2019 财年线上营收同增 17.6% 达 2501.1 百万美元，占比 62.9%，较上财年下降 1.8pcts。

图表 18：2010-2019 财年分部门营业收入（百万美元）



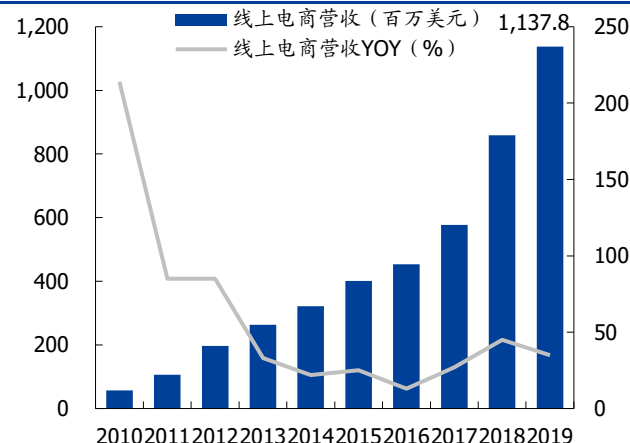
资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

### 线上渠道：电商业务占比上升，帮助公司更快打通国际市场

线上渠道发展迅速，强化购物灵活性的同时带来增量购买。2009 财年第一季度公司正式启动了电子商务零售网站，后又补充了移动应用程序等渠道，这部分业务增长迅速，启动第 2 年即 2010 财年收入占比就达到了 8.1%，2019 财年占比 28.6%，电商业务收入过去 5 年 CAGR 为 28.8%。

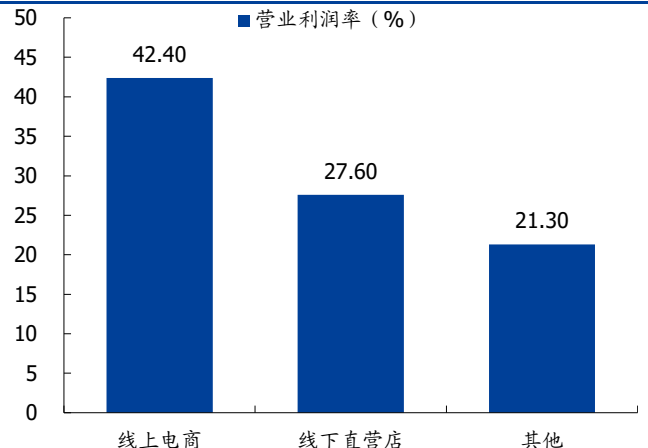
- 公司认为未来几年内，电子商务的增长速度将明显快于线下商店业务的增长速度，线上占比将持续提升。电子商务为消费者提供了更大的购物灵活性，这有益于优化品牌形象、扩大客户基础。线上渠道支持网上下单+到实体店取货的形式，大约有 20% 的网上下单用户在线下门店取单时会进行额外的购买。线上渠道的营业利润率也显著高于线下，2019 年营业利润率达 42.4%，显著高于同年线下营业利润率 27.6%。
- 数字战略作为开拓新市场的有效路径，成为公司国际战略（尤其是中国市场）的关键部分。在对国际新市场的开拓中，公司发现使用线上渠道能更快地建立品牌知名度。由于中国市场的电商业务相较其他市场发展成熟，公司对中国的业务规划更多地聚焦在线上。Lululemon 利用天猫平台加速中国地区业务的发展，在 2019 年双十一仅用 69 分钟就超过了 2018 年双十一的下单人数。即使当时公司对于一些产品库存进行了季节性降价，全价商品销售收入仍然以两位数的强劲速度增长。除了借助原有的电商平台之外，公司也针对中国市场开设了自己的电子商务网站，且创收占比不断攀升。

图表 19: 2010-2019 财年线上电商营收及 YOY (百万美元, %)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 20: 2019 年分部门营业利润率 (%)



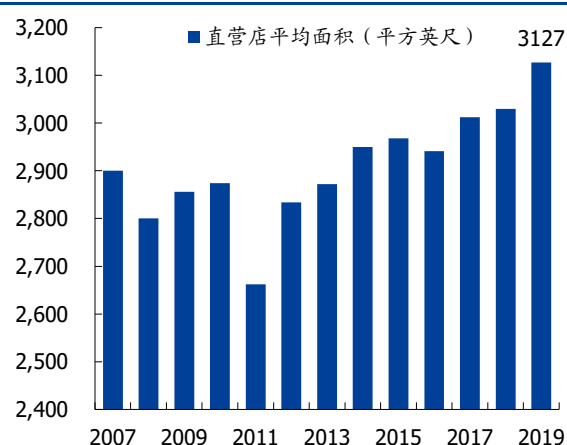
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

### 线下渠道: 垂直渠道保证稳步扩张, 多元化零售模式协助获取市场

线下业务公司坚持垂直渠道战略, 在扩张门店数量与面积的同时维持坪效的稳步提升。公司绝大多数的门店为直营门店, 便于公司对门店的灵活调控和管理, 公司能够直接接触消费者并传递品牌理念, 这对品牌形象的建立大有裨益。

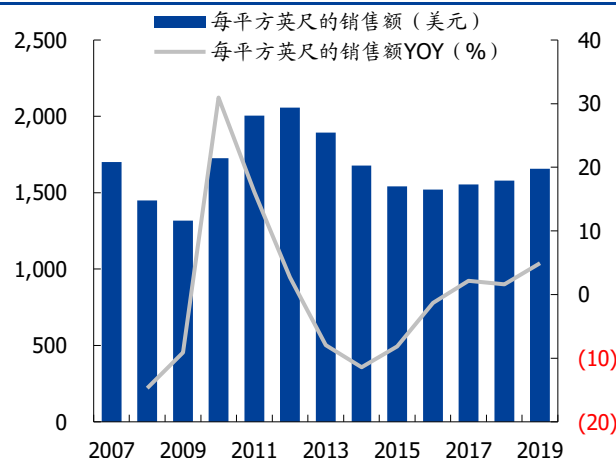
- **门店现状:** 2019 财年末公司线下直营门店共计 491 家, 较上财年末增加了 51 家, 这些门店主要位于街道、生活中心和购物中心。公司 2019 财年平均门店面积 3127 平方英尺 (约 290.5 平米), 较 2018 财年 3030 平方英尺增加 97 平方英尺 (约 9.0 平米)。每平方英尺的门店销售额是 1657 美元, 较 2018 财年 1579 美元同增 4.9%。
- **未来几年的渠道战略:** 不仅包括开设新门店, 还包括将通过店面扩张和搬迁来实现总面积的增长, 一些中型门店将转向大型门店。地区上: 公司 2020 财年的新店增长规划主要集中在亚洲和美国地区, 近年国际 (北美以外) 地区的收入增长也相对更快, 2011-2019 年国际地区收入占比逐渐提升至 2019 年 12%, 加拿大收入占比逐渐下降至 2019 年 16.3%。公司认为, 国际上的发展远远不会止步于此, Lululemon 预计到 2023 年时中国地区收入将超过欧洲、澳大利亚、新西兰收入的总和。

图表 21: 2007-2019 财年门店平均面积 (平方英尺)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

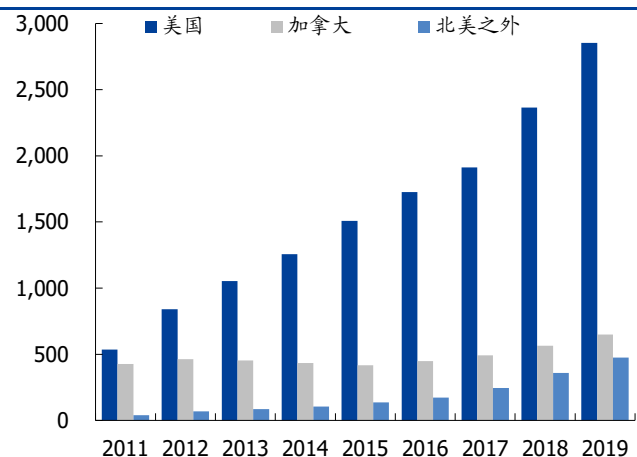
图表 22: 2007-2019 财年门店坪效 (美元/平方英尺)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

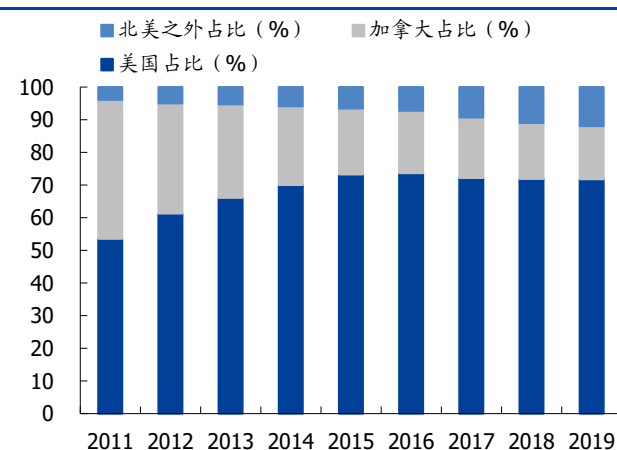


图表 23: 2011-2019 财年分地区营业收入 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 24: 2011-2019 财年分地区营业收入占比 (%)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 25: 2007-2019 财年末分国家直营店数量 (家)

| 国家/财年     | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 美国        | 305  | 285  | 274  | 287  | 260  | 211  | 171  | 135  | 108  | 78   | 66   | 61   | 30   |
| 加拿大       | 63   | 64   | 60   | 64   | 60   | 57   | 54   | 51   | 47   | 44   | 44   | 42   | 37   |
| 中国 (不含香港) | 32   | 17   | 12   | 3    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 香港        | 6    | 5    | 3    | 3    | 2    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 澳大利亚      | 31   | 29   | 28   | 27   | 26   | 26   | 25   | 23   | 18   | 11   | -    | -    | -    |
| 英国        | 14   | 12   | 9    | 9    | 6    | 2    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 日本        | 7    | 5    | 2    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 4    |
| 新西兰       | 7    | 7    | 6    | 5    | 5    | 5    | -    | -    | 1    | -    | -    | -    | -    |
| 德国        | 6    | 5    | 2    | 1    | 1    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 韩国        | 5    | 4    | 3    | 2    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 新加坡       | 4    | 3    | 3    | 3    | 2    | 1    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 法国        | 3    | 1    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 马来西亚      | 2    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 瑞典        | 2    | 1    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 爱尔兰       | 1    | 1    | 1    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 荷兰        | 1    | -    | -    | -    | -    | -    | 4    | 2    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 挪威        | 1    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 瑞士        | 1    | 1    | 1    | 1    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 波多黎各      | -    | -    | -    | 1    | 1    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    | -    |
| 直营店总数     | 491  | 440  | 404  | 406  | 363  | 302  | 254  | 211  | 174  | 133  | 110  | 103  | 71   |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所。注: 包含 iviva 品牌。

### 多元的零售端模式：加深渗透老客户，协助获取新客户

**体验式商店：体验式+社交式购物模式，建立与消费者的情感连接。**2019 年 7 月公司于芝加哥林肯公园、明尼阿波利斯美国购物中心附近首次开设体验式商店。这些体验店设有专门的工作室、更衣室、休闲区，以便开展各种活动与社交。产品的体验式营销、与客户的频繁交互带来了创新的购物体验，在吸引新客人的同时，还大大提高了他们对于品牌的忠诚度。

**季节性商店：有效达成新市场的验证、新客户的获取。**2019 年假期期间公司运营了大约 80 家季节性商店，这些商店能够在特定的假期期间更好地迎合客人，向新市场的客人介绍 Lululemon 品牌并进行更多的互动，事实证明这是一种非常划算的获得新客户的方式。除此之外，季节性商店使得公司能以非常低的成本去衡量一个新市场，比如是否存在同类相食的风险等。如果条件合适则转变为全功能商店，从而以低风险的方式进行门店的扩张，公司在 2019 年将季节性商店中的 8 家改造成全功能商店。如果条件不合适公司可能不会继续维持该商店，但他们仍然通过这种方式获取到了新客人并保持与他们的关系，这些客人可以通过网络购物的方式继续购买产品。

**会员计划：以会员计划与消费者互动，增强消费者社区归属感。**2019 年公司进行了会员计划的试点，消费者们通过成为会员加入社区、认识其他热爱健康生活方式的人，这让他们在购买了产品的同时获得了非常独特的活动和社交体验。

除了零售之外，公司保留批发分销渠道，协助建立品牌知名度。公司保留高级瑜伽工作室、健身俱乐部和健身中心等优质批发场所，为他们的核心消费者提供了另一种方便的分销渠道。但他们并不打算让批发成为整体销售的重要贡献者，而主要是利用该渠道来建立品牌知名度、提升品牌形象。

## 风险提示

**新冠疫情影响时间及范围超市场预期，对公司业务造成不利影响。**目前处于疫情期间，如果新冠疫情影响时间过长会影响公司的客流量和门店拓展计划造成对业绩的负面影响。**门店拓展不达预期。**公司计划未来持续进行门店拓展，门店拓展不达预期会导致收入端低于预期。

**海外业务拓展不及预期。**公司在海外有门店扩张及线上业务拓展计划，海外市场存在不确定性，会对计划带来负面影响。

**外汇波动风险。**海外业务受到外汇影响较大。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级 | 说明                      |
|---|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|   |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|   |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

#### 国盛证券研究所

##### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

##### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

##### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

##### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com