

# Lululemon (LULU.O/LULU US)

## FY25 獲利衰退可能性升溫

### 持有 · 調降

收盤價 June 5 (US\$)	330.78
3 個月目標價 (US\$)	321
12 個月目標價 (US\$)	262
前次目標價 (US\$)	300
調降 (%)	-12.7
上漲空間 (%)	-20.8

### 焦點內容

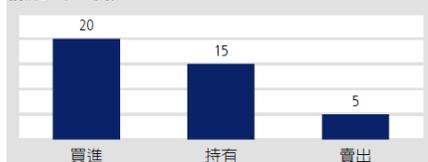
- 1Q FY25 財報顯示美國消費者購買更加謹慎。
- FY25 財測下調。
- 關稅衝擊難以被部分產品漲價、供應鏈效率改善與採購調整完全抵銷。

### 交易資料表

市值: (US\$bn)	39.6
流通在外股數 (百萬股):	115
機構持有比例 (%):	110.9
3M 平均成交量 (百萬股):	2.4
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	226.0-423.3
<b>股價表現</b>	<b>3M</b> <b>6M</b> <b>12M</b>
絕對表現 (%)	(4.9) (17.2) 2.4
相對表現 (%)	(8.4) (14.7) (8.6)

### 市場綜合評等

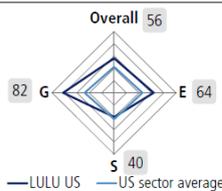
機構評等, 家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	194	324	420
潛在報酬 (%)	(41.4)	(2.0)	27.0

資料來源: Bloomberg

### ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv, 凱基

### 重要訊息

Lululemon 1Q FY25 (財年止於 1 月; 2-4 月) 獲利符合預期; 但關稅對未來利潤率衝擊難以完全抵銷, 盤後股價重挫 22%。

### 評論及分析

**消費者購買更加謹慎。** 1Q FY25 獲利年減 2%、季減 58% 至 3.2 億美元, 折合每股盈餘 2.61 元, 符合預期。營收 23.7 億元, 年增 7%、但季減 34%, 其中: (1) 美洲同店銷售陷入 2% 衰退, 主因美國消費者購買更加謹慎、客流量放緩; 及 (2) 中國、其他市場同店銷售亦快速減弱, 分別年增 7%、6%, 對比前一季為 27%、17% 成長。儘管產品成本降低與促銷活動改善帶動毛利率達 58.3%, 高於公司財測之 57.7%, 但營利率受外匯評價損失拖累, 年減 1.1、季減 10.4 個百分點至 18.5%。

**FY25 財測下調。** 管理層維持 FY25 營收將年增 5-7% 之財測, 但將毛利率及營利率指引分別下修至年減 1.1、1.6 個百分點 (前次為年減 0.6、1.0 個百分點), 反映: (1) 美國消費者信心欠佳, 2H FY25 折扣率將微幅提高; 及 (2) 關稅影響。短期而言, 2Q FY25 營收估計將年增 7-8%, 毛利率及營利率將分別年減 2.0、3.8 個百分點, 造成稅後淨利低於市場共識超過 10%。

**關稅衝擊難以完全抵銷。** 儘管公司 2H FY25 將進行部分產品適度漲價、供應鏈效率改善與採購調整等, 但難以完全抵銷關稅對獲利侵蝕。此外, 投資人亦擔心 Lululemon 財報是否隱含海外市場買氣將受美國影響。根據最新利潤率財測, FY25 獲利衰退可能性提升, 對比 FY19-24 為年複合成長 23%。

### 投資建議

考量 FY25 獲利萎縮將壓抑評價, 我們調降 Lululemon 至「持有」評等, 目標價下修至 262 元, 係基於 FY25 每股盈餘預估之 18 倍, 對應歷史本益比區間為 15-65 倍。

### 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	11,244	12,062
營業毛利 (US\$百萬)	4,492	5,609	6,271	6,534	7,060
營業利益 (US\$百萬)	1,328	2,133	2,506	2,489	2,716
EBITDA (US\$百萬)	1,620	2,512	2,952	3,074	3,406
稅後淨利 (US\$百萬)	855	1,550	1,815	1,803	1,971
每股盈餘 (US\$)	6.70	12.23	14.67	14.57	15.93
營業收入成長率 (%)	29.6	18.6	10.1	6.2	7.3
每股盈餘成長率 (%)	(10.9)	82.6	19.9	(0.7)	9.4
毛利率 (%)	55.4	58.3	59.2	58.1	58.5
營業利率 (%)	16.4	22.2	23.7	22.1	22.5
EBITDA margin (%)	20.0	26.1	27.9	27.3	28.2
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	34.4	27.6

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

註: 財年止於 1 月

**Lululemon 6月6日法說會重點摘要**

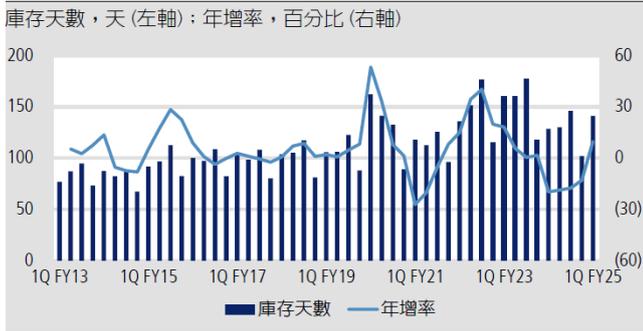
- Lululemon 1Q FY25 稅後淨利年減 2%、季減 58%至 3.2 億美元，折合每股盈餘 2.61 元，符合預期。營收 23.7 億元，年增 7%、但季減 34%。儘管產品成本降低與促銷活動改善帶動毛利率達 58.3%，高於公司財測之 57.7%，但營利率受外匯評價損失拖累，年減 1.1、季減 10.4 個百分點至 18.5%。
- 市場別營收：美國 (佔總營收 57%) 和加拿大 (12%) 營收分別減速至年增 2%、4%，對比前一季為 5%、11%成長；其中，美洲同店銷售陷入 2%衰退，主因美國消費者購買更加謹慎、客流量趨緩。國際市場 (29%) 需求亦放緩至年增 21%；其中，中國、其他市場同店銷售快速減弱，分別年增 7%、6%，對比前一季為 27%、17%成長。
- 產品別營收：女裝 (佔總營收 65%)、男裝 (23%) 分別年增 7%、8%。
- 通路別營收：直營店 (佔總營收 49%)、電商 (41%) 分別年增 8%、6%。
- 1Q FY25 庫存週轉天數 141 天，年增 10%、季增 38%，反轉過去四季年減態勢。預計 2Q FY25 底庫存金額將年增約 20%，2H FY25 將保持類似成長。
- 公司維持 FY25 營收將年增 5-7%之財測，其中，美國、中國及其他地區將分別年增低中個位數、25-30%、20%成長；然而，毛利率及營利率指引分別下修至年減 1.1、1.6 個百分點 (前次為年減 0.6、1.0 個百分點)，反映：(1) 美國消費者信心欠佳，2H FY25 折扣率將微幅提高；及 (2) 關稅影響。管理層計畫將於 2H FY25 進行部分產品適度漲價、供應鏈效率改善與採購調整等，但難以完全抵銷關稅衝擊。
- FY25 計畫開設 40-45 間新店不變，包括美洲 10-15 家，其餘位於國際市場，尤其中國。
- 短期而言，2Q FY25 營收估計將年增 7-8%，毛利率及營利率將分別年減 2.0、3.8 個百分點，造成稅後淨利低於市場共識超過 10%。盤後股價暴跌 22%。

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

百萬美元	1Q FY25						2Q 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	2,371	(34.4)	7.3	6-7% YoY	2,363	0.3	7-8% YoY	2,568	8.3	8.3	5-7% YoY	5-7% YoY	11,288	6.6
毛利	1,383	(36.6)	8.5		1,364	1.4		1,510	9.2	6.9			6,605	5.3
營業利益	439	(57.9)	1.4		435	0.9		553	26.1	2.4			2,498	(0.3)
稅前獲利	450	(57.4)	(1.2)		453	(0.6)		572	26.9	2.4			2,573	(0.1)
稅後淨利	315	(58.0)	(2.1)		315	(0.2)		401	27.4	2.0			1,809	(0.3)
每股盈餘(元)	2.61	(58.0)	(2.1)	2.53-2.58	2.61	(0.2)	2.85-2.90	3.32	27.4	2.0	14.58-14.78	14.95-15.15	14.62	(0.3)
毛利率 (%)	58.3	(2.1) ppts	0.6 ppts	57.7	57.7	0.6 ppts	57.6	58.8	0.5 ppts	(0.7) ppts	58.1	58.6	58.5	(0.7) ppts
營利率 (%)	18.5	(10.4) ppts	(1.1) ppts	18.4	18.4	0.1 ppts	19.0	21.5	3.0 ppts	(1.2) ppts	22.1	22.7	22.1	(1.5) ppts
淨利率 (%)	13.3	(7.5) ppts	(1.3) ppts	稅率: 30.0%	13.3	(0.1) ppts	稅率: 30.0%	15.6	2.3 ppts	(1.0) ppts	稅率: 30.0%	稅率: 30.0%	16.0	(1.1) ppts

資料來源: Bloomberg ; 公司資料 ; 凱基  
註: Lululemon 財年止於1月

圖 2：1Q FY25 庫存天數反轉為正成長



資料來源: 公司資料 ; Bloomberg ; 凱基  
註: Lululemon 財年止於1月

圖 3：美洲及海外市場營收走弱



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



資料來源: 公司資料 ; Bloomberg ; 凱基  
註: Lululemon 財年止於1月

圖 5：直營店及電商銷售成長趨緩



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

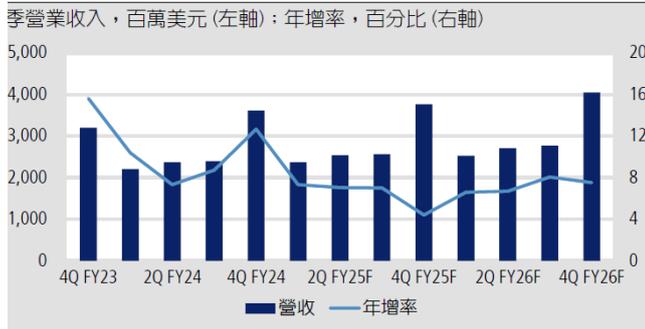
公司	代碼	評等	目標價 (當地貨幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
<b>台灣供應鏈</b>					
儒鴻	1476 TT	持有	363.0	5-10	服飾
廣越	4438 TT	增加持股	136.0	0-5	服飾
<b>香港供應鏈</b>					
申洲國際	2313 HK	增加持股	98.1	0-5	服飾

資料來源: 公司資料 ; 凱基

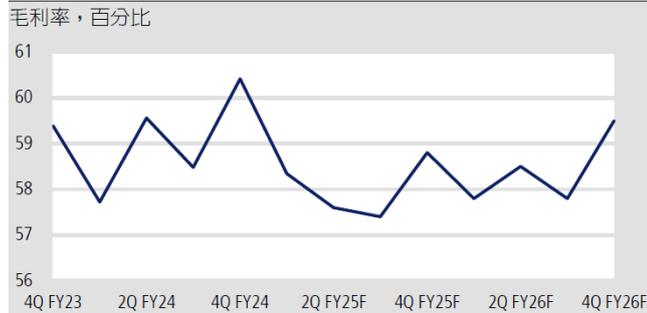
**圖 7: 公司概況**

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 4 月底，全球總店數共計 770 間；美國、加拿大各佔 373、71 間、中國 154 間、澳洲 33 間，其他地區則為 139 間。依產品別計，女性產品貢獻營收大宗，佔比達 65%，其次為男性及其他產品的 23%、12%。

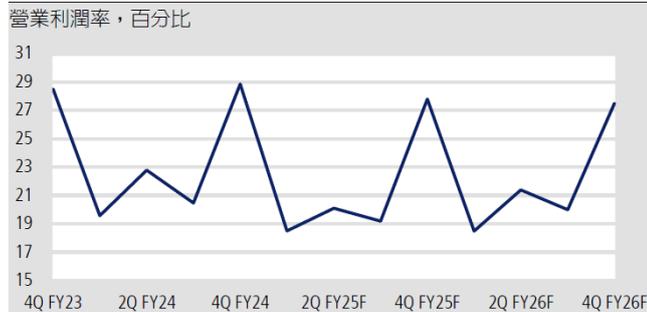
資料來源：公司資料；凱基

**圖 9: 季營收與年增率**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 11: 毛利率**


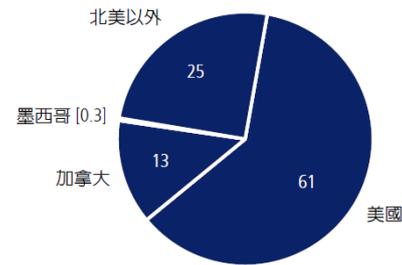
資料來源：公司資料；凱基

**圖 13: 營業利潤率**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 8: 美洲貢獻營收大宗**

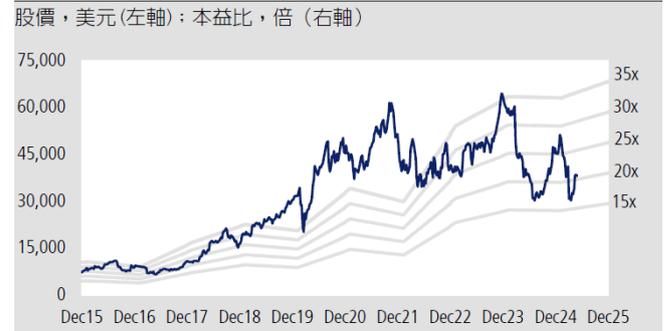
FY24 地區別營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 10: 每股盈餘與年增率**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 12: 未來 12 個月預估本益比**


資料來源：彭博；凱基

**圖 14: 庫存天數與年增率**

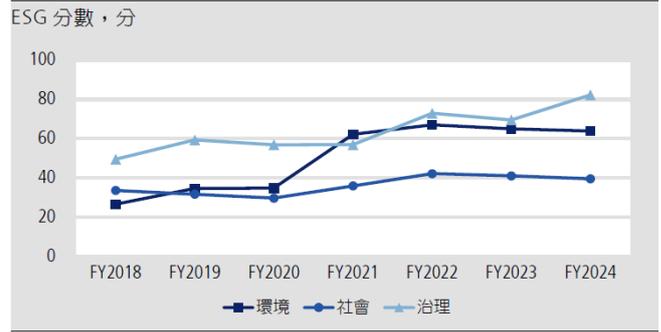

資料來源：公司資料；凱基

圖 15：ESG 整體分數



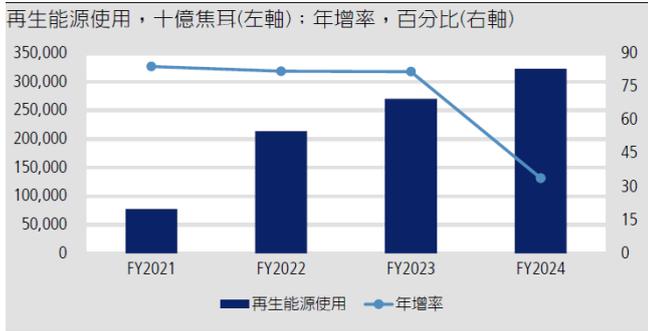
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16：ESG 各項分數



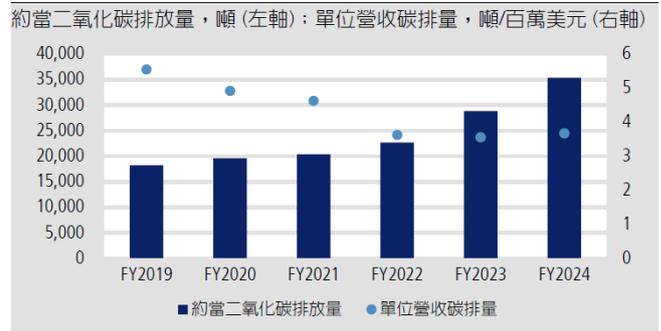
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 17：再生能源使用



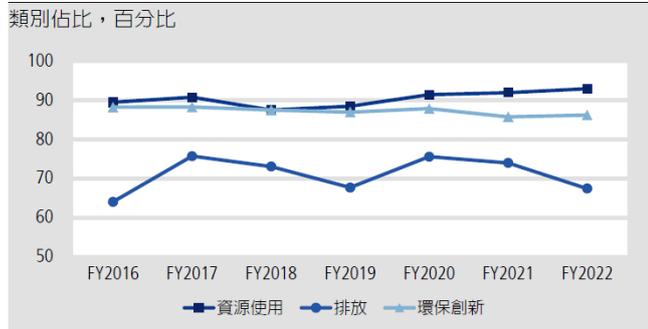
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 18：碳排量



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 19：環境評分



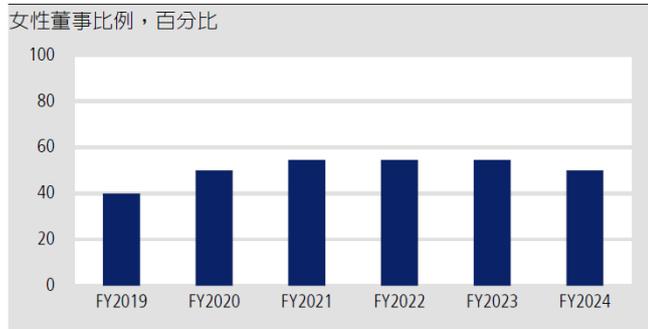
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 20：性別多樣性



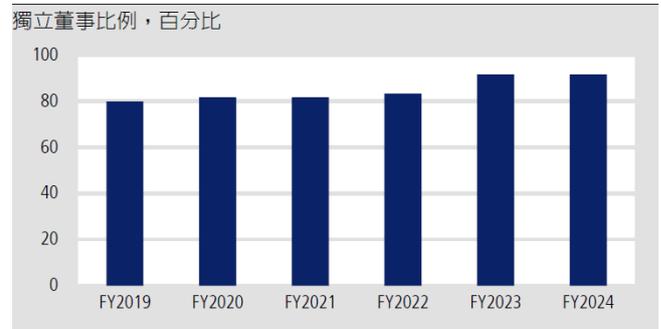
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 21：董事性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 22：獨立董事

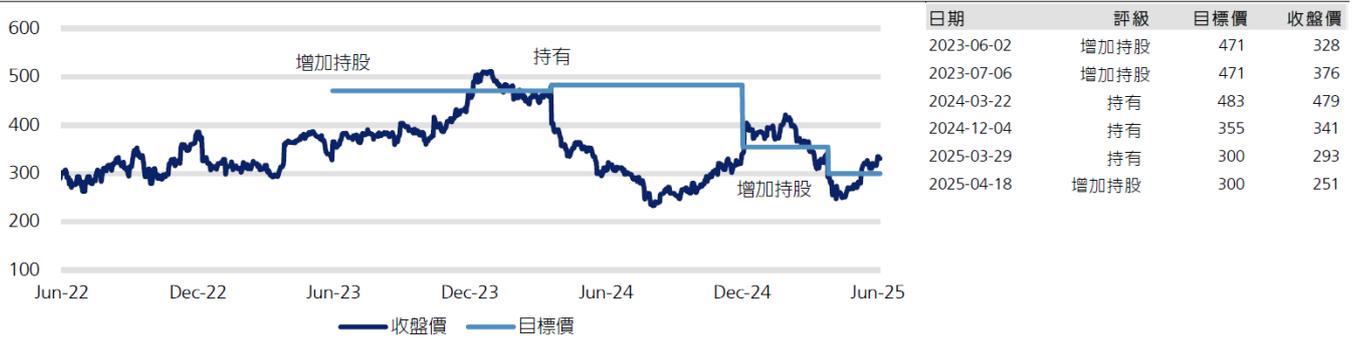


資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

## 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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 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](http://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有。