

纺织服装海外跟踪系列六十四

优于大市

露露乐蒙二季度收入低于指引，中国市场持续引领增长

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 纺织服饰

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004

证券分析师： 刘佳琪 010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980523070003

事项：

公司公告：2025年9月4日，Lululemon披露截至2025年8月3日的2025财年第二季度业绩，营收同比增长6.5%（不变汇率+6.0%）至25.25亿美元，毛利率下滑110bps至58.5%；经营利润下滑3.0%至5.24亿美元，摊薄EPS为3.10美元。

国信纺服观点：

1) **核心观点：**二季度收入低于指引，利润好于指引，中国市场持续引领增长且环比提速，管理层下调全年收入及利润指引。

FY2025 第二季度业绩及分地区情况：2025 财年第二季度，营收同比增长 6.5%（不变汇率+6.0%）至 25.25 亿美元，低于指引（7.0-8.0%）；毛利率下滑 110bps 至 58.5%，表现优于指引（下滑 200bps）。分业务看，核心运动品类持续增长，休闲品类核心系列因长期未革新，导致消费者审美疲劳。分渠道看，线上渠道收入同比增长 9.1%，增速环比提升明显。分区域看，中国除港澳台地区收入增长 25.1%，环比提速且仍引领增长，管理层预计全年增长 20-25%；美国及加拿大市场消费者在服装上的整体支出正在减少，公司休闲品类创新不足，顾客对旧款式积极性有所下降。

2) **管理层指引和展望：**根据财报后公开电话会议，2025 财年全年收入指引下调至同比增长 2-4%，因关税增加和小额包裹关税豁免取消等原因下调毛利率、EPS 指引；2025 年第三季度收入预计增长 3-4%，经营利润率预计同比下降 560 bps。

3) **关税影响：**美国小额包裹关税豁免政策取消导致毛利率承压，后续公司将持续调整仓储与配送布局确保运营效率，同时实施适度提价及费用管控。

4) **风险提示：**海外需求疲软影响大于预期；供应链受阻；关税政策不确定性；

5) **投资建议：**中国市场持续引领增长，看好中国运动鞋服产业链龙头企业。Lululemon 2025 财年二季度收入虽低于预期，中国市场仍为增速最快区域，不变汇率收入增长 24%、环比一季度提速；公司对中国市场全年预期为+20%-25%。关税政策的不确定性虽对品牌和制造商利润率产生扰动，但仍利好有溢价能力的品牌和利润率高、产能布局多元化的供应商，我们看好盈利能力强、客户结构优质、有持续扩张产能能力的运动代工龙头申洲国际、华利集团。中国市场方面，Lululemon 在中国市场连续保持强劲增长，且 2025 年指引乐观，新开门店集中在中国市场。我们看好运动赛道保持成长优势，看好本土运动品牌中长期增长前景，重点推荐安踏体育、李宁，同时看好与国际品牌深度合作、核心零售商盈利修复的机会，重点推荐滔搏。

评论：

◆ **核心观点：**二季度收入低于指引，利润好于指引，中国市场持续引领增长且环比提速，管理层下调全年收入及利润指引

2025 财年第二季度，营收同比增长 6.5%（不变汇率+6.0%）至 25.25 亿美元，低于指引（7.0-8.0%）；毛利率下滑 110bps 至 58.5%，表现优于指引（下滑 200bps）。分业务看，核心运动品类持续增长，休闲品类核心系列因长期未革新，导致消费者审美疲劳。分渠道看，线上渠道收入同比增长 9.1%，增速环比提升

明显。分区域看，中国除港澳台地区收入增长 25.1%，环比提速且仍引领增长，管理层预计全年增长 20-25%；美国及加拿大市场消费者在服装上的整体支出正在减少，公司休闲品类创新不足，顾客对旧款式积极性有所下降。

2025 财年全年收入指引下调至同比增长 2-4%，因关税增加和小额包裹关税豁免取消等原因下调毛利率、EPS 指引。美国小额包裹关税豁免政策取消导致毛利率承压，后续公司将持续调整仓储与配送布局确保运营效率，同时实施适度提价及费用管控。公司目前资产负债表及现金流稳健，客户忠诚度高，将优化供应链及新品供应，继续投资国际扩张等各项增长计划。

图1: Lululemon业绩和指引汇总表

Lululemon FY2025Q1业绩和指引速览								
单位: 百万美元		FY2025Q1-实际	FY2025Q2-实际	FY2025Q2指引	彭博预期	Beat/Miss	FY2025指引	彭博预期
项目	财报截止	2025/5/4	2025/8/3	2025/8/3	2025/8/3		2026/2/1	
总收入	金额	2371	2525	2535-2560	2543	-0.7%	下调: 10850-11000 (此前为11150-11300)	11098
	YOY	7.3%	6.5%	7-8%	7.3%		下调: 2%-4% (此前为5-7%) 不包括2024年的第53周增长: 4%-6% (此前为7-8%) 净增门店数将处于40至45家区间上限水平, 其中约15家位于美洲, 其余在国际市场, 大部分在中国; 优化门店35家; 整体面积增长低两位数	5%
	货币中性	8.0%	6.0%	净开14家自营店, 优化9家	7.3%			
同店增长	货币中性	1.0%	1.0%		2.8%	-1.8%		
分地区收入								
美洲	金额	1675	1758		1788	-1.6%	下调: 持平或下降1% (此前为北美低至中位数增长)	
	YOY	3.2%	1.0%		2.6%			
	货币中性	4.0%	1.0%		2.7%			
	同店	-2.0%	-4.0%		-1.0%			
美国	金额	1,363	1,415		1,445	-2.1%	下降1%-2%	
	YOY	2%	0%		2%			
加拿大	金额	293	321		333	-3.7%	持平	
	YOY	4%	1%		4%			
国际	金额	696	767		764	0.4%		
	YOY	18.7%	21.8%		21.4%			
	货币中性	20.0%	20.0%		21.7%			
	同店	6.0%	15.0%					
中国	金额	412	441		450	-2.2%		
	YOY	19.1%	23.7%		26.4%			
中国除港澳台外	金额	368	393		396	-0.8%	下调: 20-25% (此前为25-30%)	
	YOY	21.2%	25.1%					
	货币中性	22.0%	24.0%		27.8%			
	同店	7.0%	17.0%		13.4%			
其他地区	金额	328	374		366	2.2%	持平: 20%	
	YOY	16.0%	18.6%					
	货币中性	17.0%	15.0%		16.4%			
	同店	6.0%	12.0%		13.0%			
财务比率								
	毛利率	58.3%	58.5%	同比下降200bps(主要受租金和折旧增加、关税增加以及外汇折损小幅提升的影响)	57.6%	0.9%	下调: 同比下降300bps (此前为下降110bps, 主要受关税增加及小额包裹关税豁免取消影响)	57.5%
	SG&A	39.8%	37.7%	同比上升170-190bps (主要受基础性投资的增加以及相关的折旧和战略投资, 包括用于提升品牌知名度的投资影响, 此外逐步恢复的某些费用, 包括包括门店工时成本, 对Q2影响更显著)	38.7%	-1.0%	上调: 同比上升80-90bps (此前为上升50bps, 主要受营收下滑、不利汇率因素以及对“Power of Three x2”增长战略的持续投资影响)	36.3%

资料来源: 公司公告, 彭博, 国信证券经济研究所整理

◆ FY2025 第二季度业绩：收入增长低于指引，毛利率下降 110bps 好于指引，中国市场持续引领增长且环比提速，美国市场承压

1、第二季度业绩分析：收入增长 6.5% 低于指引，毛利率收窄 110bps 好于指引

收入低于指引，EPS 好于管理层指引。2025 财年第二季度营收同比增长 6.5%（不变汇率+6.0%）至 25.25 亿美元，低于指引（+7.0-8.0%）。经营利润率下滑 210bps 至 20.7%，摊薄 EPS 为 3.10 美元（剔除股权激励计提的转回后为 2.95），表现均好于管理层指引及彭博一致预期。

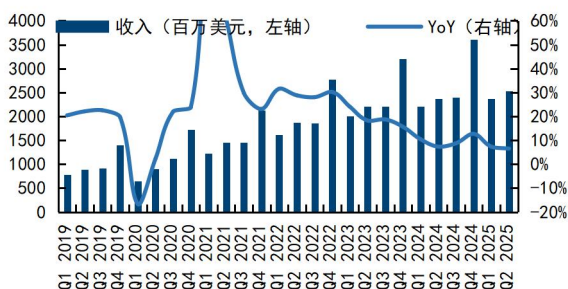
分业务看，核心运动品类持续增长。男装/女装/配饰和其他业务分别同比增长 6.3%/4.8%/14.9%，其中男装和女装环比降速，配饰和其他则环比提速。运动品类中，瑜伽、跑步、训练、高尔夫和网球等核心业务领域实现持续增长。休闲品类中，Daydrift 和 BeCalm 等新品表现良好，Scuba、Softstreme、Dance Studio 等核心系列因长期未革新，导致消费者审美疲劳。

分渠道看，线上渠道增长明显。线下直营渠道收入同比增长 3.2%，占总收入 49.7%。全球净新增 14 家门店至 784 家，同步完成 6 家存量店优化。线上电商渠道增长 9.1%，增速环比提升明显，占总收入占比 39.3%。

毛利率好于管理层指引。毛利率下滑 110bps 至 58.5%，具体拆分如下：总体产品利润率下降 80bps，主要受降价促销力度加大以及关税的影响；固定成本负向经营杠杆拖累 40bps；汇率正面影响 10bps。表现优于此前指引（-200bps），主要得益于有利的产品组合、海运成本降低、对固定费用的审慎管理、关税影响低于预期（受时点因素影响）以及股权激励计提的转回。SG&A 费用率上升 90bps 至 37.7%，优于此前指引（+170-190bps），主要由于股权激励计提的转回。经营利润率下降 210bps 至 20.7%，优于此前指引（-380bps）。

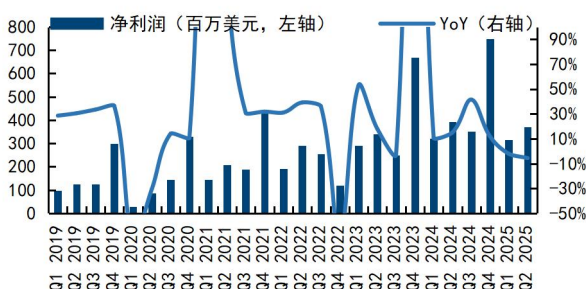
库存受关税及汇率影响增长。库存金额同比增长 20.5% 至 17.23 亿美元，主要受关税及汇率影响。现金流方面，股票回购计划持续进行，Q2 斥资 2.81 亿美元回购 113 万股，现金储备 11.56 亿美元。

图2：公司季度收入与变化情况



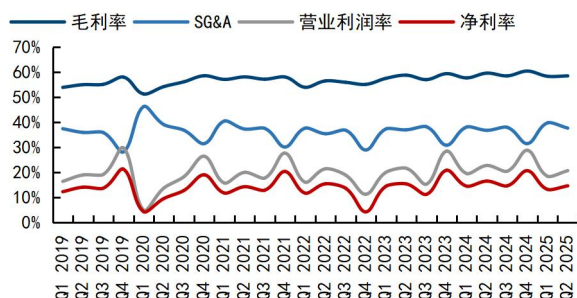
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司季度净利润与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度利润率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司季度库存及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

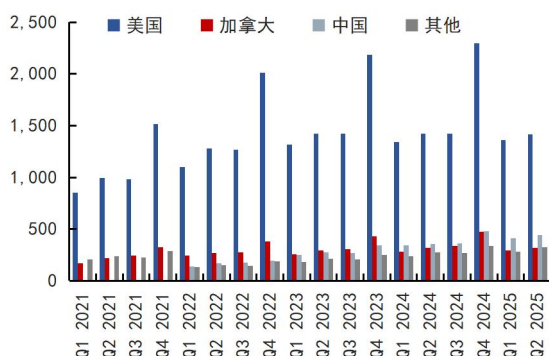
2、第二季度分地区分析：中国除港澳台地区收入增长 25.1%，环比提速且仍引领增长，管理层预计全年增长 20-25%

中国除港澳台地区：收入占比 15.6%，增长强劲且环比提速。不变汇率收入同比+24.0%，同店销售+17.0%，延续高增长且环比提速。从增长来源看，主要来自线上渠道，而实体门店在本季度面临的压力相对较大。中国除港澳台地区门店达 159 家（环比+5，同比+27 家），新店将持续开设。

美洲市场：收入占比 69.6%，北美市场因创新不足表现疲软。其中美国和加拿大分别占收入的 56.0%/12.7%。美洲市场不变汇率收入+1.0%，其中美国不变汇率收入持平，加拿大+1.0%；美洲整体同店-4.0%。美国及加拿大市场消费者在服装上的整体支出正在减少，公司休闲品类创新不足，顾客对旧款式积极性有所下降，公司计划于 2026 年春季将新款式占比由 23%提升至 35%。

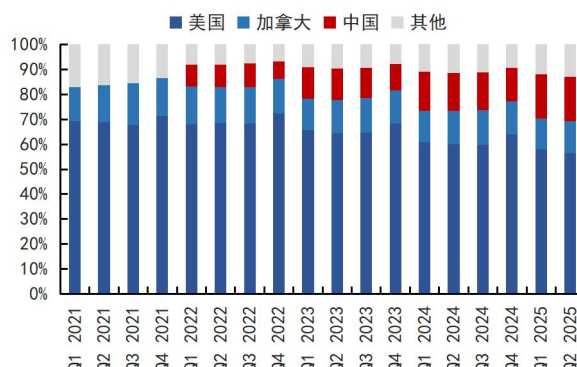
其他国际市场：收入占比 14.8%，持续开拓新市场。其他国际市场不变汇率收入+15.0%，同店+12.0%。公司持续开拓新市场寻求增长，于意大利米兰开设直营店，于土耳其、比利时开设加盟店，确定印度加盟合作伙伴，预计首店将于 2026 年下半年落地。

图6：公司季度分地区收入金额（百万元）



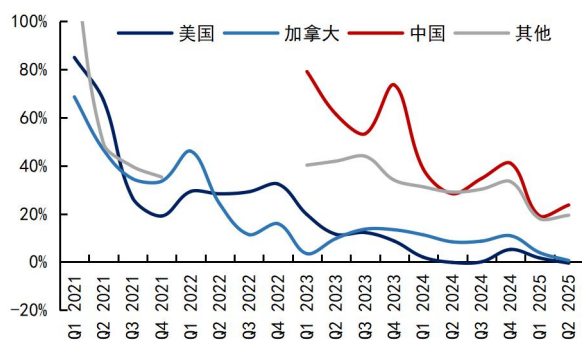
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司季度分地区收入占比



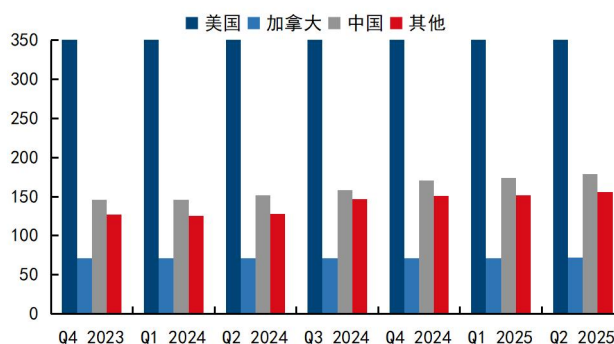
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司季度分地区收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司季度分地区门店数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 管理层指引和展望：2025 财年下调收入及利润指引，小额包裹关税豁免政策取消导致利润承压

1、2025 财年全年指引：收入增长预期下调至 2-4%，毛利率预期下调至下降 300bps

1) **收入：**下调至 108.5-110.0 亿美元（此前为 111.5-113.0 亿美元），同比+2-4%（此前为+5-7%），剔

除 FY2024 第 53 周+4-6%（此前为+7-8%）。分区域拆分，美洲预计持平或-1%（此前为北美低单位数至中单位数增长），其中美国预计-1%-2%，加拿大同比持平；中国市场预计+20-25%（此前为+25-30%）；其他国际市场维持+20%。

- 2) **利润及费用率**：毛利率同比变化下调至-300bps（此前为-110bps），主要受关税增加及小额包裹关税豁免取消影响。SG&A 费用率同比变化上调至+80-90bps（此前为+50bps），主要受营收下滑、不利汇率因素以及对“Power of Three x2”增长战略的持续投资影响。经营利润率同比变化下调至-390bps（此前为-160bps）
- 3) **摊薄 EPS**：下调至 12.77-12.97 美元（此前为 14.58-14.78 美元，去年同期为 14.64 美元）。
- 4) **有效税率**：维持 30%。
- 5) **开店**：预期净增门店数将处于 40 至 45 家区间上限水平，其中美洲 10-15 家（近一半计划在墨西哥开设），剩余门店主要集中计划在国际市场开设，大部分位于中国；完成约 35 家门店的优化；总经营面积实现低两位数增长。

2、2025 财年三季度指引：收入增长 3-4%，经营利润率预计同比下降 560 bps

- 1) **收入**：24.70-25.00 亿美元，同比增长 3~4%（低于彭博一致预期的 6.8%）。
- 2) **利润及费用率**：毛利率同比-410bps，主要受关税增加和小额包裹关税豁免取消（共贡献 220bps，其中小额包裹关税豁免取消贡献 170bps），固定成本的去杠杆效应，以及对多长期配送中心项目的持续投资影响。SG&A 费用率同比+150 个 bps，主要受基础性投资的增加以及相关的折旧和战略投资，包括用于提升品牌知名度的投资影响。经营利润率同比-560bps。
- 3) **摊薄 EPS**：预计为 2.18-2.23 美元（去年同期 2.87 美元）。
- 4) **库存**：库存单位数量将以低两位数增长，库存金额以美元计价将以低 20%幅度增长（主要受关税增加和外汇汇率变动的影响）。

3、关税影响：美国小额包裹关税豁免政策取消导致毛利率承压，公司将持续调整仓储与配送布局，确保运营效率

- 1) **关税假设**：中国进口商品+30%，其他地区+10%；同时美国自 2025 年 8 月 29 日起取消对所有国家的小额包裹关税豁免（价值 800 美元及以下的进口包裹免税）。公司大约三分之二的美国线上渠道订单通过加拿大发货，且多数货物价值低于 800 美元，符合原豁免条件。因此该豁免政策的取消对毛利率产生约 170bps 负面影响。
- 2) **应对措施**：
 - 供应链优化：与供应商协作，加快反应；调整仓储与配送布局，确保运营效率。
 - 价格策略：对部分品类温和提价。
 - 成本管控：推行企业级降本项目及费用管控。
- 3) **管理层信心**：
 - 优势：资产负债表及现金流稳健（现金 11.56 亿美元），客户忠诚度高。
 - 目标：优化供应链及新品供应，继续投资国际扩张等各项增长计划。

◆ 中国市场持续引领增长，看好中国运动鞋服产业链龙头企业

Lululemon 2025 财年二季度收入虽低于预期，中国市场仍为增速最快区域，不变汇率收入增长 24%、环比一季度提速；公司对中国市场全年预期为+20%-25%。关税政策的不确定性虽对品牌和制造商利润率产生扰动，但仍利好有溢价能力的品牌和利润率高、产能布局多元化的供应商，我们看好盈利能力强、客户结构

优质、有持续扩张产能能力的运动代工龙头**申洲国际**、**华利集团**。中国市场方面，Lululemon 在中国市场连续保持强劲增长，且 2025 年指引乐观，新开门店集中在中国市场。我们看好运动赛道保持成长优势，看好本土运动品牌中长期增长前景，重点推荐**安踏体育**、**李宁**，同时看好与国际品牌深度合作、核心零售商盈利修复的机会，重点推荐**滔搏**。

表1：重点公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			g	PEG
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024-2026	
2313. HK	申洲国际	优于大市	55.73	4.15	4.37	4.96	13.4	12.7	11.2	9.3%	1.36
300979. SZ	华利集团	优于大市	53.75	3.29	3.06	3.57	16.3	17.6	15.1	4.2%	4.21
2020. HK	安踏体育	优于大市	87.51	5.56	4.80	5.50	15.8	18.2	15.9	-0.5%	-39.81
2331. HK	李宁	优于大市	16.84	1.17	0.97	1.09	14.4	17.3	15.4	-3.2%	-5.47
6110. HK	滔搏	优于大市	2.88	0.21	0.21	0.24	13.9	13.8	12.2	6.5%	2.13

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

海外需求疲软影响大于预期；供应链受阻；关税政策不确定性。

相关研究报告：

《纺织服装 9 月投资策略暨中报总结-制造板块中期业绩韧性强,运动板块领跑服饰消费》——2025-09-10
《纺织服装新消费研究：户外行业专题-专业驱动增长，品牌分层竞逐，国产加速崛起》——2025-09-02
《纺织服装海外跟踪系列六十三-亚玛芬二季度萨洛蒙所在业务收入和利润增长领先，管理层上调全年指引》——2025-08-21
《纺织服装双周报(2508 期)-7 月服装社零增速延续放缓,户外装备和母婴用品新股梳理》——2025-08-20
《纺织服装 8 月投资策略-7 月越南纺织品出口增长提速，布局中报绩优个股》——2025-08-07

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032