

证券研究报告—动态报告/行业快评

纺织服装

海外跟踪系列十一

超配

(维持评级)

2021年05月09日

Adidas Q1: 新疆棉事件影响见底, 全年指引上调

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5月8日, Adidas披露2021年Q1业绩, Q1营业收入为52.68亿欧元, 剔除锐步后同增20%, 汇率中性收入同增27%; 毛利率为51.8%, 同增2.1p.p.; 净利润为5.58亿欧元, 同增1720%; Q1存货绝对值同比下降9%, 应收账款绝对值下降12%。

国信观点: 1) Q1业绩: 电商继续驱动业绩强劲增长, 库存进一步优化, 店铺开张率已超过90%; 2) 分地区: 大中华区大增156%, 但新疆棉事件影响季末销售; 3) 2021指引: Q2全球收入预计增长50%, 上调全年收入增速至high-teens, 维持毛利率52%, 经营利润率9~10%, 净利润12.5~14.5亿欧元的指引不变; 5) 风险提示: 疫情反复导致店铺关闭; 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业绩恢复良好, DTC转型顺利, 上调业绩指引, 前景展望乐观。公司表示新疆棉事件在3月底到4月对大中华区销售影响严重, 但与供应商没有任何合作限制, 近几周销售正在恢复, 营销活动也逐步开展, 看好大中华区长期重要战略意义。我们重点推荐: 1、看好其头部核心供应商受益品牌复苏、订单旺盛, 以及长期深度的合作关系, 推荐申洲国际; 2、看好头部国产品牌集团受益大中华区景气市场需求以及消费者对国产品牌的偏好提升, 推荐安踏体育、李宁、特步国际; 3、看好其核心经销合作伙伴, 深度参与数字化转型, 事件负面影响见底恢复, 推荐滔搏、宝胜国际。

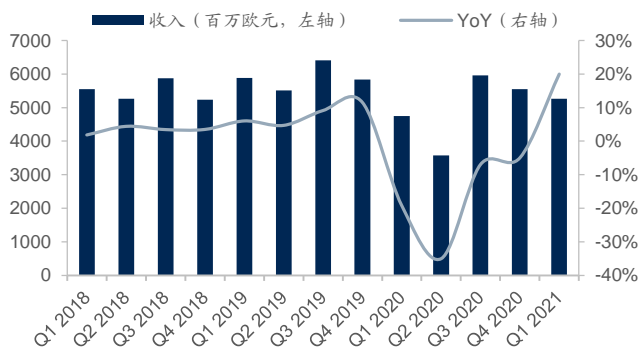
评论:

■ Q1业绩: 电商继续驱动业绩强劲增长, 库存进一步优化, 店铺开张率已超过90%

Q1货币中性收入增长27%, 毛利率恢复疫情前水平。公司2021年Q1实现营收52.68亿欧元, 若剔除已剥离的锐步, 同比增长20%, 汇率中性下同增27%, 恢复到19年同期的96.4%, 如若排除欧洲长期封锁以及整个行业的供应链挑战的恶劣影响, 中性货币增长将达到30%中段; 毛利率为51.8%, 同增2.1p.p., 已回到疫情前水平, 具体拆解, 毛利率的影响因素有四个, 第一个是采购成本降低的有利因素, 第二个是渠道和业务改善, 包括全球电商和大中华区大幅增长的有利因素, 第三个是库存改善的有利因素, 第四个是外汇拖累超过2个百分点的不利因素。

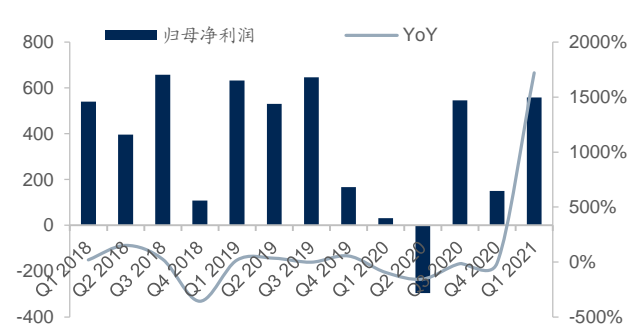
因疫情封锁限制致费用率水平下降, 经营利润率大增12.3p.p.。营销和销售点费用同降17%, 为5.41亿欧元, 主要是因为实体营销活动在世界许多地方仍然受到限制。但同时公司大大增加了其数字营销投资, 以支持其DTC内容营销和电子商务销售。市场营销和销售点支出占销售额的百分比下降4.5p.p.至10.3%。经营管理费用支出增长了1%, 达到15.06亿欧元, 这主要是由于电子商务的飞速增长导致物流成本的增加, 营业费用同比下降5p.p.至28.6%。此外, 公司因今年2月份剥离锐步发生约6000万欧元的temporary stranded费用。在费用率下降的推动下, 经营净利率达到13.4%, 同增12.3p.p.; 净利润为5.58亿欧元, 同比大增1720%。ROE环比优化7p.p.至13.3%。

图 1: 单季度收入与增长情况 (Q1 增速按剔除锐步计算)



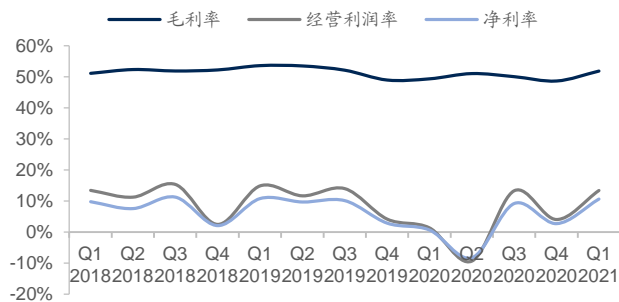
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 2: 全年净利润与增长情况 (Q1 增速按剔除锐步计算)



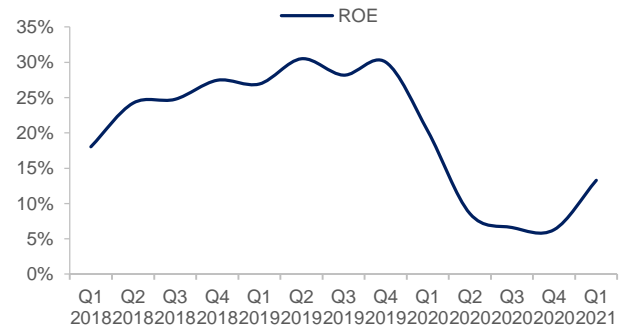
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 3: 单季度利润率情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

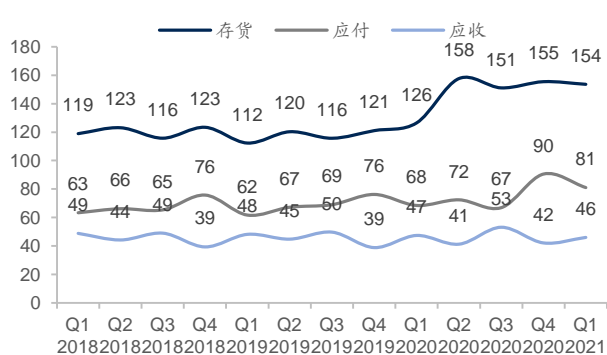
图 4: 单季度 ROE 情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

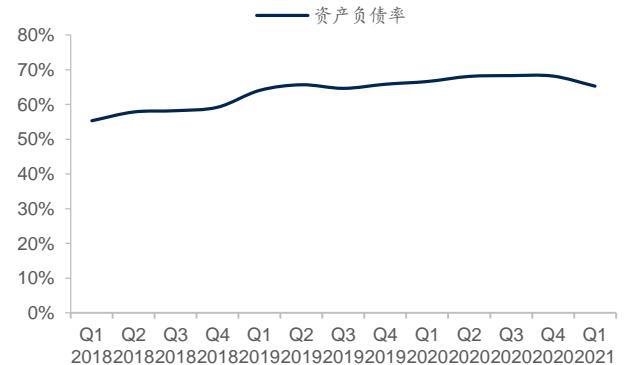
Q1 存货、应收和应付账款进一步优化, 库存回归健康。 Q1 存货周转天数为 154 天, 环比下降 1 天, 由于 20 年 Q2~Q4 库存拖累, 同比增加 28 天, 但存货绝对值同比下降 9%, 得到较好的优化。Q1 应收账款周转天数 46 天, 同减 1 天, 环比增 4 天, 但应收账款绝对值下降 12%, 反映出公司对现金收款的重视。Q1 应付账款周转天数 81 天, 环比减少 9 天, 应付账款绝对值下降 17%。资产负债率优化 2.9p.p.至 65.3%。

图 5: 单季度运营资金周转情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 6: 单季度资产负债率情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

销售渠道: DTC 和电商继续驱动业绩强劲增长, 店铺开张率超过 90%。 1) DTC: 公司的收入增长相当一部分来自 DTC 收入的显著提高, DTC 增长了 31%, 占总销售额的三分之一以上。其中, 由于全价销售趋势和良好商品组合, 电子商务再次显示出特别的实力, 销售额比 20 年 Q4 增长 35% 的基础上继续增长 43%, 在两年期间几乎增长了 100%。另外,

仅 Q1 公司就增加了 3000 万会员，从原本的 1.65 亿人增长到接近 2 亿人，比一年前增加了 1 亿人，会员的消费体验，消费力度都是远远更好的。**2) 线下店铺:** 3 月中旬，大约 95% 或略高于 95% 的商店在全球范围内开业，其中欧洲为 70%，但在欧洲进一步的锁定政策的推动下，3 月末欧洲的开店率下降至 50% 以下。随着疫苗接种运动的加速，欧洲几个国家的封锁已经放松，目前公司在欧洲的开店率从第一季度末的 50% 提高到近 80%。**截至 5 月 7 日业绩发布，公司的全球门店率为 91%，高于第一季度末的 89%，并预计下周将达到约 94%。**另一方面，店铺的流量仍比上年同期低，但消费的转化率却增加了不少。

图 7: 公司全球店铺开张情况



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

■ 分地区: 大中华区增长强劲, 但新疆棉事件影响季末销售

大中华区增长强劲, 但新疆棉事件影响 3 月底和 4 月销售。分地区收入看, 大中华区表现最为瞩目, 在**新春营销的有利推动下, 货币中性收入增长 156% 来到 14.02 亿欧元**, 据我们测算, 比 19 年 Q1 也有 7.5% 的增长。大中华区收入占总收入比重 26.6%, 仅次于 EMEA 地区的 33.6%。

大中华区新疆棉事件影响: 3 月底, 中国实体店和线上销售的流量大幅下降。不过, 过去几周公司在中国正在经历缓慢且稳定的复苏, 预计这一复苏趋势将持续下去。4 月下半月, 公司开始通过线上渠道加大在中国的**宣传力度**, 过去两周数字渠道加速, 此外还开始**振兴实体零售**, 并参与上海“五五购物节”等活动。公司认为目前恢复趋势是积极的, 且现在就判断中国第二季度的情况还为时过早。

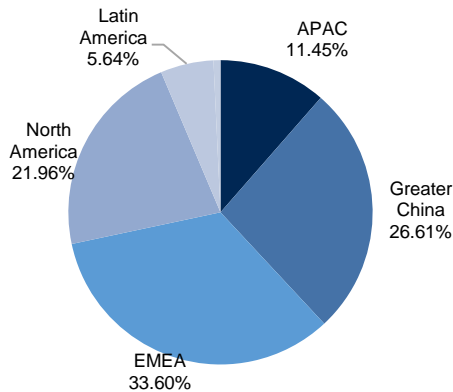
大中华区经销渠道: 公司认为大中华区的**特许经销伙伴与世界其他地区不同**, 在数字化建设方面与公司联系紧密, 消费者无法区分是否为经销渠道。

大中华区供应商: 公司表示与中国供应商合作方面没有遇到挑战, 与中国任何供应商的关系都没有任何限制。

其他地区: EMEA 和拉丁美洲电商增长强劲。北美和 EMEA 地区收入在货币中性下分别增长 8%, 其中 EMEA 的增长得益于电商增长 65% 和良好的全价格势头, 若排除疫情封锁和供应链的不利因素, EMEA 和北美的增速将达到两位数。

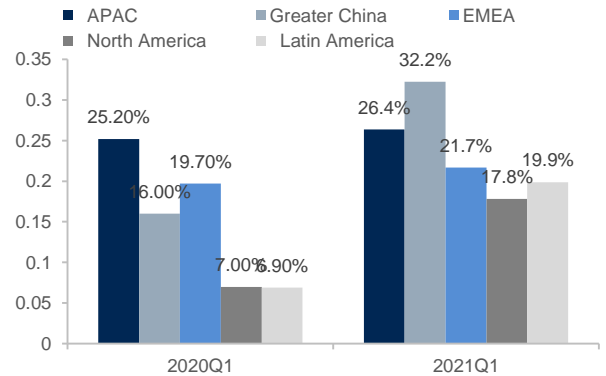
经营利润率: 大中华区恢复势头迅猛, 经营利润率最高。在亚太区剔除大中华区和所有地区剔除锐步品牌情况下, Q1 大中华区经营利润率在所有地区最高, 增加 16.2p.p. 至 32.2%, 亚太地区经营利润率 26.4%, 紧跟其后。北美和拉丁美洲的经营利润率也分别增加 10.8p.p. 和 13.0p.p. 至 17.8% 和 19.9%。

图 8: Q1 分地区收入占比



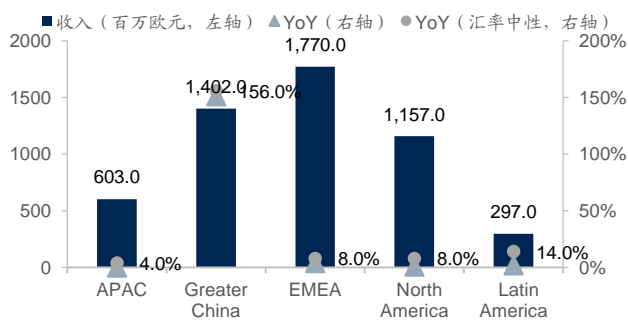
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 9: Q1 分地区经营利润率



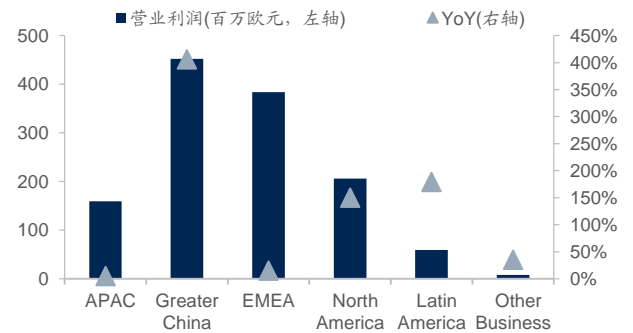
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 2020 年 Q1 亚太区已剔除大中华区, 所有地区已剔除锐步品牌

图 10: 单季度分地区收入及同比情况



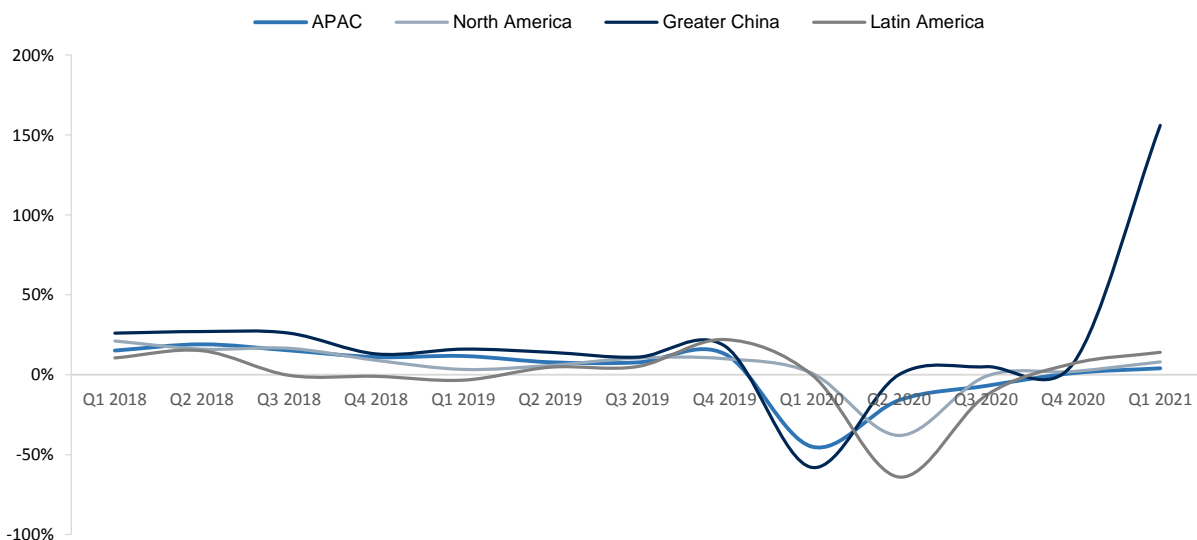
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 亚太区增速已剔除大中华区, 所有地区已剔除锐步品牌

图 11: 单季度分地区经营利润及同比情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 亚太区增速已剔除大中华区, 所有地区已剔除锐步品牌

图 12: 单季度各地区汇率中性增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理
注: 2021 年 Q1 亚太地区不包括大中华区, 且所有地区增速剔除锐步品牌; EMEA 为新地区, 没有历史增速数据

■ **2021 全年指引：公司看好 21 年新产品上市和赛事推广恢复，上调全年收入指引**

2021 年随着东京奥运会，主要的联合会锦标赛，欧洲冠军杯、美洲杯和俱乐部足球赛的恢复，公司将加大营销支出，比如欧洲冠军赛中，公司是 24 支球队中 8 支的官方球衣制造商，奥运会中公司为 14 个奥运代表团和 35 个联合会提供装备。在产品方面，公司将在今年推出重大中底创新的跑鞋 44，创新户外鞋 Swift 和 ZX 系列最新成员 ZX 5K。预计今年新产品上市和欧洲杯、美洲杯等体育赛事的营销推广，叠加 Q1 优异的业绩，公司信心十足，上调了全年收入增速指引：

收入：预计 Q2 全球增长 50% 以上，上调全年收入增速指引为 high-teens，这个增长已经考虑了疫情封锁，供应链挑战和大中华区新疆棉的不利因素。

毛利率和净利润：全年毛利率预计完全恢复到 2019 年的水平（52%），经营净利率保持 9%~10%，净利润维持 12.5-14.5 亿欧元的指引不变，恢复到 2019 年的 63%~73%。净利润维持指引不变的原因有两个，第一是供应链的挑战，目前全球运费已经大幅上涨，并且可能会进一步上涨，并且公司希望通过空运等方式确保消费者获得需要的产品。第二，公司希望抓住 21 年体育赛事恢复的机会，增加一定比例的营销支出。不过与两个月前相比，公司更有信心最终的利润不会仅仅达到指引的下限。

图 13：公司上调 2021 年收入指引



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

■ **风险提示**

1、疫情反复，店铺关闭；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。

■ **投资建议：Adidas 未来展望前景乐观，看好运动板块龙头公司**

Adidas 业绩恢复良好，DTC 转型顺利，上调业绩指引，前景展望乐观。公司表示新疆棉事件在 3 月底到 4 月对大中华区销售影响严重，但与供应商没有任何合作限制，近几周销售正在恢复，营销活动也逐步开展，看好大中华区长期重要战略意义。我们重点推荐：

- 看好其头部核心供应商受益品牌复苏、订单旺盛，以及长期深度的合作关系，推荐申洲国际。
- 看好头部国产品牌集团受益大中华区景气市场需求以及消费者对国产品牌的偏好提升，推荐安踏体育、李宁、特步国际；
- 看好其核心经销合作伙伴，深度参与数字化转型，事件负面影响见底恢复，推荐滔搏、宝胜国际。

表 1: 相关公司盈利预测与估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
02313	申洲国际	买入	147.55	3.40	4.24	5.04	43.4	34.8	29.3
02020	安踏体育	买入	120.00	1.92	2.93	3.68	62.5	41.0	32.6
02331	李宁	买入	57.01	0.69	1.02	1.34	82.4	55.8	42.6
01368	特步国际	买入	6.10	0.21	0.26	0.32	29.3	23.6	19.2
06110	滔搏	买入	9.09	0.40	0.51	0.63	22.6	17.7	14.5
03813	宝胜国际	买入	1.55	0.06	0.20	0.27	26.9	7.7	5.6

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《纺织服装双周报 202106 期: 消费景气订单充足, 布局绩优龙头》 ——2021-05-07
- 《纺织服装 5 月投资策略: 行业供需两旺, 关注绩优龙头》 ——2021-05-05
- 《运动鞋制造行业专题: 运动鞋制造龙头壁垒深厚, 具备持续成长潜力》 ——2021-04-20
- 《双周报 202105 期: 行业增长加速, 国产品牌高度景气》 ——2021-04-18
- 《纺织服装双周报 202104 期: 行业维持景气, “国产替代” 明显》 ——2021-04-06

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