

纺织服装海外跟踪系列五十六

优于大市

阿迪达斯品牌 2024 年收入增长 13%，2025 年指引维持双位数增长

◆ 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3月5日，阿迪达斯披露2024财年及第四季度业绩。全年收入236.83亿欧元，同比+10.5%，不变汇率收入+12.0%；净利润7.64亿欧元。四季度收入59.65亿欧元，同比+24.0%，不变汇率收入+19.0%；净利润亏损3900万欧元。

国信纺服观点：1) **业绩和指引核心观点：**全年收入和营业利润均好于管理层此前指引，盈利水平显著修复，DTC 和批发渠道、除北美外其余市场收入均实现双位数增长；2) **2024 财年业绩：**全年不变汇率收入+12%（剔除 Yeezy 为+13%），毛利率同比提升 3.3 个百分点。**分区域看，**剔除 Yeezy 影响各地区收入均实现正向增长，除北美外其他地区收入实现双位数增长，欧洲、拉美地区营业利润超彭博一致预期；**分品类看，**鞋类受三叶草、足球、训练系列驱动，收入+17%；服饰受足球复古球衣、Z. N. E. 系列推动，收入+6%。**分渠道看，**批发/自有商店/电商渠道收入分别+14%/15%/6%，其中电商渠道剔除 Yeezy 后增长 18%。3) **2024 财年四季度：**四季度收入增长提速，不变汇率收入+19%，营业利润扭亏为盈至 5700 万欧元。**分区域看，**除日本/韩国地区外均收入实现双位数增长；**分渠道看，**批发和 DTC 渠道收入分别同比增加 25%和 15%；**分品类看，**不变汇率角度，鞋类/服饰/配饰第四季度收入分别+26%/11%/7%。4) **管理层业绩指引：**根据公司官网，管理层公布 2025 财年营业收入和营业利润指引，收入预计高个位数增长，主品牌双位数增长，营业利润目标 17-18 亿欧元。5) **风险提示：**下游需求不及预期，市场的系统性风险，国际政治经济风险。6) **投资建议：**2024 年业绩好于管理层指引、四季度增长提速，2025 年主品牌双位数增长指引彰显增长信心，盈利预计持续改善。阿迪达斯 2024 财年收入和营业利润均好于管理层指引，此前几个季度已连续上调指引，主品牌不变汇率收入增长 13%，所有市场、渠道及品类均实现正向增长，四季度除日韩以外地区市场均实现双位数增长，且收入增长环比提速，大中华区 Q4 收入增长加速至 16%，全年收入+10%；北美市场 Q4 恢复双位数增长，库存压力缓解，批发订单回暖。公司公布 2025 财年指引，预计收入高个位数增长、主品牌双位数增长，营业利润目标 17-18 亿欧元，盈利持续改善。从产业链角度，重点推荐阿迪达斯核心供应商申洲国际，以及新切入阿迪达斯供应链、订单增量显著的华利集团。阿迪达斯品牌大中华区销售势头良好，全年预期乐观，重视批发渠道本土化运营，重点推荐核心零售商滔搏。

评论：

◆ 业绩和指引核心观点：全年收入和营业利润均好于管理层此前指引，盈利水平显著修复，DTC 和批发渠道、除北美外其余市场收入均实现双位数增长

阿迪达斯 2024 财年业绩复苏势头强劲、盈利水平显著修复，收入和营业利润均好于管理层此前指引，不变汇率收入+12%（原业绩指引+10%），剔除 Yeezy 影响，主品牌不变汇率收入+13%；营业利润同比+399%至 13.37 亿欧元（原业绩指引 12 亿欧元）。DTC 和批发渠道收入均双位数增长；除北美外其余市场收入均实现双位数增长，其中大中华区不变汇率收入+10%（Q4 提速至 16%）。

图1：阿迪达斯 FY2024Q4（截至 2024/12/31）业绩和指引

阿迪达斯FY2024业绩和指引速览										
单位：百万欧元	项目	FY2024-实际	彭博预期	Beat/Miss	2024财年-指引	2024Q4-实际	彭博预期	Beat/Miss	2025财年-指引	彭博预期
类型		2024/12/31	2024/12/31		2024/12/31	2024/12/31	2024/12/31		2025/12/31	2025/12/31
总收入	金额	23,683	23,683	0.0%	23,570	5,965	5,784	3.1%		25,877
	YOY	10.5%	10.5%			24.0%	20.2%			
	货币中性YOY	12.0%	11.3%		货币中性收入增长10%，Yeezy今年剩余时间内实现约5000万欧元的销售额	19.0%	16.7%		高单位数，剔除Yeezy为双位数增长	10.1%
分地区收入										
欧洲	金额	7,551	7,430	1.6%		1,754	1,690	3.8%		
	YOY	19.8%	17.9%			26.3%	21.6%			
	货币中性YOY	19.0%	17.9%			25.0%	20.2%		高个位数	10.1%
北美	金额	5,128	5,172	-0.9%		1,342	1,332	0.7%		
	YOY	-1.7%	-0.9%			15.8%	15.0%			
	货币中性YOY	-2.0%	-2.2%			15.0%	12.4%		双位数	10.6%
大中华区	金额	3,459	3,432	0.8%		794	774	2.6%		
	YOY	8.4%	7.6%			18.5%	15.5%			
	货币中性YOY	10.0%	9.5%			16.0%	12.3%		双位数	10.1%
新兴市场	金额	3,310	3,263	1.4%		940	892	5.4%		
	YOY	16.1%	14.5%			26.3%	19.9%			
	货币中性YOY	19.0%	19.0%			21.0%	19.3%		双位数	12.4%
拉美	金额	2,772	2,711	2.3%		807	755	6.9%		
	YOY	21.0%	18.3%			68.5%	57.7%			
	货币中性YOY	28.0%	26.7%			31.0%	30.3%		双位数	13.4%
日本/韩国	金额	1,339	1,376	-2.7%		318	345			
	YOY	3.6%	6.4%			5.3%	14.3%			
	货币中性YOY	10.0%	11.7%			9.0%	16.2%		高个位数	9.9%
分品类收入										
鞋	金额	13,975	13,718	1.9%		3,390	3,106	9.1%		
	货币中性YOY	17.0%	15.6%			26.0%	19.2%			
服	金额	8,216	8,110	1.3%		2,194	2,147	2.2%		
	货币中性YOY	6.0%	4.9%			11.0%	7.0%			
配饰	金额	1,499	1,646	-8.9%		380	539	-29.5%		
	货币中性YOY	2.0%	4.0%			7.0%	15.6%			
分渠道收入										
DTC	货币中性YOY	11.0%	12.1%			15.0%	21.5%			
	电商	6.0%	15.0%			10.0%				
自有商店	货币中性YOY	15.0%				18.0%				
	批发	14.0%	12.0%			25.0%	17.2%			
财务比率										
毛利率	毛利率	50.8%	50.7%	0.1%		49.8%	49.8%	0.0%		
	同比	3.3%	3.2%	0.1%		5.2%	5.2%			
	SG&A/收入	46.2%	44.9%	1.3%		50.2%	49.2%	1.0%		
营业利润	金额	1,337	1,307	2.3%	营业利润预计为12亿欧元，预计Yeezy本年度剩余时间内不会有进一步的利润贡献	57	57	-0.1%	1700-1800	2,065
	YOY	398.9%	387.7%		348%	115.1%	115.1%			
	营业利润率	5.6%	5.5%	0.1%	5.1%	1.0%	1.0%	0.0%		8.0%
欧洲	营业利润率同比	4.4%	4.3%			8.8%	8.8%			
	金额	1485	1400	6.1%		325	240	35.3%		
	YOY	74.3%	64.3%			170.8%	100.2%			
北美	营业利润率	19.7%	18.8%	0.8%		18.5%	14.2%	4.3%		
	营业利润率同比	6.1%	5.3%			9.9%	5.6%			
	金额	480	488	-1.7%		93	101	-8.0%		
大中华区	YOY	75.8%	78.8%			1133.3%	1223.7%			
	营业利润率	9.4%	9.4%	-0.1%		6.9%	7.6%	-0.7%		
	营业利润率同比	4.1%	4.2%			7.7%	8.4%			
新兴市场	金额	714	821	-13.1%		4	103	-96.1%		
	YOY	29.1%	48.5%			100.0%	5050.7%			
	营业利润率	20.6%	23.9%	-3.3%		0.5%	13.3%	-12.8%		
拉美	营业利润率同比	3.3%	6.6%			0.2%	13.0%			
	金额	738	767	-3.8%		191	211	-9.5%		
	YOY	17.9%	22.5%			16.5%	28.7%			
日本/韩国	营业利润率	22.3%	23.5%	-1.2%		20.3%	23.7%	-3.3%		
	营业利润率同比	0.3%	1.5%			-1.7%	1.6%			
	金额	614	598	2.6%		181	185	-1.9%		
日本/韩国	YOY	27.4%	24.1%			151.4%	156.3%			
	营业利润率	22.2%	22.1%	0.1%		22.4%	24.4%	-2.0%		
	营业利润率同比	1.1%	1.0%			7.4%	9.4%			
日本/韩国	金额	295	320	-7.9%		41	63	-35.4%		
	YOY	10.1%	19.5%			-18.0%	26.9%			
	营业利润率	22.0%	23.3%	-1.2%		12.9%	18.4%	-5.5%		
	营业利润率同比	1.3%	2.5%			-3.7%	1.8%			
净利润	金额	764	775	1.4%		-39	-20	-97.8%		
经调整摊薄EPS	YOY	1118.7%	1133.2%			89.7%	94.8%			
	数值	4.2	4.2	-1.3%		-0.26	-0.18	-45.6%		
库存	YOY	732.8%	725.0%			89.0%	92.4%			
	金额	4,989	4,614	8.1%		4,989	4,626	7.9%		
	YOY	10.3%	2.0%			10%	2.2%			

资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

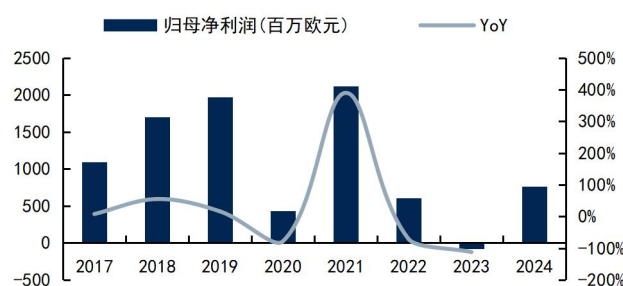
◆ 2024 财年业绩：不变汇率收入+12%好于管理层指引，盈利水平显著修复

2024 财年公司实现收入 236.83 亿欧元, 同比+11%, 不变汇率收入+12%。Yeezy 库存清仓贡献约 6.5 亿欧元收入, 若剔除 2 年 Yeezy 销售额的影响, 阿迪达斯品牌业务不变汇率收入增长 13%。营业利润同比增长 398% 至 13.37 亿欧元, 含 Yeezy 业务贡献的 2 亿欧元利润, 营业利润率提升至 5.6%; 净利润 7.64 亿欧元。年末库存金额 49.89 亿欧元 (同比+11%), 处于健康水平。杠杆比率显著改善, 调整后的净借款与 EBITDA 的比率改善至 1.5 倍 (2023 年为 3.3 倍)。

图2: 公司历年收入与变化情况



图3: 公司历年归母净利润与变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

注: 2023 年净利润为负, 导致 2024 年净利润同比增速计算为负, 无法客观反映经营实质改善, 故未列示相关增长率数据

收入拆分来看:

- 分地区: 剔除 Yeezy 影响各地区收入均实现正向增长, 除北美外其他地区收入实现双位数增长, 欧洲、拉美地区营业利润超彭博一致预期

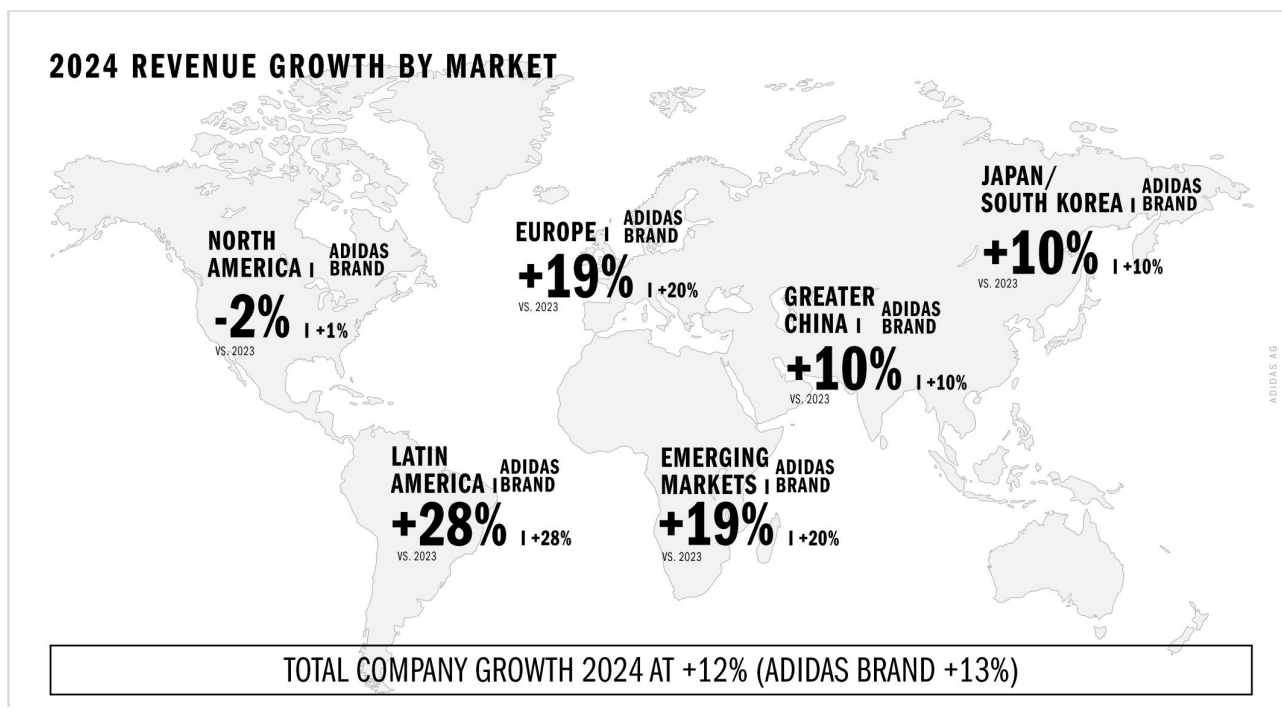
- 1) **欧洲地区:** 2024 财年收入同比+19.8%至 75.51 亿欧元, 不变汇率收入+19%, 剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+20%, 收入表现超彭博预期; 营业利润同比增长 74.3%, 营业利润率同比+6.1 百分点至 19.7%。
- 2) **北美地区:** 2024 财年收入同比-1.7%至 51.28 亿欧元, 不变汇率收入-2%, 剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+1%, 虽然收入不及彭博预期, 但美国批发业务在四季度的订单达到了双位数的增长, 根据第四季度和明年一季度的订单情况, 公司对于北美市场的前景表示乐观。营业利润同比+75.8%, 营业利润率同比+4.1 百分点至 9.4%。
- 3) **大中华区:** 2024 财年收入同比+8.4%至 34.59 亿欧元, 不变汇率收入+10%, 剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+10%, 收入表现超过彭博预期, 管理层表示正在夺回中国市场份额, 计划加大本土化产品开发, 对团队工作表示满意, 对近期前景也态度乐观; 营业利润同比增长 29.1%, 营业利润率同比+3.3 百分点至 20.6%。
- 4) **新兴市场:** 2024 财年收入同比+16.1%至 33.10 亿欧元, 不变汇率收入+19%, 剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+20%; 营业利润同比增长 19.7%, 营业利润率同比提升 0.3 百分点至 22.3%。
- 5) **拉美地区:** 2024 财年收入同比+21.0%至 27.72 亿欧元, 不变汇率收入+28%, 剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+28%; 营业利润同比+27.4%, 营业利润率同比+1.1 百分点至 22.1%, 收入和利润表现超过彭博预期。
- 6) **日本/韩国:** 2024 财年收入同比+3.6%至 13.39 亿欧元, 不变汇率收入+10%, 剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+17%; 营业利润同比+10.1%, 营业利润率同比+1.3 百分点至 22.0%。

- 分品类: 不变汇率角度: 1) **鞋类:** 全年收入+17.0%至 139.75 亿欧元, 得益于 Originals、Football、Training 的强劲双位数增长, 以及通过扩展价格带满足消费者需求。2) **服饰:** 全年收入+6.0%至 82.16 亿欧元, 上半年受北美保守销售策略影响, 下半年通过差异化产品 (如 Originals 的 Adicolor/Firebird

系列、足球复古 Trefoil 球衣及 Z. N. E. 创新运动服）实现加速。3) **配饰**：全年收入同比增长 2%至 14.99 亿欧元，主要受益于下半年库存优化及产品组合改善，各品类本地化产品成功渗透市场。

- **分渠道**：不变汇率角度，批发和 DTC 渠道收入分别同比增加 14%和 11%，均实现双位数增长。1) **批发渠道**：收入快速增长 14%，体现产品高售罄率推动补货及市场库存健康化后的进货信心。2) **DTC 渠道**：收入增长 11%（剔除 Yeezy 影响后收入增长 16%），其中自有商店渠道收入增长 15%，反映公司全价概念店的强劲增长；电商渠道收入增长 6%（剔除 Yeezy 影响后收入增长 18%），主要由于折扣活动减少及全价销售占比提升，业务组合优化推动电商利润率改善。

图4：阿迪达斯 2024 年分地区不变汇率收入增速（公司整体及剔除 Yeezy 外，阿迪达斯品牌的基本业务）



资料来源：阿迪达斯官网，国信证券经济研究所整理

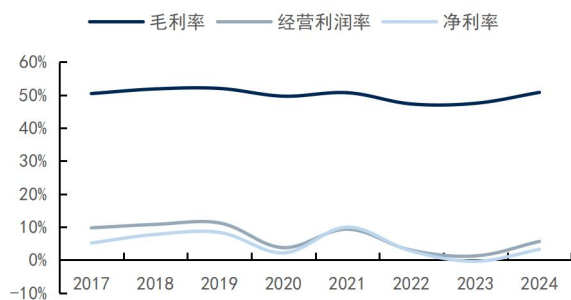
货运成本改善、健康的存货水平、折扣减少及产品结构优化推动全年毛利率显著提升。 FY2024 全年基本毛利率同比提升 3.3 个百分点至 50.8%，主要受益于货运成本下降、库存周转效率提高、折扣活动减少及高端产品组合优化；尽管上半年汇率波动对毛利率造成负面冲击，但四季度汇率影响已明显缓解。

SG&A 费用率同比下降 0.8 个百分点至 46.2%，其中营销推广费用率同比微增 0.2 个百分点至 12.0%，主要用于支持全球品牌活动与重大体育赛事营销；运营管理费用率下降 1.0 个百分点至 34.2%，体现运营效率提升，但包含约 2 亿欧元一次性重组费用及 1 亿欧元慈善捐赠支出。

营业利润同比增长近 4 倍至 13.37 亿欧元，营业利润率提升 4.4 个百分点至 5.6%，其中 Yeezy 库存清仓贡献约 2 亿欧元利润（2023 年贡献 3 亿欧元）；持续经营业务净利润达 8.24 亿欧元，相较上年净亏损 5800 万欧元实现根本性扭转，基本 EPS 回升至 4.24 欧元。

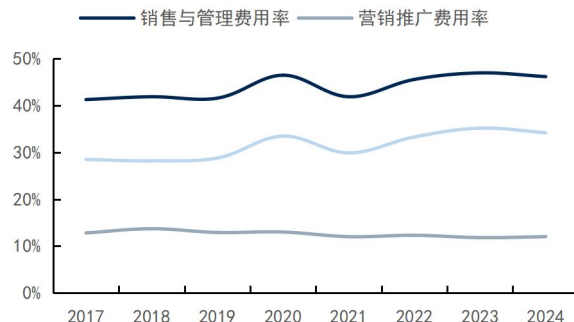
公司存货管理持续优化，年末库存 49.89 亿欧元保持健康水位（同比+10%），支撑阿迪达斯主品牌 2025 年双位数增长目标。杠杆率显著改善，调整后的净借款与 EBITDA 的比率从 3.3 倍降至 1.5 倍，董事会提议股息翻倍至每股 2 欧元，派息率达 43%彰显经营信心。

图5: 公司历年利润率变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司历年费用率与变化情况

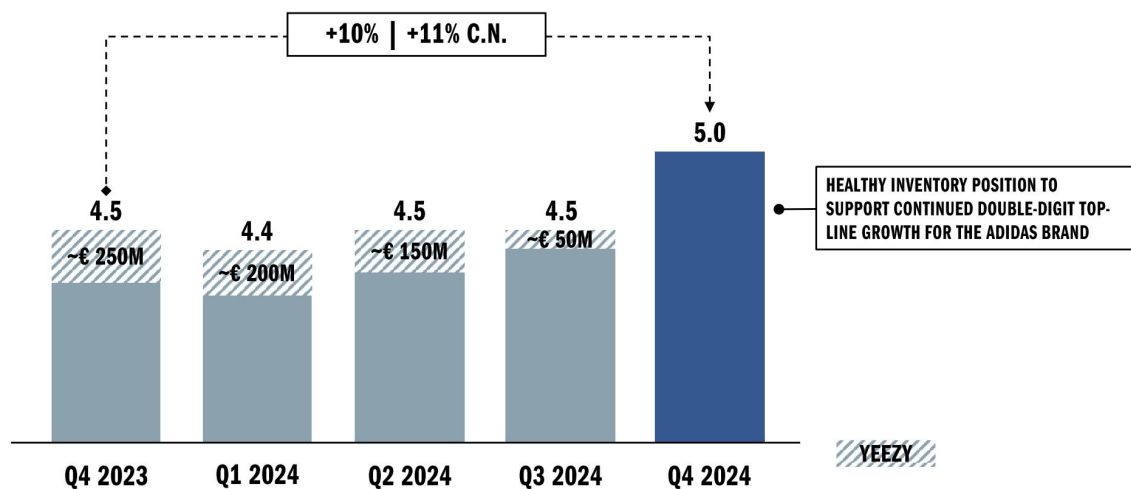


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图7: 阿迪达斯库存变动

INVENTORY DEVELOPMENT

€ IN BILLIONS



资料来源: 阿迪达斯官网, 国信证券经济研究所整理

◆ 2024 财年第四季度：不变汇率收入增长 19%，除日本/韩国地区均实现双位数增长，毛利率提升 5.2 个百分点

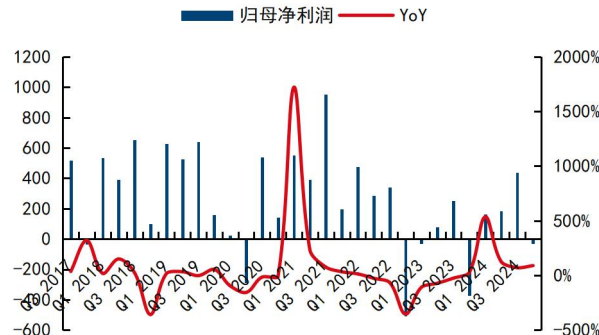
FY2024Q4 公司收入 59.65 亿欧元，同比+24%，不变汇率收入+19%，Yeezy 库存清仓贡献约 5000 万欧元收入，若不包括过去两年 Yeezy 系列销售额增长 18%。北美市场结束连续下滑在 Q4 实现双位数增长。公司持续优化产品组合，毛利率同比提升 5.2 个百分点至 49.8%；营业利润扭亏为盈，达到 5700 万欧元（上一年：-3.77 亿欧元）。

图8：公司单季度收入与增长情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图9：公司单季度净利润与增长情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

收入拆分来看：

● 分地区：除日韩外其他地区收入均实现双位数增长，且收入增长环比提速

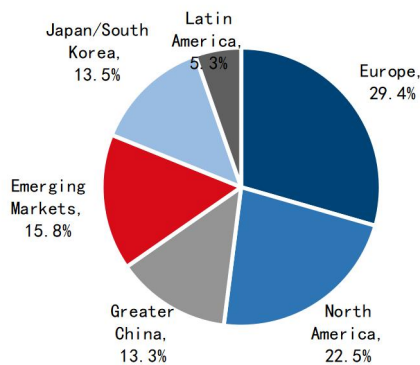
- 1) 欧洲地区：FY2024Q4 收入同比+26.3%至 17.54 亿欧元，不变汇率收入+19%；营业利润同比增长 170.8%，营业利润率同比提升 4.3 个百分点至 18.5%，营业利润表现超彭博预期。
- 2) 北美地区：FY2024Q4 收入同比+15.8%至 13.42 亿欧元，不变汇率收入+15%，批发渠道订单回暖；营业利润同比扭亏（上年亏损 8 百万欧元），营业利润率回升至 6.9%，管理层对 2025 年北美复苏前景表示乐观。
- 3) 大中华区：FY2024Q4 收入同比+18.5%至 7.94 亿欧元，不变汇率收入+16%；营业利润同比+100%实现扭亏，但营业利润率仅 0.5%，主要受一次性费用拖累，核心经营改善趋势显著。
- 4) 新兴市场：FY2024Q4 收入同比+26.3%至 9.40 亿欧元，不变汇率收入+21%；营业利润同比+16.5%，营业利润率 20.3%保持行业领先，营业利润超彭博预期。
- 5) 拉美地区：FY2024Q4 收入同比+68.5%至 8.07 亿欧元，不变汇率收入+31%；营业利润同比+151.4%，营业利润率 22.4%同比提升 7.4 个百分点，主要得益于赛事营销、本地化产品和成本优化。
- 6) 日本/韩国：FY2024Q4 收入同比+5.3%至 3.18 亿欧元，不变汇率收入+9%，DTC 渠道增长 18%；营业利润同比-18%，营业利润率 12.9%短期承压，主要由于东京旗舰店改造投入所致。

- 分品类：不变汇率角度：1) 鞋类：第四季度收入+26.0%至 33.90 亿欧元，秋季冬季新品迭代加速，Supernova/Z.N.E. 创新跑鞋及 Ultraboost 升级款拉动货架空间扩张，Retro Running 复古线（SL72/Tokyo）孵化成功。2) 服饰：第四季度收入+11.0%至 21.94 亿欧元，足球国家队复刻球衣（阿根廷/巴西主场款）、Terrex 硬壳冲锋衣带动品类增长。3) 配饰：第四季度收入+7.0%至 3.80 亿欧元，不及彭博预期，主要由于清库存收尾阶段拖累增长，公司积极优化本地化产品组合（如拉美足球周边、亚洲限定款）支撑韧性，提升高毛利功能性配件（如运动袜、护具）占比改善盈利。

- 分渠道：不变汇率角度，批发和 DTC 渠道收入分别同比增加 25%和 15%。1) 批发渠道：收入快速增长

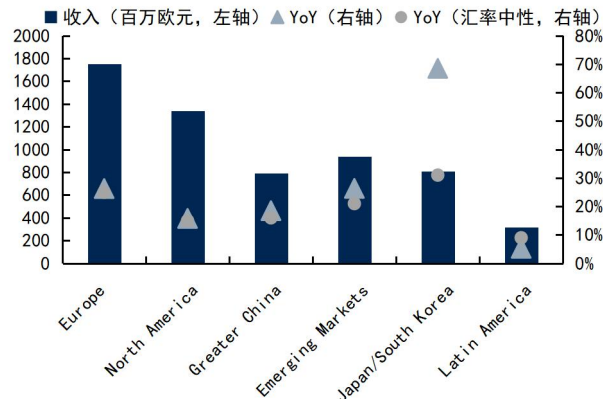
25%，是全年最高单季增速，欧洲/北美补货需求增加，主要由于足球赛事营销和节日季备货双周期共振。
2) DTC 渠道：收入+15.0%，剔除 Yeezy 后增速达 21.5%；其中自有商店渠道收入增长 18%，反映公司全价概念店的强劲增长；电商渠道收入增加 10%，聚焦全价销售（折扣率同比降 5.2 个百分点），优化 Supernova/Ultraboost 等新品线上首发占比，提升毛利率。

图10：2024 年第四季度分地区收入占比



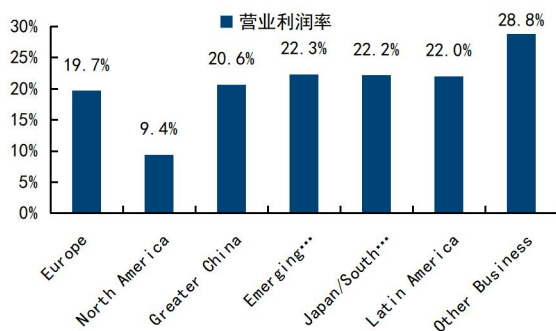
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图11：2024 年第四季度分地区收入及同比情况



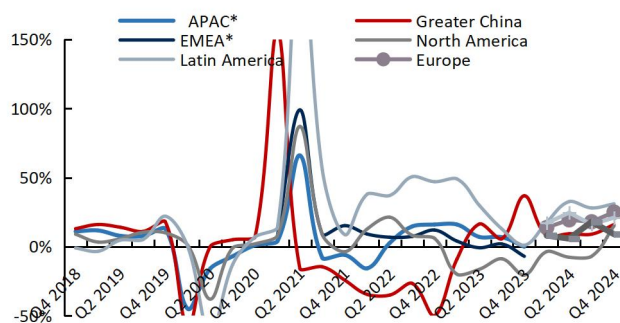
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图12：2024 年分地区营业利润



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图13：公司历年分地区单季度不变汇率收入增速



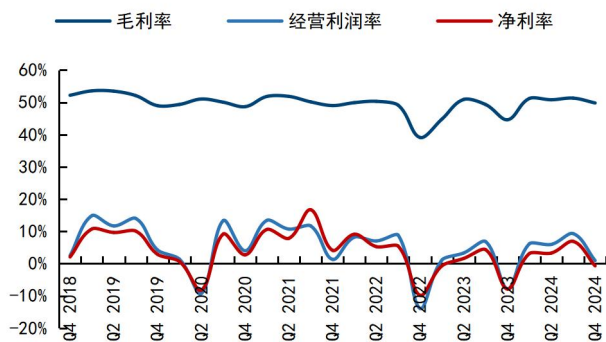
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理
注：标“*”地区数据因披露口径更改，从 FY24Q1 开始停止更新

运费下降、产品组合优化、折扣收窄驱动毛利率显著修复。FY2024Q4 毛利率同比提升 5.2 个百分点至 49.8%，主要得益于产品与物流成本下降、业务组合优化及折扣率降低；伴随下半年汇率负面影响消退，经营环境改善。

SG&A 费用率同比下降 2.9 个百分点至 50.2%，其中营销费用率同比下降 1.2 个百分点至 12.6%（支持新品发布与体育赛事营销），运营管理费用因仓储出售收益（约 5300 万欧元）及运营效率提升同比优化。

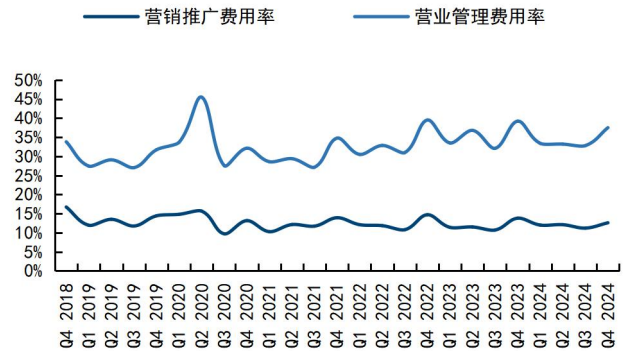
营业利润扭亏为盈，实现 5700 万欧元（去年同期亏损 3.77 亿欧元），剔除约 2 亿欧元一次性重组费用后核心盈利能力更强劲；净亏损收窄至 3900 万欧元，主要受税费调整及金融工具估值波动影响。

图14: 公司单季度利润率变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司单季度费用率变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理
注: 标“*”地区数据因披露口径更改, 从 FY24Q1 开始停止更新

◆ 管理层业绩指引: 发布 2025 财年收入及营业利润指引, 收入预计高个位数增长, 主品牌双位数增长

2025 财年不变汇率收入将实现高个位数增长, adidas 品牌继续双位数增长;

分区域市场: 北美、大中华区、新兴市场及拉美预计双位数增长, 欧洲与日韩高个位数增长。

利润目标: 营业利润预计进一步增至 17-18 亿欧元 (不及彭博一致预期), 主要依赖毛利率持续改善 (成本优化与产品组合升级) 及运营杠杆释放。

在 2024 年完成剩余 Yeezy 库存的销售后, 公司 2025 年展望中不包括任何 Yeezy 收入 (2024 年: 约 6.5 亿欧元) 或利润 (2024 年: 约 2 亿欧元)。

图16: 阿迪达斯 2025 全年展望及未来指引

FY 2025 OUTLOOK

	NET SALES GROWTH EXCL. YEEZY (C.N.)	NET SALES GROWTH REPORTED (C.N.)	OPERATING PROFIT (€BN)
GUIDANCE	DOUBLE-DIGIT	HIGH-SINGLE-DIGIT	1.7 - 1.8

CONSIDERATIONS

MACROECONOMIC AND GEOPOLITICAL CHALLENGES TO PERSIST
FURTHER MARKET SHARE GAINS DESPITE MARKET CHALLENGES
CONTINUED INVESTMENT IN MARKETING AND SALES
NO YEEZY REVENUES OR PROFITS IN 2025





资料来源：阿迪达斯官网，国信证券经济研究所整理

◆ **投资建议：2024 年业绩好于管理层指引、四季度增长提速，2025 年主品牌双位数增长指引彰显增长信心，盈利预计持续改善**

阿迪达斯 2024 财年收入和营业利润均好于管理层指引，此前几个季度已连续上调指引，主品牌不变汇率收入增长 13%，所有市场、渠道及品类均实现正向增长，四季度除日韩以外地区市场均实现双位数增长，且收入增长环比提速，大中华区 Q4 收入增长加速至 16%，全年收入+10%；北美市场 Q4 恢复双位数增长，库存压力缓解，批发订单回暖。公司公布 2025 财年指引，预计收入高个位数增长、主品牌双位数增长，营业利润目标 17-18 亿欧元，盈利持续改善。

从产业链角度，重点推荐阿迪达斯核心供应商**申洲国际**，以及新切入阿迪达斯供应链、订单增量显著的**华利集团**。阿迪达斯品牌大中华区销售势头良好，全年预期乐观，重视批发渠道本土化运营，重点推荐核心零售商**滔搏**。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2023A	EPS 2024E	2025E	2023A	2024E	PE 2025E	g 2023-2025	PEG 2024
ADS.DY	阿迪达斯	无评级	1784.26	-3.30	28.44	58.55	-540.5	62.7	30.5	-	-
可比公司											
NKE.N	耐克	无评级	554.63	23.16	20.50	23.79	23.9	27.1	23.3	1.3%	20.07
2313.HK	申洲国际	优于大市	56.30	3.03	3.93	4.57	18.6	14.3	12.3	22.8%	0.63
300979.SZ	华利集团	优于大市	68.51	2.74	3.35	3.79	25.0	20.5	18.1	17.6%	1.16
6110.HK	滔搏	优于大市	3.67	0.30	0.36	0.23	12.2	10.2	16.0	-12.4%	-0.82

资料来源：wind，Bloomberg，国信证券经济研究所整理；注：无评级公司的 EPS 预测来自彭博一致预期。

◆ **风险提示**

下游需求不及预期，市场的系统性风险，国际政治经济风险。

相关研究报告：

- 《纺织服装海外跟踪系列五十五-亚玛芬 2024 年收入增长 18%，经调净利率扭亏》 ——2025-03-05
- 《纺织服装 3 月投资策略-机器人概念上涨，关注港股业绩期行情》 ——2025-03-04
- 《纺织服装品牌力跟踪月报 202501 期-各品牌积极推出新年新品，识货平台销量环比提升》 ——
2025-02-10
- 《纺织服装 2 月投资策略-服饰品牌销售稳中向好，越南纺织出口维持正向增长》 ——2025-02-10
- 《运动品牌行业专题-2024 年产品竞争趋势变化与 2025 年展望》 ——2025-02-06

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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