

Lululemon (LULU.O/LULU US)

逆風壓境，力挽狂瀾

持有・維持

收盤價 September 4 (US\$)	206
3 個月目標價 (US\$)	209
12 個月目標價 (US\$)	218
前次目標價 (US\$)	262
調降 (%)	16.8
上漲空間 (%)	5.8

焦點內容

- 2Q FY25 獲利不如預期，主因北美市場表現不佳。
- 受美國關稅提高及小額包裹免稅取消影響，FY25 財測進一步調降。
- 公司計畫加快新品上市速度。

交易資料表

市值: (US\$bn)	24.4
流通在外股數 (百萬股):	113
機構持有比例 (%):	93.8
3M 平均成交量 (百萬股):	3.9
52 週股價 (低\高) (US\$):	186.0-423.3

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(37.7)	(41.0)	(18.8)
相對表現 (%)	(47.2)	(52.3)	(36.9)

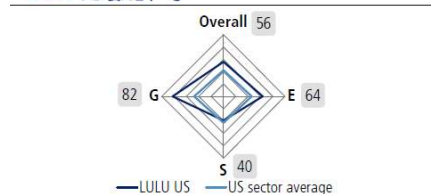
市場綜合評等



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	150	268	500
潛在報酬 (%)	(27.2)	30.3	142.6

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

Lululemon 2Q FY25 (財年止於 1 月; 5-7 月) 獲利低於預期; 管理層進一步調降 FY25 財測展望，盤後股價重挫 16%。

評論及分析

美國市場表現不佳。2Q FY25 獲利年減 6%、但季增 18%至 3.7 億美元，折合每股盈餘 3.10 美元，低於市場共識 7%。營收 25.3 億美元，持續放緩至年增 7%；其中：(1) 美洲：儘管有新店開幕 5 間，同店銷售衰退 4%，尤其美國業務並不理想；及 (2) 中國銷售僅達預期低緣，主因一線城市浮現總經逆風跡象。受促銷活動增加與關稅影響 (部分抵銷自產品售價調升和成本下滑)，毛利率年減 1.1 個百分點至 58.5%，反轉過去九季成長走勢。加上營運去槓桿，營利率 20.7%低於市場預估的 21.5%。

關稅拖累獲利展望。公司下調 FY25 營收及利潤率展望，尤其毛利率減幅最明顯 (自前次 1.1 個百分點擴大至 3.0 個百分點)，主因美國關稅提高、小額包裹免稅取消 (約 2/3 美國電商訂單由加拿大配送中心完成)，且季節性清倉活動將更加積極。短期而言，3Q FY25 營收將年增 3-4%、毛利率及營利率將分別年減 4.1、5.6 個百分點，隱含獲利將大幅落後市場共識 25-27%。

產品乏善可陳為癥結點。Lululemon 已自 2H FY24 起致力恢復新品滲透率至歷史最高水準，但消費者反應不如預期，管理層將其歸因於：(1) 消費者在高端機能運動服支出減少，變得更挑剔、尋求更新潮款式；及 (2) 新興品牌蓬勃發展，競爭加劇。公司計畫加快新品上市速度，以貼近市場多變的趨勢並重拾競爭力；預計明年春季新品佔比將自目前的 23%提升至約 35%。

投資建議

我們維持 Lululemon「持有」評等，目標價調降至 218 美元，基於 FY25-26 平均每股盈餘預估之 15 倍 (前次為 18x FY25F EPS)，對比目前股價交易在歷

史本益比區間 13-65 倍之最低檔。

投資風險

上檔風險為消費較預期強勁與品牌重拾人氣。

主要財務數據及估值

	Jan-23A	Jan-24A	Jan-25A	Jan-26F	Jan-27F
營業收入 (US\$百萬)	8,111	9,619	10,588	11,053	11,888
營業毛利 (US\$百萬)	4,492	5,609	6,271	6,284	6,837
營業利益 (US\$百萬)	1,328	2,133	2,506	2,266	2,534
EBITDA (US\$百萬)	1,620	2,512	2,952	2,851	3,224
稅後淨利 (US\$百萬)	855	1,550	1,815	1,633	1,844
每股盈餘 (US\$)	6.70	12.23	14.67	13.66	15.42
營業收入成長率 (%)	29.6	18.6	10.1	4.4	7.6
每股盈餘成長率 (%)	(10.9)	82.6	19.9	(6.9)	12.9
毛利率 (%)	55.4	58.3	59.2	56.8	57.5
營業利益率 (%)	16.4	22.2	23.7	20.5	21.3
EBITDA margin (%)	20.0	26.1	27.9	25.8	27.1
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
股東權益報酬率 (%)	29.0	42.0	42.4	31.7	26.7

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

Lululemon 9 月 5 日法說會重點摘要

- Lululemon 2Q FY25 獲利年減 6%、但季增 18%至 3.7 億美元，折合每股盈餘 3.10 美元，低於市場共識 7%。營收 25.3 億美元，年增 7%、季增 7%，為新冠疫情以來最弱成長，主因北美市場表現不佳。受促銷活動增加與關稅影響（部分抵銷自產品售價調升和成本下滑），毛利率年減 1.1 個百分點至 58.5%，反轉過去九季成長走勢。加上營運去槓桿，營利率 20.7%低於市場預估的 21.5%。
- 市場別營收：美國（佔總營收 56%）和加拿大（13%）分別轉弱至年減 0.5%、年增 1%；儘管有新店開幕 5 間，美洲同店銷售衰退 4%，尤其美國業務管理層並不滿意。海外市場（30%）年增 22%，相對穩健；其中，中國和其他市場同店銷售成長分別達 17%、12%。然而，管理層特別指出，中國一線城市 2Q FY25 浮現一些總經逆風跡象，因此銷售僅達預期低緣。
- 產品別營收：女裝（佔總營收 61%）、男裝（25%）分別年增 5%、6%，較前一季之 7%、8%成長減速；配件及其他（14%）年增 15%。公司已自 2H FY24 起致力恢復新品滲透率至歷史最高水準，但消費者反應不如預期，管理層將其歸因於：(1) 消費者在高端機能運動服支出減少，變得更挑剔、尋求更新潮款式；及 (2) 如今競爭格局已與 2-3 年前大不相同，新興品牌不計其數、產品百花齊放。
- 通路別營收：直營店（佔總營收 50%）表現疲軟，僅年增 3%；電商（39%）則年增 9%，反映顧客轉化率提升。
- 2Q FY25 庫存週轉天數 145 天，年增 11%、季增 3%，連續兩季呈正成長。預計 3Q FY25 庫存數量及金額將分別增加雙位數、20-25%低緣；類似趨勢將延續至 FY25 底，並於 FY26 收斂。
- 公司調降 FY25 財測展望，包括：(1) 營收將年增 2-4%（前次為 5-7%）；地區別方面，美國和中國分別下修至年減 1-2%、年增 20-25%（前次為年增低中個位數、25-30%），其他地區則保持 20%成長；(2) 毛利率減幅將擴大至 3.0 個百分點（前次為 1.1 個百分點）；其中，美國關稅提高及小額包裹免稅取消（約 2/3 美國電商訂單由加拿大配送中心完成）影響約 2.2 個百分點（前次為 0.4 個百分點），且季節性清倉活動將更加積極；(3) 營利率將年減 3.9 個百分點（前次為 1.6 個百分點）；及 (4) 稀釋後每股盈餘 12.77-12.97 美元（前次為 14.58-14.78 美元）。最新指引皆低於市場預期。
- 在調整售價、與供應商協商關稅分攤並縮減支出後，美國關稅及小額包裹免稅取消估計將分別影響 FY25-26 營業利益 2.4 億、3.2 億美元。
- 短期而言，管理層預計 3Q FY25 營收將年增 3-4%、毛利率及營利率將分別年減 4.1、5.6 個百分點，造成稀釋後美股盈餘指引 2.18-2.23 美元大幅落後市場共識 25-27%。

- 公司計畫加快新品上市速度。2H25 將推出 Loungeful 和 Big Cozy 兩樣新品。預計明年春季新品佔比將自目前的 23% 提升至約 35%。長期而言，機能性與生活風格產品相對比例將保持 60-40。
- FY25 展店目標 40-45 間不變，包括美洲 15 家（一半在墨西哥），其餘位於國際市場，尤其中國。國際市場成長仍處早期階段，預計印度 2H FY26 將開出第一家門市。

圖 1：2Q FY25 財報、3Q FY25-FY25 公司財測與市場共識比較

百萬美元	2Q FY25						3Q FY25F				FY25F			
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	公司財測	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)	公司財測 (新)	公司財測 (舊)	市場共識	YoY (%)
營收	2,525	6.5	6.5	7-8% YoY	2,568	(1.7)	3-4% YoY	2,580	2.2	7.6	2-4% YoY	5-7% YoY	11,288	6.6
毛利	1,477	6.8	4.6		1,510	(2.2)		1,482	0.3	5.7			6,605	5.3
營業利益	524	19.4	(3.0)		553	(5.3)		492	(6.1)	0.2			2,498	(0.3)
稅前獲利	534	18.5	(4.4)		572	(6.6)		512	(4.0)	1.5			2,573	(0.1)
稅後淨利	371	17.9	(5.6)		401	(7.4)		357	(3.7)	1.5			1,809	(0.3)
每股盈餘(元)	3.10	17.9	(5.6)	2.85-2.90	3.35	(7.4)	2.18-2.23	2.99	(3.7)	1.5	12.77-12.97	14.58-14.78	14.62	(0.3)
毛利率 (%)	58.5	0.2 pts	(1.1) pts	57.6	58.8	(0.3) pts	54.4	57.4	(1.0) pts	(1.0) pts	56.2	58.1	58.5	(0.7)pts
營業率 (%)	20.7	2.2 pts	(2.0) pts	19.0	21.5	(0.8) pts	14.9	19.1	(1.7) pts	(1.4) pts	19.8	22.1	22.1	(1.5)pts
淨利率 (%)	14.7	1.4 pts	(1.9) pts	稅率: 30.0%	15.6	(0.9) pts	稅率: 30.5%	13.9	(0.8) pts	(0.8) pts	稅率: 30.0%	稅率: 30.0%	16.0	(1.1)pts

資料來源: Bloomberg ; 公司資料 ; 凱基

註: Lululemon 財年止於 1 月

圖 2：庫存天數攀升

庫存天數，天（左軸）；年增率，百分比（右軸）

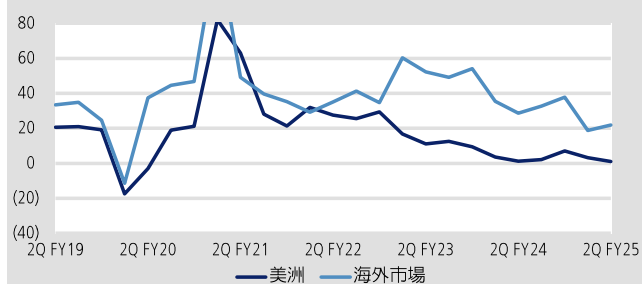


資料來源: 公司資料 ; Bloomberg ; 凱基

註: Lululemon 財年止於 1 月

圖 3：美洲銷售欠佳

地區別營收成長率，百分比

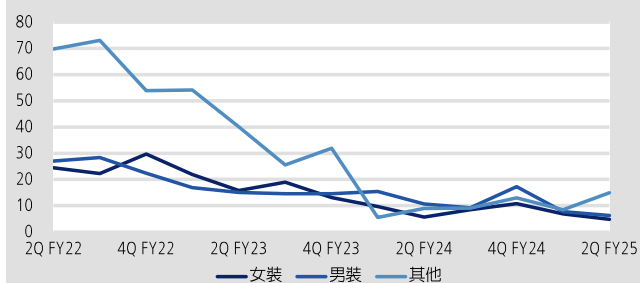


資料來源: 公司資料 ; Bloomberg ; 凱基

註: Lululemon 財年止於 1 月

圖 4：女裝及男裝業務缺乏亮點

產品別營收成長率，百分比

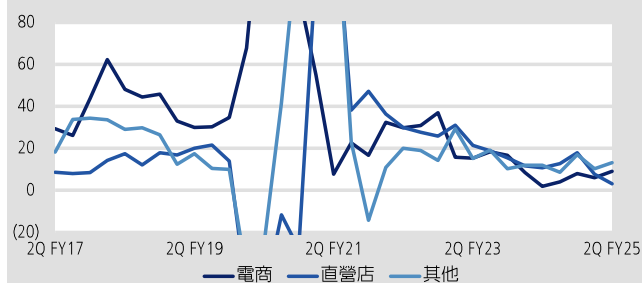


資料來源: 公司資料 ; Bloomberg ; 凱基

註: Lululemon 財年止於 1 月

圖 5：電商業務有撐，抵銷直營店之疲弱

通路別營收成長率，百分比



資料來源: 公司資料 ; Bloomberg ; 凱基

註: Lululemon 財年止於 1 月

圖 6：Lululemon 台股供應鏈

Lululemon 供應商					
公司	代碼	評等	目標價 (當地貨幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
台灣供應商					
僑鴻	1476.TT	持有	384.0	5-10	服飾

資料來源：公司資料；凱基

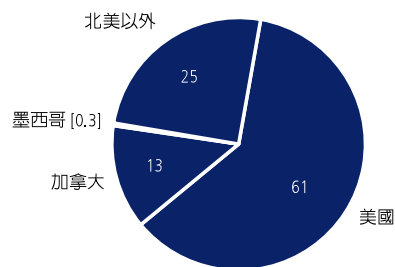
圖 7: 公司概況

成立於 1998 年，Lululemon 為北美瑜珈服領導品牌，目前美國市佔率達 26%。公司於 2014 年進入歐洲市場、2016 年於中國開設第一間門市，2020 年進一步收購居家健身製造商 MIRROR。截至 2025 年 7 月底，全球總店數共計 784 間；美國、加拿大各佔 377、72 間、中國 159 間、澳洲 33 間，其他地區則為 143 間。依產品別計，女性產品貢獻營收大宗，佔比達 61%，其次為男性及其他產品的 25%、14%。

資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 美洲貢獻營收大宗

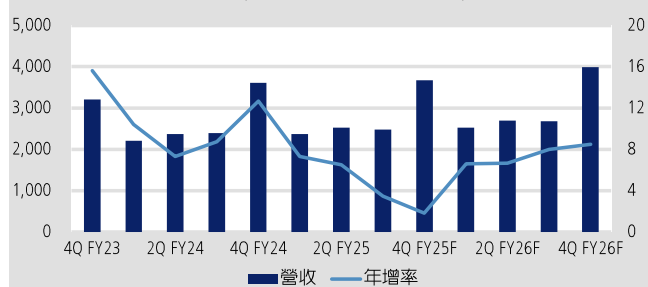
FY24 地區別營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 季營收與年增率

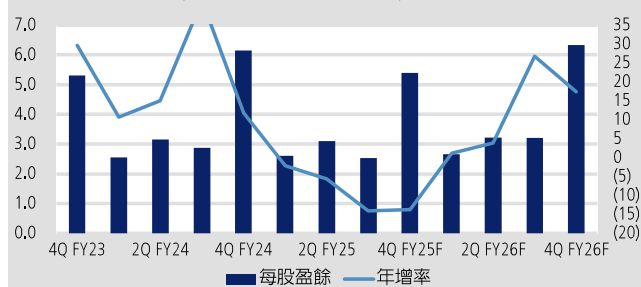
季營業收入，百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 每股盈餘與年增率

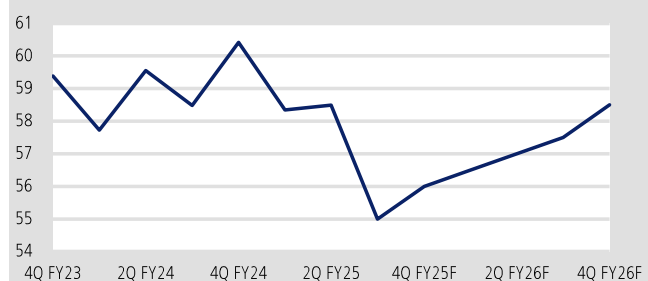
每股盈餘，美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 毛利率

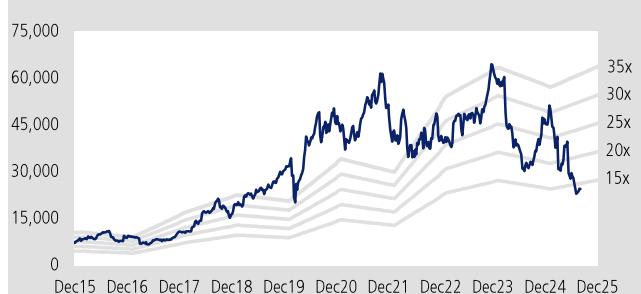
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 未來 12 個月預估本益比

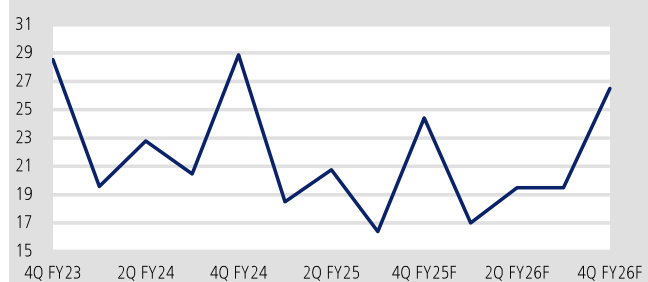
市值，美元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：彭博；凱基

圖 13: 營業利潤率

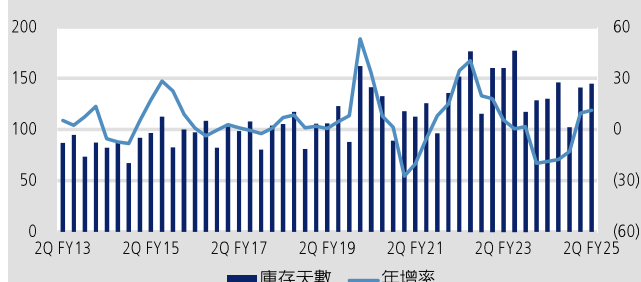
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 庫存天數與年增率

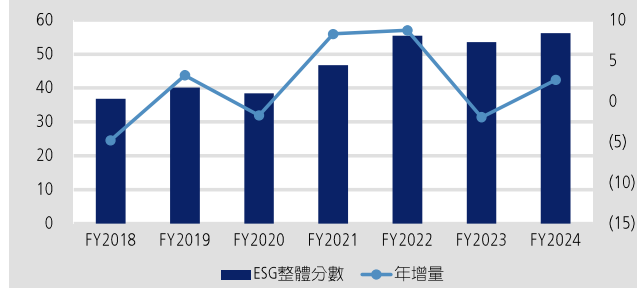
庫存天數 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 15：ESG 整體分數

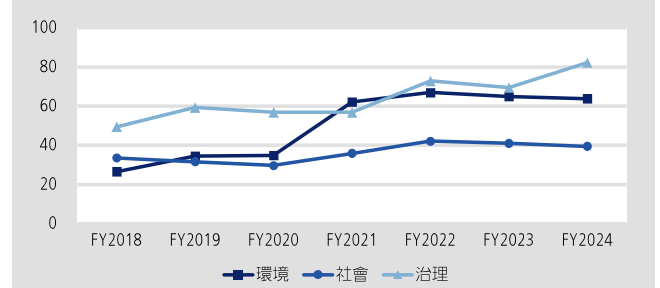
ESG 整體分數，分（左軸）；年增量，分（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16：ESG 各項分數

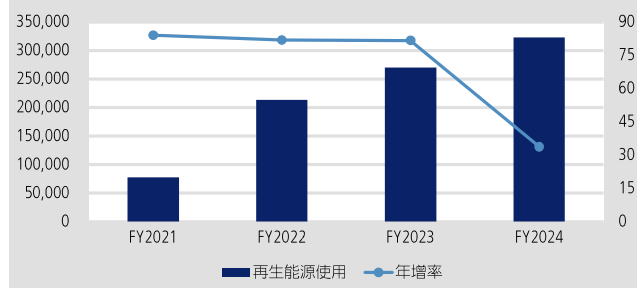
ESG 分數，分



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 17：再生能源使用

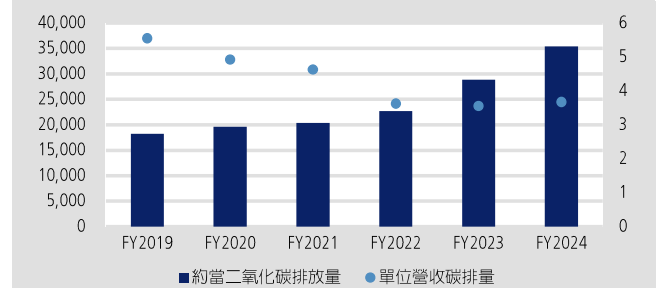
再生能源使用，十億焦耳（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 18：碳排量

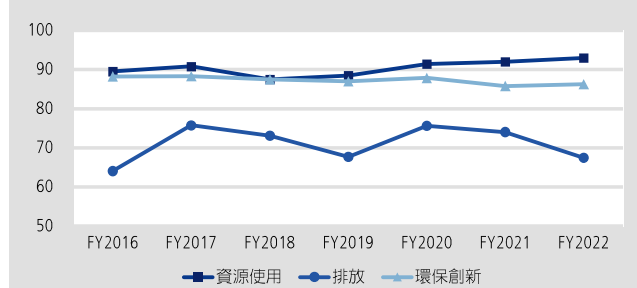
約當二氧化碳排放量，噸（左軸）；單位營收碳排量，噸/百萬美元（右軸）



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 19：環境評分

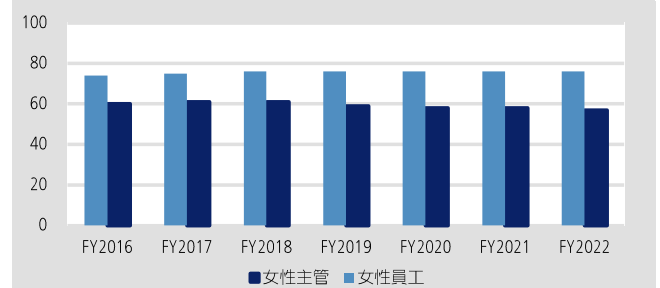
類別佔比，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 20：性別多樣性

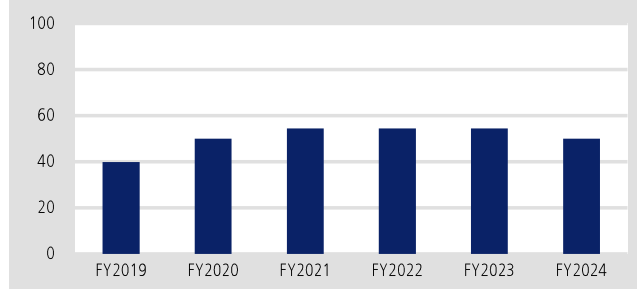
女性主管及女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 21：董事性別多樣性

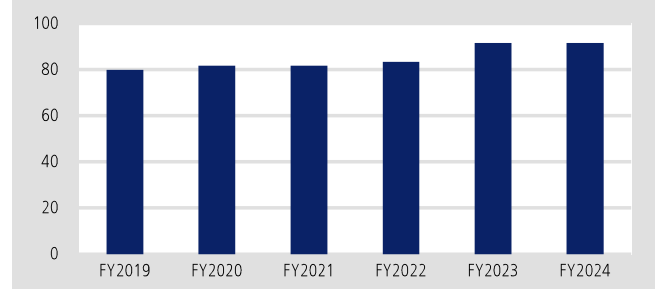
女性董事比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 22：獨立董事

獨立董事比例，百分比



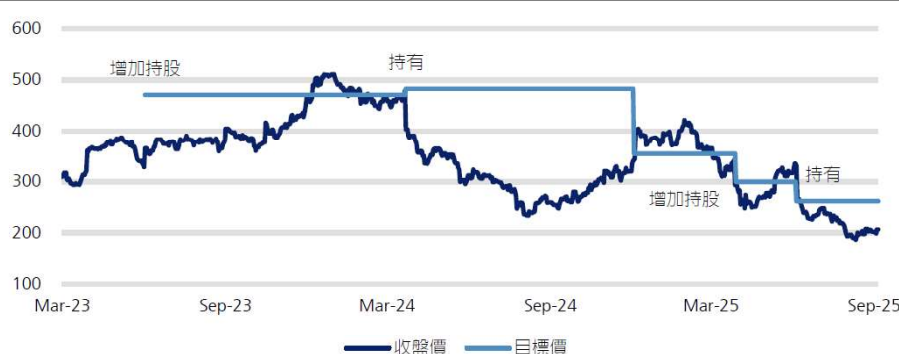
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
約當二氧化碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
單位營收碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
耗水量	耗水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) *100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) /2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性主管	女性主管百分比 - 女性主管占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數

資料來源：Refinitiv；凱基

Lululemon – 以往評級及目標價



資料來源：彭博，凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明

部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。