

证券研究报告—动态报告/行业快评

纺织服装

海外跟踪系列九

超配

(维持评级)

2021年03月14日

Adidas FY20&5 年战略：业绩全面恢复，未来五年 DTC、大中华区、运动休闲驱动持续成长

联系人： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040004

事项：

2021年3月10日，Adidas披露2020年年度和Q4业绩，全年营业收入为198.4亿欧元，同比下滑16.1%，汇率中性下同比下滑14%；毛利率为49.7%，同比减少2.3p.p.；净利润为4.3亿欧元，同比下滑78.1%；2020年Q4，营业收入为55.5亿欧元，同比下滑5%，汇率中性下增长1%；毛利率为48.6%，同比减少0.3p.p.；净利润为1.5亿欧元，同比下滑10.2%。

2021年3月10日，Adidas发布2025战略规划，提出聚焦于三大重点领域：品牌信誉、消费者体验和可持续发展。进一步优化阿迪达斯品牌架构，转向直营业务引领的业务模式。2021年至2025年期间，收入平均每年增长8%至10%，运营利润率达到12%-14%的水平，2021年至2025年期间，净收入平均每年增加16%至18%，股东现金回报总额达80亿至90亿欧元。

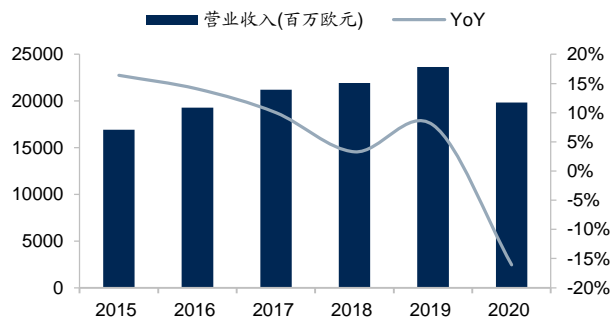
国信观点：1) 全年及Q4业绩：DTC成为全年主要增长驱动力，Q4业务恢复接近正常，库存回归健康水平；2) 分地区：亚太北美表现较好，大中华区严控渠道库存，Q4恢复强劲增长；3) 2021指引：剥离锐步品牌，大中华区将分拆独立管理，全球业务全面恢复；4) 2025年规划：上个五年规划基本实现，下个五年目标利润CAGR16%-18%，DTC、大中华区、运动休闲成为亮点；5) 风险提示：疫情反复，影响时间与程度大于预期；行业库存去化慢于预期，品牌恶性竞争；市场系统性风险。6) 投资建议：Adidas业绩已经基本恢复疫情前的良好表现，全球库存去化到健康水平，大中华区实现快速增长，未来5年公司将继续保持过往的增长势头，并向DTC模式转型，更加注重供应链管理效率，看好一体化龙头供应商申洲国际；大中华区是Adidas未来5年重要增长驱动力，预期收入增长复合增速在低双位数，并将与核心零售伙伴保持长久的合作关系，继续看好受益中国市场高景气发展的中国头部品牌集团安踏体育、李宁，以及国际品牌核心经销商滔搏、宝胜国际。目前运动鞋服板块公司估值普遍在今年盈利预测对应PE的历史均值正一个标准差水平，具有较高的配置性价比，维持板块“超配”评级。

评论：

■ 全年及Q4业绩：DTC成为全年主要增长驱动力，Q4业务恢复接近正常，库存回归健康水平

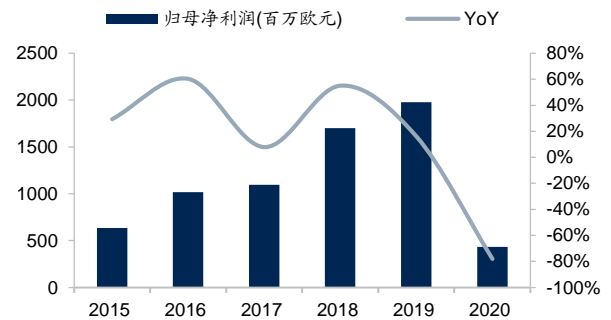
全年汇率中性营收下滑14%，经营利润率下滑7.5p.p.，年底存货恢复健康水平。公司2020全年实现营收198.44亿欧元，同比下滑16.1%，汇率中性下同比下滑14%；毛利率为49.7%，同比减少2.3p.p.；经营净利率3.8%，比去年下降7.5p.p.；净利润为4.3亿欧元，同比下滑78.1%。净利润下滑导致ROE下降至6.3%，下降23.7p.p.；收入下滑导致营运资金周转放缓，存货周转天数上升至155天，同比增加34天，但存货绝对值恢复到相对健康水平，仅同比增长8%。

图 1: 全年收入规模与增长情况



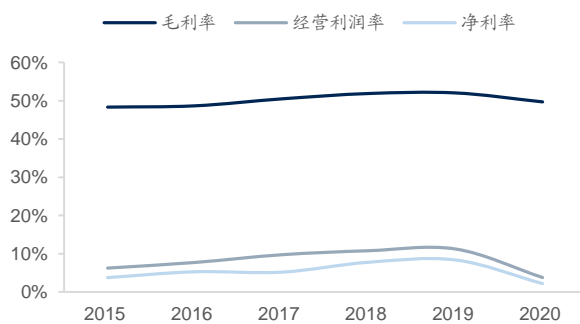
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 2: 全年净利润规模增长情况



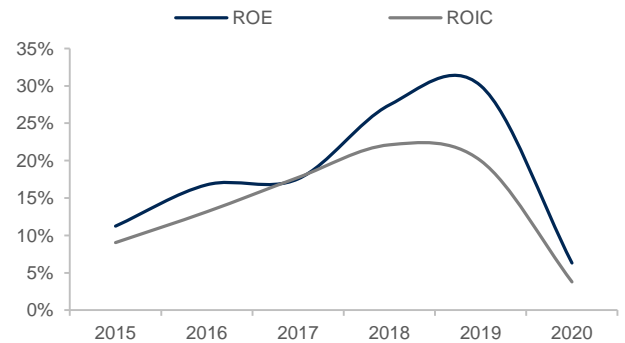
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 3: 全年利润率情况



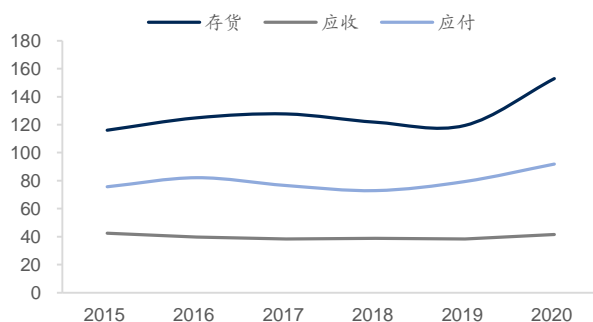
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 4: 全年 ROE ROIC 情况



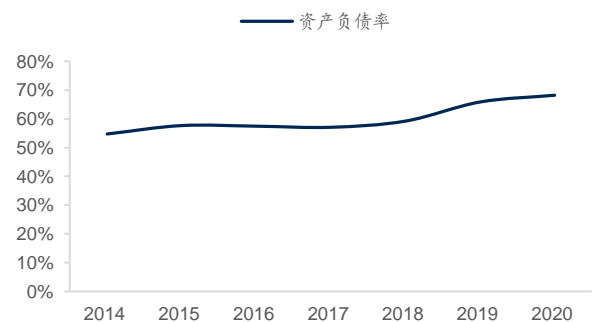
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 5: 全年运营资金周转情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

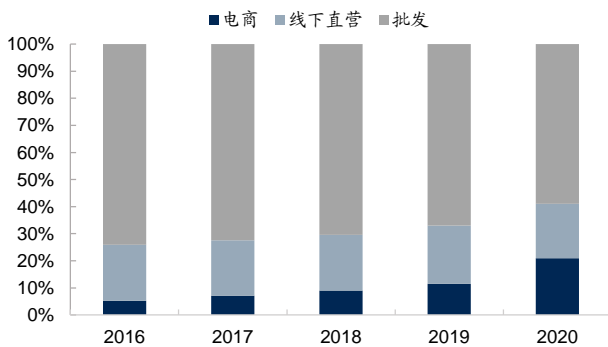
图 6: 全年资产负债率情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

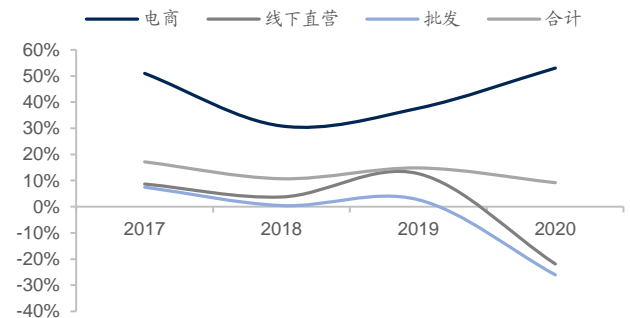
全年电商业务实现 53% 的增长, 占收入比例超 20%, 引领 DTC 业务占比持续提升。2020 全年受新冠疫情的强烈冲击, 公司的业务仍能恢复到良好水平主要得益于公司的迅速调整, 以及对电商渠道的大力发展。通过目标消费者营销、独家新品发布和凭借优异的供应链管理能力和, 2020 全年公司电商渠道实现 41.7 亿元的营收, 同比增长 53%, 占总营收的 21%。电商业务驱动持续引领公司 DTC 业务占比提升, 2016 年公司电商/DTC 业务占收入比例约为 5%/26%, 2020 这一比例分别提升至 21%/41%。

图 7: 各渠道收入占比情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

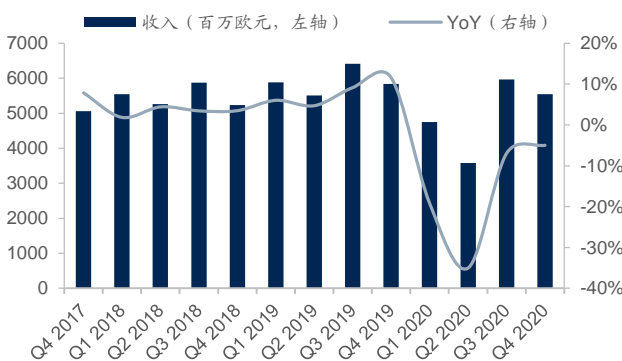
图 8: 各渠道收入增长情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

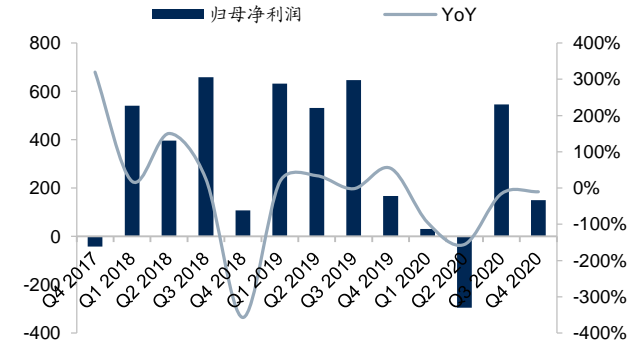
Q4 业绩延续复苏趋势, 收入利润恢复去年同期水平。公司 2020 年 Q1-Q4 收入分别同比-19.2%/-35%/-7%/-5%, Q4 延续了复苏势头, 汇率中性下 Q4 收入实现同比增长 1%, 其中电商业务增长显著, 2020Q4 公司成功举办第一个“会员周”, 并围绕“双十一”等节日做出有效的促销活动, 实现电商营收 43%的同比增长。公司 2020 年 Q1-Q4 归母净利润分别同比-95.1%/-155.6%/-15.5%/-10.2%, 降幅环比进一步收窄。

图 9: 单季度收入规模与增长情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

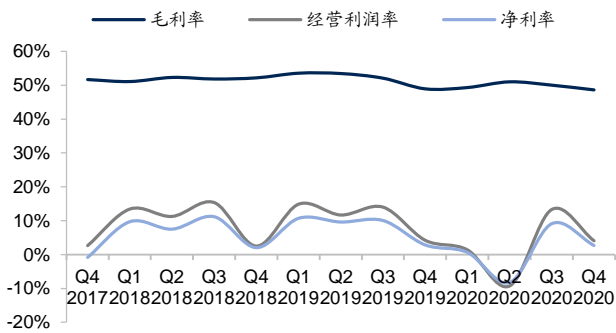
图 10: 单季度归母净利润规模与增长情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

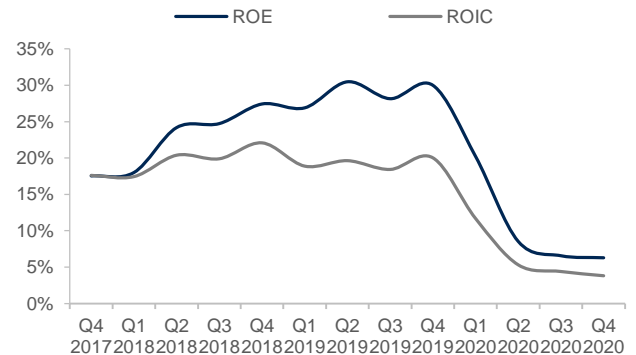
净利率基本恢复去年同期水平, 有赖于促销活动规范化以及有效的费用管控。公司利润率恢复趋势明显, Q4 毛利率同比仅下降 0.3 p.p.至 48.7%, 下降原因主要系汇率波动的影响, 与 Q3 相比降幅显著收窄 (Q3 同比下降 2.1p.p.), 因公司加强促销活动的规范化, 保证盈利水平; 公司 Q4 其他营业支出下降 7%, 其占销售额的比例下降 0.9p.p., 至 45.3% (2019 年 Q4: 46.1%)。其中, 市场营销费用下降 13%, 其占销售额的比例下降至 13.2% (2019 年 Q4: 14.4%), 下降幅度不明显, 系由于公司开始加快品牌的营销投入, 继续投入打造新产品和建设数字化渠道, 以支持公司的电子商务业务和品牌影响力, 为新一年强劲发展打好基础。公司继续维持其严格的成本管理方法, 有效抵消由于电子商务的异常增长导致的物流成本的增加, Q4 营业管理费用率仅略增至 32.1% (2019 年: 31.7%)。经营净利率 4.1%, 比去年同期仅下降 0.15p.p., 归母净利率 2.7%, 比去年同期仅下降 0.16p.p.。目前 ROE ROIC 仍有较大幅度的同比下降, 但 Q4 单季度利润率已经恢复正常, 预计未来盈利能力将逐季改善。

图 11: 单季度利润率情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

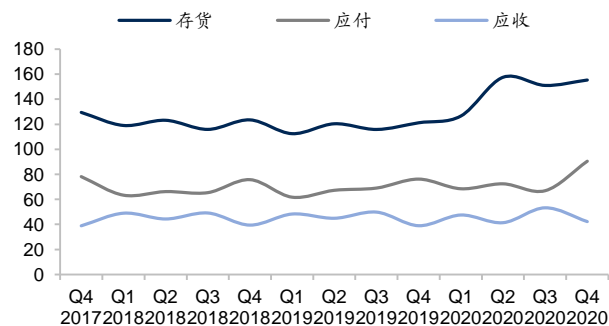
图 12: 单季度 ROE ROIC 情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

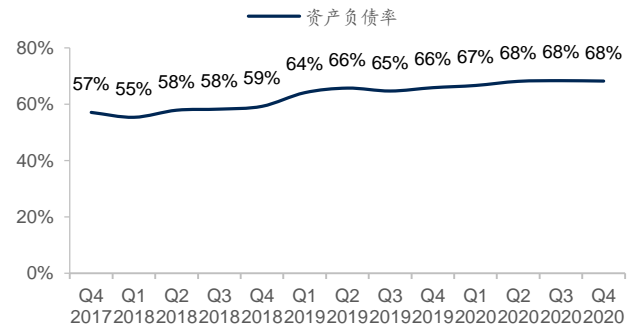
Q4 存货环比下降 6%，年底库存已达到健康水平，应收账款有所减少。截至 2020 年底，库存较上年增长 7.6%，达到 43.97 亿欧元，存货周转天数 155 天。2020Q4 公司在保持毛利率基本恢复正常前提下继续去化库存，相比 Q3，存货显著减少 2.8 亿欧元，环比下降 6.0%，实现公司的健康库存计划，为公司加快 2021 年的增长奠定了坚实的基础。同时，公司在疫情期间优化现金收款，2020 全年应收账款为 19.52 亿欧元，同比减少 26%。公司 2020 年全年有效控制成本，并积极调整产品的流入量，2020 全年应付账款 23.9 亿欧元，同比减少 12%。公司负债水平平稳且良好，2020 年 Q1~Q4 公司的资产负债率为 67%~68%。

图 13: 单季度营运资金周转天数



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 14: 单季度资产负债率水平

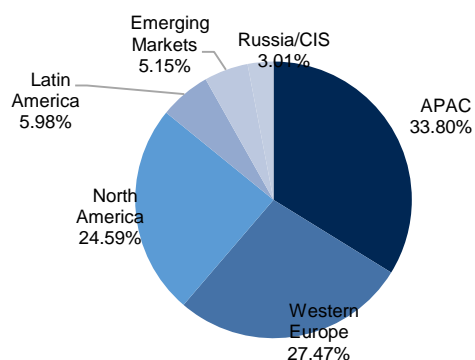


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

■ 分地区: 亚太北美表现较好, 大中华区严控渠道库存, Q4 恢复强劲增长

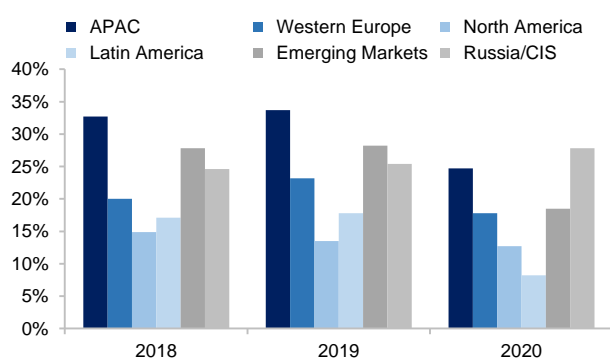
亚太区保持收入水平领先, 北美地区收入利润同比跌幅较小。公司 2020 年的业绩分地区来看, 亚太地区的业务占比最高, 为 33.8%; 其次是西欧和北美, 分别为 27.5%和 24.6%; 拉丁美洲和新兴市场也分别占据了 6.0%和 5.2%的份额。从经营利润率看, 俄罗斯地区最高, 全年达到 27.8%, 亚太地区紧随其后, 为 24.7%; 新兴市场、西欧、北美、拉丁美洲分别为 18.5%、17.8%、12.7%和 8.2%。三大市场亚太/西欧/北美汇率中性下收入同比分别-17.0%/-12.0%/-9.0%, 经营利润分别同比-40.2%/-32.7%/-15.2%, 亚太区全年收入下滑幅度较大与 Q1 大幅下滑 45%和 Q3 下滑 7%有关, 随后各个季度亚太区的增长相对较为领先; 北美地区表现较好, 主要因为公司重点发展北美市场规模以及供应链短缺问题的解决。

图 15: 全年分地区收入占比



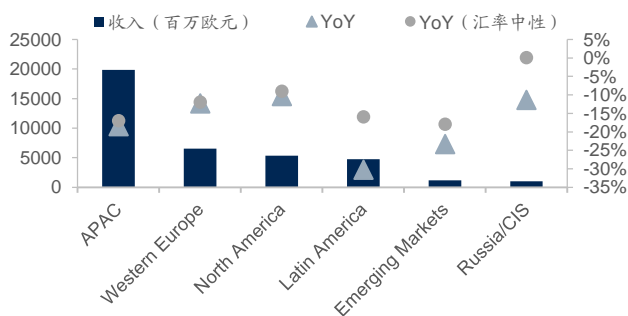
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 16: 全年分地区经营利润率



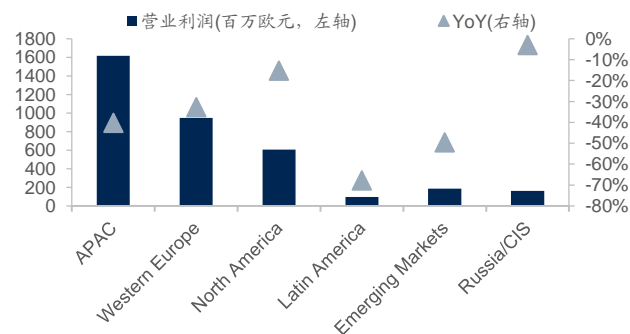
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 17: 全年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

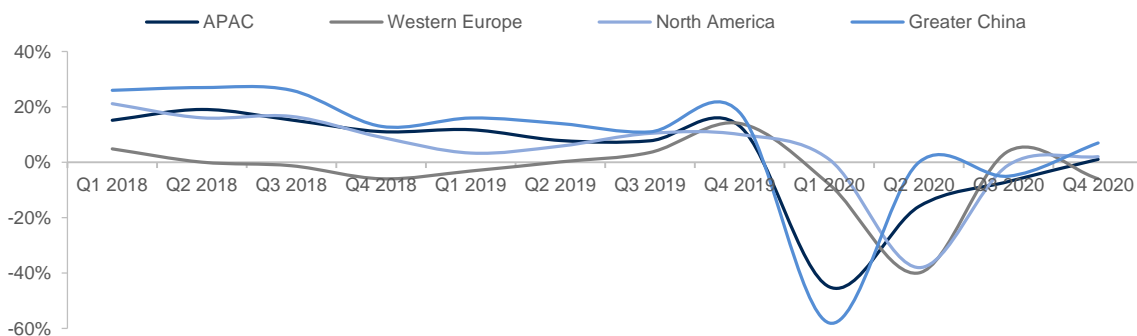
图 18: 全年分地区经营利润及同比情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

Q4 亚太区、北美区复苏势头较为领先，大中华区经销渠道严控库存，DTC 业务保持双位数增长。2020Q4，大中华区、亚太地区、北美、西欧分别实现货币中性收入增速 7%，1%，2%，-6%，大中华区增速遥遥领先，带动亚太区正增长，北美区增长继续向好，西欧疫情管控反复，由 Q3 正增长 4%转负。2020 全年，大中华区营收同比下滑 15%，主要受一季度收入大幅下滑影响。分季度看，大中华区 Q1-Q4 收入分别同比-58%/0%/-5%/7%，其中 Q1 由于疫情在中国率先蔓延，公司在大中华区进行了上亿欧元的产品回收，销售额共下降 8 亿欧元；Q3 大中华区收入-5%，环比势头向下，主要因批发业务受到严格的出货管控，而中国 DTC 业务同比增长 33%；进入 Q4，大中华区收入显著增长 7%，其中 10 月收入实现双位数增长，11，12 月 DTC 延续双位数增长。

图 19: 单季度分地区货币中性收入增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

■ 2021 全年指引：剥离锐步品牌，大中华区将分拆独立管理，全球业务全面恢复

公司计划于 2021 年 2 月剥离锐步品牌，在不考虑锐步品牌情况下，基于目前公司门店恢复开店率在 95%（2020 年 Q4 欧洲地区有一半的门店关闭），公司目标 2021 年主业获得全面恢复，具体指引如下：

收入：不考虑锐步品牌，在货币中性的基础上实现全年收入中高双位数增长；

分地区：为了成功实施战略，公司改变了组织结构，自 2021 年 1 月 1 日起，大中华区将不再合并于亚太区，而是作为一个单独市场来管理，反映了大中华区作为公司增长市场的重要性，其余亚太市场包括日本、韩国、东南亚和太平洋地区；此外，公司已经将欧洲、俄罗斯/独联体和新兴市场整合到新成立的 EMEA 市场，以更好地利用规模经济；北美和拉丁美洲市场保持不变。在新口径下，公司预计所有细分市场的收入都将增长，其中大中华区、亚太地区和拉丁美洲均预计在 20%~30% 之间增长；EMEA 预计将实现中高双位数增长，而北美地区预计将以高个位数的速度增长；

利润率：毛利率预计完全恢复到 2019 年的水平（52%），经营净利率大幅反弹至 9%~10%，净利润将增长到 12.5-14.5 亿欧元，恢复到 2019 年的 63%~73%；

资金周转：营运资金占销售额比重预计维持在 20% 以下；

资本开支：公司将加大营销、数字化建设和供应链投入力度，全年资本性支出预计达 7 亿元。

图 20：公司 2021 年业绩指引

2021 Outlook ¹		
	2020 excluding Reebok	2021 Outlook
Net sales (€ in billions)	18.435	to increase at a mid- to high-teens rate ²
EMEA	6.308	mid- to high-teens increase ²
North America	4.519	high-single-digit increase ²
Greater China	4.342	20% - 30% increase ²
Asia-Pacific	2.083	20% - 30% increase ²
Latin America	1.035	20% - 30% increase ²
Gross margin	50.0%	to increase to a level of around 52%
Operating margin	4.0%	to increase to a level of between 9% and 10%
Net income from continuing operations (€ in billions)	0.46	to increase to a level of between € 1.25 billion and € 1.45 billion
Average operating working capital (in % of sales)³	-	to decrease to a level of below 20%
Capital expenditure (€ in millions)³	-	to increase to a level of around € 700 million

¹ Excluding Reebok.

² Currency-neutral.

³ Base value for 2020 excluding Reebok not available at time of closing of this report.

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

■ 2025 年规划：上个五年规划基本实现，下个五年目标利润 CAGR16%-18%，DTC、大中华区、运动休闲成为亮点 2015-2020 年目标大多超额实现。据公司 2015 年发布的“立新”战略规划，到 2020 年，公司的疫情前的收入增长目标、利润增长目标、北美和大中华区规模目标、电商发展目标均超额完成，而自动化工厂计划和锐步品牌发展不及预期，具体如下：

1) 在总体业绩疫情前表现达成目标，电商大幅超预期。公司计划在 2015~2020 每年营收保持高单位数增长，净利润保持 15% 的增长，电商业务收入为 2014 年的 4 倍，超过 20 亿欧元。从公司实际业绩看，2015~2019 年欧元营收 CAGR 8.7%，净利润 CAGR 32.9%，2020 年电商收入达到 41.7 亿欧元，均超额完成业绩目标。新的 5 年规划维持收入增长目标，并加大电商业务发展力度。

2) 在大中华区及北美地区规模发展符合预期。公司计划到 2020 年北美和大中华区收入翻倍, 从 2019 年情况看, 北美和大中华区货币中性收入分别为 2015 年的 1.96 倍和 2.33 倍, 已实现既定目标。同时, 公司在 2020 年初已实现在大中华区的门店数从 2015 年的 9000 家增长到 12000 家的目标。新的 5 年规划中将继续强化大中华区的重要增长作用。

3) 两个目标未能达到期望。公司希望能在 2020 年有效提高自动化生产比例, 加快生产速度, 但 2016 和 2017 年建设的两座自动化工厂均在 2020 年停产。公司希望调整定位并大力发展的锐步品牌也因业绩不佳, 计划在 2021 年 2 月从公司主体剥离出去, 使得公司可以更专注自有品牌的发展。新的 5 年规划中将继续强调供应链优化, 以配合 DTC 模式快速反应, 提高灵活性, 降低库存压力。

表 1: 公司上一个五年计划完成情况和 2025 年规划目标

项目	2015-2020 年目标	2019/2020 年实际表现	是否完成	2021-2025 年目标
收入	每年高个位数增长	15-19 年按欧元口径 CAGR 4 8.7%	√	目标: 每年 8%~10% 的增长
利润	净利润每年保持 15% 的增长	15-19 年净利润按欧元口径 CAGR 4 32.9%	√	目标: 1) 净利润每年 16%~18% 增长; 2) 毛利率达到 53%~55%; 3) 营运利润率达到 12%~14%
渠道	2020 年电商收入达到 2014 年 4 倍, 达到 20 亿欧元	2020 年达到 41.7 亿欧元	√	电商: 1) 2025 年电商收入达到 80-90 亿欧元; 2) DTC 业务占比达到一半, 贡献 80% 的收入增长; 3) 会员数量从目前 1.5 亿增加到 5 亿人 零售: halo 门店数增加到原来 2 倍, 同时适当精简并聚焦于更大更好的品牌概念店, 增加厂家直销店, 并建立更好的清关渠道、增加计划产量 经销: 聚焦关键的连锁大客户, 赋能 80% 的客户数字化自助服务, 扩大合作伙伴范围, 同时优化库存
分地区规划	上海等六个重点城市在 2020 年的营收计划是 2015 年的两倍	—	未提及	关键城市: 重点城市数量从 6 个拓展到上海, 北京等 12 个
	北美和大中华区销售额翻倍	2019 年北美和大中华区销售额分别为 2015 年的 1.96 倍和 2.33 倍	√	增长目标: 大中华区将成为公司重要增长引擎, 收入每年保持低双位数增长, 北美和 EMEA 保持高单位数增长, 25 年这三大市场收入占比将超过 90%
	大中华区女子专门店从 4 家拓展到 20 家; 运动经典系列门店从 350 家拓展到 650 家 大中华区门店从 9000 家增加到 12000 家	—	未提及	发展计划: 构建与中国相关的品牌合作伙伴, 期望更快速地创造贴合本地市场的产品, 瞄准 Z 世代需求, 把握 2022 年冬奥会和 2023 年世俱杯的机遇
供应链	提高自动化率, 加快生产速度	2016、2017 年投建的两座自动化工厂在 2020 年初停运	×	渠道展望: 在大中华区实施全渠道战略, 经销商仍是公司最大渠道, 同时大力拓展 Halo 门店和工厂店, 加速实现实体零售业务的成功 可持续性: 2025 年可持续产品比例将达到 90%, 且每件产品碳足迹平均减少 15%
品类	重点发展足球、跑步、女子、运动经典系列及儿童品类	—	未提及	聚焦品类: 推出运动休闲新品, 聚焦在足球、跑步、训练、户外和休闲休闲品类; 2025 年五大品类占比超过 95%
其他	继续大力发展锐步, 并通过赞助健身集团, 调整定位为健身	业绩表现不好, 并计划放弃该品牌	×	CAPEX: 未来五年各投入 10 亿欧元到品牌建设和数字化建设中; 每年计划 CAPEX 占收入的 3-4%, 其中超过 70% 投入到 DTC 渠道和数字化建设 股东回报: 到 2025 年公司产生大量自由现金流, 其中占持续经营净利润的 30-50%, 大约 80-90 亿欧元的部分将通过派发股息、股票回购方式分给股东
—	—	—	—	—

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

2021-2025 年财务目标: 收入增长延续过往速度, 利润率创历史新高。公司目标收入实现每年平均 8%~10% 的增长, 与过去 5 年相近, 而持续经营的净利润预计每年平均 16%~18% 的增长; 毛利率水平将提升到 53%~55%, 运营利润率将提升到 12%~14%, 而过去 10 年普遍在高单位数的水平。计划净利润分和增速在 16%-18% 之间。另外累计产生现金回报 80-90 亿欧元。

图 21: 公司 2025 发展战略财务目标

FINANCIAL AMBITION 2025		2025 AMBITION	
	OUTLOOK 2021		
NET SALES GROWTH CURRENCY NEUTRAL	MID- TO HIGH-TEENS INCREASE	8-10% CAGR 2021-2025	GCA LOW-DOUBLE-DIGIT CAGR EMEA HIGH-SINGLE-DIGIT CAGR NAM HIGH-SINGLE-DIGIT CAGR
GROSS MARGIN % OF NET SALES	AROUND 52%	53-55%	E-COM ABSOLUTE NET SALES € 8-9BN DTC SHARE OF NET SALES ~50%
OPERATING MARGIN % OF NET SALES	9%-10%	12-14%	
NET INCOME GROWTH CONTINUING OPERATIONS	BETWEEN € 1.25BN AND € 1.45BN	16-18% CAGR 2021-2025	
CASH RETURN CUMULATIVE		€ 8-9BN 2021-2025	THROUGH DIVIDENDS AND SHARE BUYBACKS

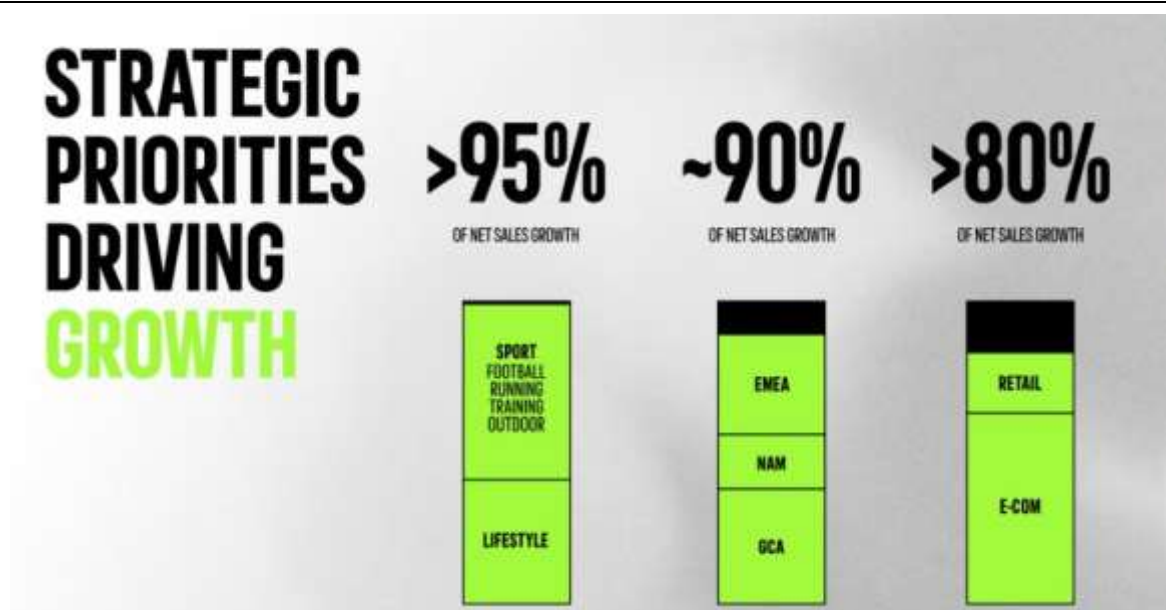
资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

具体拆解公司财务目标如下:

1、收入增长拆解: 由运动休闲、大中华区、电商驱动为主。公司计划在未来 5 年, 收入增长驱动如下:

- 1) 分品类看, 由 5 大品类足球、跑步、训练、户外和休闲驱动, 合计占增长贡献的 95%, 其中运动休闲为增长贡献最大的单独品类;
- 2) 分地区看, 主要由 EMEA、北美、大中华区驱动, 合计贡献增长的 90%, 其中大中华区贡献最大; 计划大中华区/EMEA/北美收入复合增速分别是低双位数/高单位数/高单位数;
- 3) 分渠道看, 主要由 DTC 驱动, 贡献增长的 80%, 而其中电商贡献最大。从规模看, 预计 2025 年电商实现销售额 80-90 亿欧元, DTC 占收入比例约 50%。

图 22: 公司 2025 战略中收入增长驱动

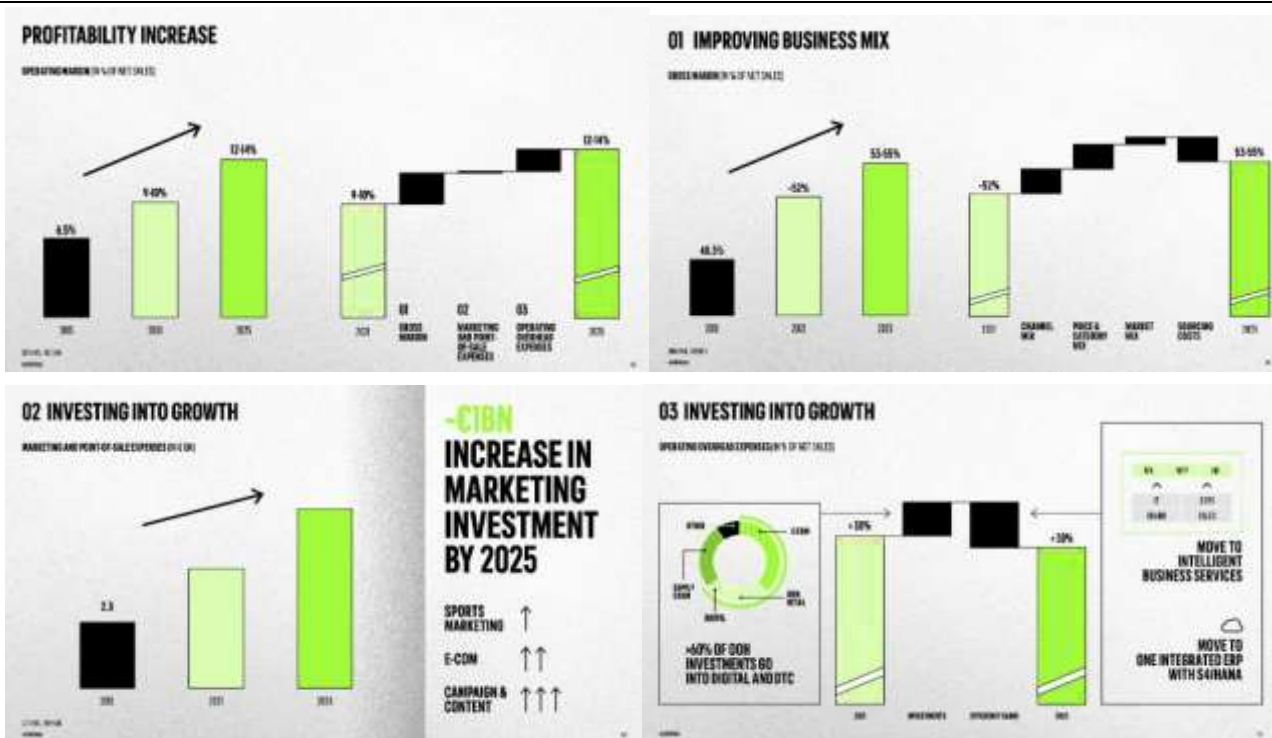


资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

2、**利润率扩张拆解:由 DTC、产品升级、经营效率贡献为主。**公司计划在未来 5 年,经营利润率将会由 2021 年的 9%-10% 提升至 2025 年的 12%-14%, 其中预计毛利率将显著增长, 销售相关费用率保持稳定, 经营管理费用率有所下降。三项影响因素具体来看:

- 1) 毛利率由 2021 年的 52% 提升至 2025 年的 53%-55%, 其中渠道组合变化、价格品类组合变化、市场组合变化将会贡献正面影响, 被采购成本率提高部分抵消;
- 2) 销售相关费用率 (marketing and point-of-sale expenses) 保持相对稳定, 预计到 2025 年将增加约 10 亿欧元的营销投资, 其中运动市场营销小幅增加, 电商费用适度增长, 活动内容营销开支大幅增长;
- 3) 经营管理费用率 (operating overhead expenses) 显著下降, 由于 2021 年超过 30% 下降到 30% 以下, 其中增加的投资包括电商、自营门店、数字化、供应链和其他, 超过 60% 的投资用于数字化和 DTC, 而更多被经营效率所抵消, 下降的费用率主要受益于智能业务服务和一站式集成 S4/HANA 的 ERP 系统。

图 23: 公司 2025 战略中利润率扩张驱动

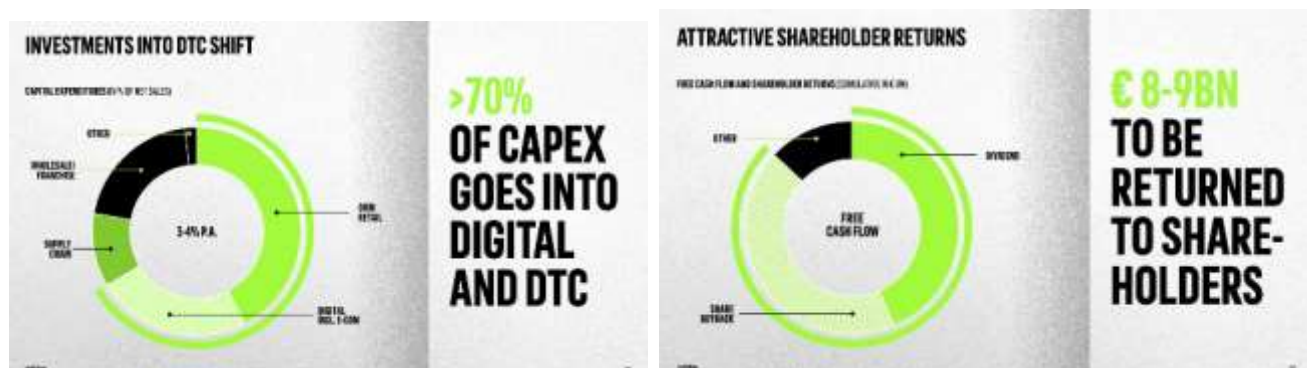


资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

3、**现金流拆解: 产生强有力的自由现金流。**在收入显著增长和利润强劲扩张的推动下, 公司预计将在 2025 年前产生大量累积自由现金流。其中的大部分, 80 亿至 90 亿欧元, 将通过定期派息的方式分配给股东, 派息范围在持续经营净利润的 30% 至 50% 之间, 并与股票回购相补充。公司致力于平衡成长性投资和股东回报, 具体先进适用的优先次序如下:

- 1) **财务稳定性**, 用于满足杠杆和流动性目标的现金, 保持当前的评级水平;
- 2) **促进有机增长的投资**, 支持战略的执行, 每年资本性支出计划占到收入的 3%-4%, 其中超过 70% 投入到 DTC 和数字化建设, 8% 左右投入到供应链。具体而言, 未来 5 年, 公司将投入 10 亿欧元到数字化建设中, 从 3D 设计, 到产品采购, 再到向经销商和消费者销售, 公司全价值链的核心流程将赋能数字化, 公司绝大部分销售额将由数字化产品创造和销售;
- 3) **股息**, 公司计划保持 30%-50% 的派息, 占持续经营的净利润的比例;
- 4) **股票回购**, 作为对股东的额外现金回报, 用剩余的现金流。

图 24: 公司 2025 战略中现金用于 DTC 转型投资和股东回报



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

2021-2025 年业务目标: 聚焦品牌信誉、消费者体验和可持续发展。公司 2025 发展战略名为“掌控全场(Own the Game)”, 战略聚焦三大重点领域: 提升品牌信誉、创造独特的消费者体验和继续拓展在可持续发展领域的实践。这一新战略旨在促进营收、盈利和市场份额的增长, 迈向 2025 年。基于此前“立新”战略的成功、阿迪达斯稳固的市场地位, 以及体育用品行业极具吸引力的增长潜力, 公司对未来的发展充满信心。发展战略具体来看:

1、**品牌信誉: 重塑品牌架构, 发力女性市场, 聚焦五大品类。**

- 1) **强化品牌架构, 贴近运动休闲, 引入 Sportswear 系列作为一个新的消费者主张。**公司认为过去生活休闲消费者在偏向运动的 Sports 系列和偏向时尚潮流的 Originals 系列中存在空白, 现在公司将在这两个系列之间引入新的系列名为 Sportswear 弥补这一空缺, 在品牌 logo 上或使用过去 Performance 系列的 logo, 而 Performance 系列将采用新的 logo。品牌架构重塑后, Performance 系列主要为运动员提供加强运动表现的产品, Sportswear 系列主要满足消费者自我表达和舒适的需求, Original 系列将提供街头潮流连接文化的标志性产品。另外还有合作系列, 包括 Y-3、Yeezy 等等。Performance、Sportswear 的价格带主要分布在 Good、Better、Best 三类, 而 Original 将主要分布在 Better、Best、Premium 三类。

图 25: 公司 2025 战略中品牌架构重塑



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

- 2) **发力女性市场, 为女性提供更切合的产品和服务。**公司认为过去主要是以男性为主或男女皆可的方式来服务消费者, 而现在公司将执行跨类别的女性战略, 目标成为女性改善之旅的日常伙伴。公司认为女性市场是增长最快的消费市场, 并且参与运动的比例处于上升趋势, 同时女性也是掌控了最大比例家庭消费开支的人群。成为女性改善之旅的伙伴, 公司致力于更好的预测女性的需求, 提供高价值全类别的产品, 并建立独特的体验。
- 3) **聚焦五大品类, 强化专业运动, 迎合运动休闲需求, 升级时尚潮流。**公司认为过去几乎是在超过 20 个品类中竞争, 而未来将聚焦于 5 大战略品类的发展, 分别是组、跑步、训练、户外和生活休闲, 由这 5 大品类去驱动未来 5 年 95% 的增长。公司计划在足球品类保持全球第一的地位, 在跑步品类通过技术创新驱动表现的边界, 在

训练品类激励每个人表现最佳，在户外品类挑战行业的规范和期望，在生活休闲品类引入 sportwear 系列提供具备运动功能但穿着有态度的产品，并升级 originals 系列到一个高价值、DTC 引领的地位。

图 26: 公司 2025 战略中聚焦五大品类

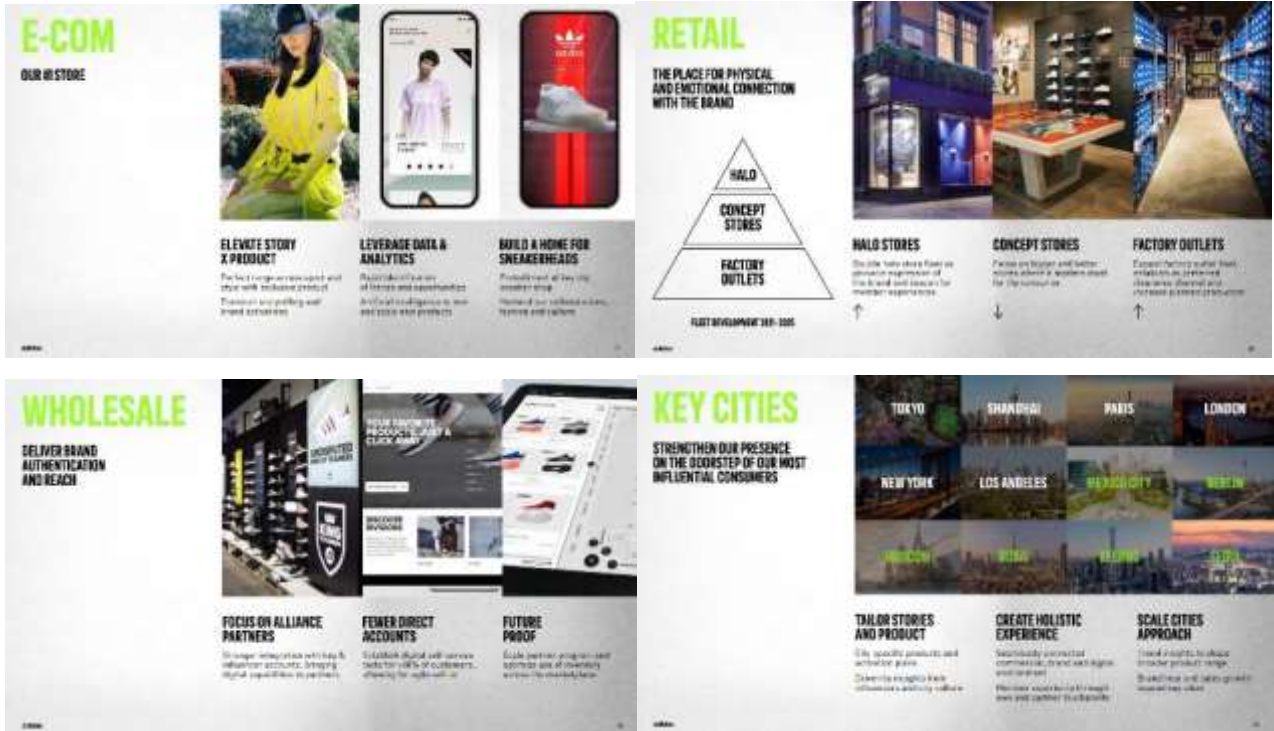


资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

- 2、消费者体验: 加强会员发展, 转型 DTC 导向, 扩大核心城市聚焦, 大中华区 5 年收入复合增长低双位数。公司认为目前行业和消费者体现出以下趋势: 双倍的会员消费者生命周期价值, 双倍快速的单品牌渠道增长, 三倍的线上相对于线下渠道增长, 以及更强的核心城市影响力。针对以上趋势, 围绕提高消费者体验, 公司重点提出以下策略:
- 1) 会员管理强化, 提供独特的消费体验和跨越所有消费者接触点的产品。公司希望打造行业领先的高端个性化体验, 会员规模从 1.5 亿人达到 5 亿人, 能够与会员通过线上线下多点接触, 提供无缝的会员体验。
 - 2) 转型为 DTC 导向的业务模式, 通过电商和自营门店作为主要接触消费者的渠道。电商预计收入将从目前的 40 亿欧元增加到 80~90 亿, 将最为一号店铺, 做到完美的范围跨越运动和风格与独家产品, 优质的故事叙述和品牌激活, 循序的识别趋势与机会, 人工智能测试和扩大新产品规模, 并打造一个球鞋爱好者的家园。自营门店方面, 将优化实体店作为消费者与品牌情感连接的实体地点, 在门店类型上增加光环门店 (Halo stores) 到两倍的水平, 减少概念店, 重点聚焦客流接触最多、更大更好的门店, 并增加工厂店的面积, 作为更优的清理库存的渠道, 并增加计划生产。经销业务将作为品牌认知和覆盖的加强, 重点聚焦联盟伙伴, 减少直接账户, 并赋能 80% 的客户数字化自助服务, 扩大合作伙伴计划并优化整个市场的库存使用。
 - 3) 扩大核心城市范围, 在过去 6 大城市基础上变为 12 大城市战略, 聚焦三大战略市场。过去公司的 6 大核心城市是东京、上海、巴黎、伦敦、纽约和洛杉矶, 未来将增加 6 大城市包括墨西哥、柏林、莫斯科、迪拜、北京和首尔。公司将推出针对特定城市的产品和激活计划, 由影响力人物和城市文化的见解驱动, 无缝连接商业、品牌和数字环境, 通过趋势洞察, 形成更广泛的产品范围来驱动主要城市以外的品牌热度和销售增长。另外, 公司认为未来三大战略市场为大中华区、北美和 EMEA, 预计未来 5 年将分别实现低双位数/高单位数/高单位数的收入增长。大中华区目前的核心城市是上海, 未来将增加北京。公司希望更多合作动作, 触及 Z 世代消费者的中国相关品牌合作伙伴, 以及 2022 年北京冬奥会和 2023 年国际足联俱乐部世界杯。在中国范围内,

提供本地相关的概念以补充全球提供，并且实现更快、更接近市场的产品创造和协作。另外，公司表示将与中国长期特许经营伙伴建立更牢固的关系，加速发展电商、全渠道 halo stores 及工厂直销店。

图 27: 公司 2025 战略中消费者体验



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

DTC 模式转型带来的财务和运营影响需要进行优化，着重控制存货。公司认为从批发驱动的商业模式向 DTC 导向的商业模式转型，将会带来以下影响，包括向个人消费者段直发、增加供应链的复杂等级、持有存货的时间更长，并获得宝贵的消费者洞察。公司认为需要主动的减轻 DTC 的影响来提高效率，其中重要的一项是对库存的优化。DTC 的直接影响是存货占销售收入的比例上升，存货周转天数增长而，而缓解的方式可以包括：**1) 营销端**，通过季度全球零售介绍日期，巩固全球范围，增加范围重叠；**2) 全球运营**，优化交货期，高效的生产能力和采购订单计划；**3) 供应链管理**，全球需求计划，优化库存配置，高预测精度。从而做到存货周转天数下降，存货占销售收入比例下降，增加财务和运营的灵活性。

图 28: 公司 2025 战略中 DTC 模式影响经营模型与存货优化



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

3、可持续发展：引领环保发展，数字化赋能，供应链优化。

- 1) **环保循环:** 公司目前在可持续方面已经做出不少成就, 目前公司 60% 的产品由可持续材料制作, 预计到 2025 年可持续产品比例将达到 90%, 且每件产品碳足迹平均减少 15%。公司将创新并发展三大循环: 回收环(由回收材料制成), 循环环(制作以重新制作), 或再生环(由天然和可再生材料制成)。公司正在与全球供应链上的合作伙伴密切合作, 以减少能源和材料的消耗, 并更多地使用绿色能源。公司的目标是到 2025 年实现自身业务的气候中立, 到 2050 年实现整体气候中立。
- 2) **数字化赋能:** 公司将把技术从一个服务部门转化为核心竞争力和价值驱动因素。方面包括团队协作、开发到上架端到端链接以及大数据分析等方面。到 2025 年, 公司的数字化转型将由超过 10 亿欧元的投资推动。整个价值链的核心流程将被数字化: 从具有 3D 设计能力的创建流程, 到产品的采购, 再到销售给客户和消费者。到 2025 年, 公司的绝大部分销售额将来自于数字化制造和销售的产品。为了实现这一目标, 该公司将在内部扩展其数据和技术专长, 并增加其技术团队的规模。仅在 2021 年, 公司就将雇佣 1000 多名科技和数字人才。公司还在投资新的 ERP 系统 S/4HANA。
- 3) **供应链强化:** 从批发驱动到 DTC 导向, 公司需要更卓越的交付体验和供应链的灵活性。公司计划实现次日达覆盖超过 50% 的消费者。加快生产速度, 对全球需求和购买的订单做详细的预测和规划, 提高预测的准确度, 并做出最优化库存分配的方案, 从而降低库存压力和提高公司整体运营的灵活性。有了更强大的供应链, 未来公司可以进一步加强快递配送的时效性和灵活性、规范最后一公里配送, 进一步提高提升生产效率, 提高存货管理水平, 同时确保不缺货。

图 29: 公司 2025 战略中 DTC 模式影响经营模型与存货优化



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

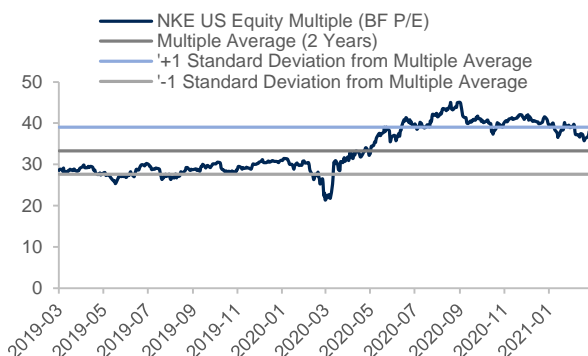
■ **投资建议: Adidas 未来展望前景乐观, 看好其核心供应商与经销商以及中国市场头部品牌集团**

Adidas 业绩已经基本恢复疫情前的良好表现, 全球库存去化到健康水平, 大中华区实现快速增长。未来 5 年公司将继续保持过往的增长势头, 并向 DTC 模式转型, 更加注重供应链管理效率, 看好一体化龙头供应商申洲国际; 大中华区是 Adidas 未来 5 年重要增长驱动力, 预期收入增长复合增速在低双位数, 并将与核心零售伙伴保持长久的合作关系, 继续看好受益中国市场高景气发展的中国头部品牌集团安踏体育、李宁, 以及国际品牌核心经销商滔搏、宝胜国际。

目前运动鞋服板块公司估值普遍在今年盈利预测对应 PE 的历史均值正一个标准差水平, 具有较高的配置性价比, 维持

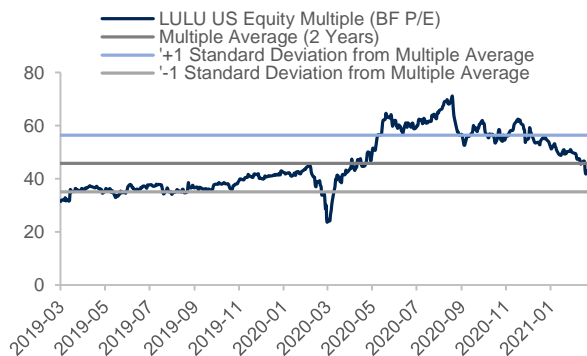
板块“超配”评级。

图 30: Nike PE BF 与两年均值



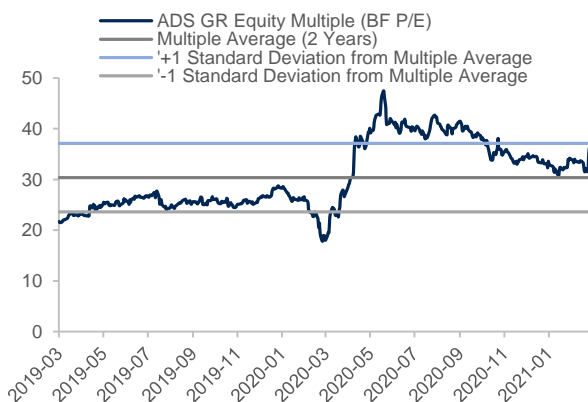
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 31: LULU PE BF 与两年均值



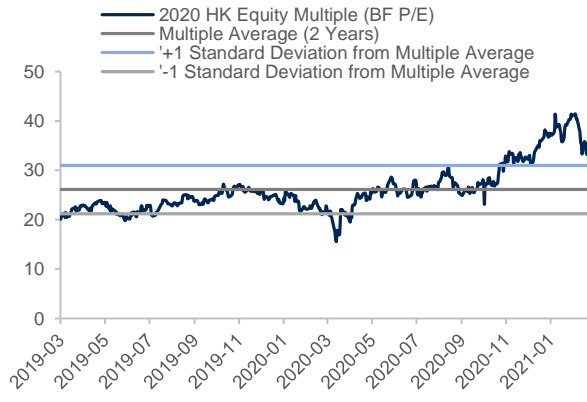
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 32: Adidas PE BF 与两年均值



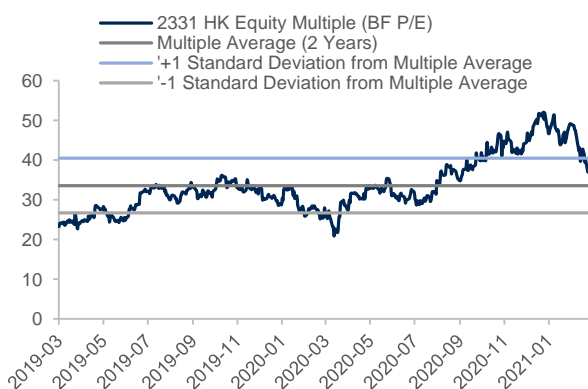
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 33: 安踏体育 PE BF 与两年均值



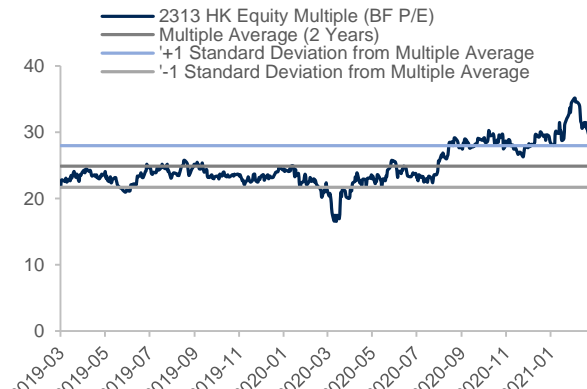
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 34: 李宁 PE BF 与两年均值



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 35: 申洲国际 PE BF 与两年均值



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

■ 风险提示

- 1、疫情恢复不及预期; 2、全球经济与消费需求产生大幅度下滑; 3、行业竞争加剧; 4、系统性风险。

相关研究报告:

《纺织服装双周报 202102 期: 1-2 月线上保持快速增长》 ——2021-03-05

《纺织服装 3 月投资策略:看好行情回归基本面,绩优个股迎来配置机遇》 ——2021-03-02

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

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

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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