

纺织服饰

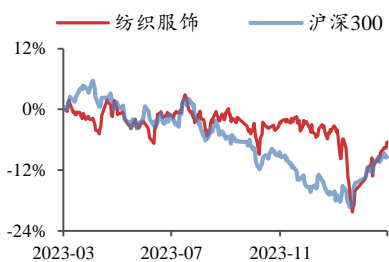
2024年03月17日

阿迪达斯大中华区 FY2024 指引乐观，关注上下游龙头标的

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《出口改善符合预期，Amer 指引 2024 年收入中双增长——行业周报》-2024.3.10

《PUMA FY2024 营收指引中单增长，需求稳步复苏——行业周报》-2024.3.3

《1月出口低基数下如期改善，各品类电商表现亮眼——行业周报》-2024.2.25

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

吴晨汐（联系人）

wuchenxi@kysec.cn

证书编号：S0790122120013

● 重点推荐：开润股份&滔搏&兴业科技&361度&申洲国际&名创优品

- 1、运动&户外品牌：滔搏、安踏体育、李宁、特步国际、361度、波司登；
- 2、男装&休闲品牌：报喜鸟、海澜之家、比音勒芬、锦泓集团、森马服饰；
- 3、运动代工龙头组合：开润股份、兴业科技、申洲国际、华利集团、健盛集团；
- 4、性价比主线：名创优品。

● 重点公司观点更新：关注阿迪达斯上下游龙头及具有α的细分领域标的

开润股份：2024年箱包及服装代工受益于补库和差异化的印尼产能布局提升份额，预计高双增长；品牌端在国内出行景气度上行且品牌精细化运营下，90分加大包品类和跨境布局、小米生态链改革新机遇，90分/小米国内预计。由于服装代工及品牌的盈利能力均在底部回升阶段，预计业绩端实现50%+增长。**兴业科技：**预计汽车内饰大客户理想1-3月订单4+/2+/5+万台，2024年存量车型放量，新车型理想L6/问界M5改款/蔚来ET9等贡献增长，全年收入有望增长30%+，此外公司延伸至裁切&风孔&海绵贴合等下游环节，持股比例有望提升，预计增厚报表利润。预计主业1+2月订单持平略增，2024H2外销放量&国内消费复苏下全年有望双位数增长，2024Q3牛皮价格有望上涨带动盈利能力。**滔搏：**阿迪达斯2023Q4大中华区货币中性下+37%，2023.12-2024.2宝胜国际流水-1.1%，预计滔搏FY2024Q4流水好于市场预期。同时阿迪达斯对2024年大中华区收入指引双位数增长，滔搏受益于国际品牌大中华区复苏、新品牌成长，长期结构性效率优化带动盈利稳健提升。**361度：**业绩具有确定性的低估值标的，2023年专业品类表现亮眼，随产品矩阵完善、渠道改扩、品牌资源丰富，品牌势能处在上行阶段，2024Q1-Q3订货会预计15-20%增长，同时电商高速增长贡献弹性，海外开立独立站加速布局，预计2024Q1流水预计领跑行业。**申洲国际：**Nike下调指引加剧市场对国际品牌补库需求程度的担心，阿迪达斯指引提振信心，产能利用率受益于阿迪达斯大中华区复苏或超预期以及其浓缩供应链战略，2024年订单稳健向好，预计2024Q1进入低基数，同时产能利用率改善预计带来业绩端的较快恢复。**名创优品：**Q4业绩持续超预期，收入端看好全球开店加速（年净增900-1100家）、渠道结构调整&欧美加速扩张；利润端看好产品组合&业务结构优化带动盈利能力提升，预计2024年收入、利润增速20%-30%。

● 本周行业：阿迪达斯发布FY2023业绩，大中华区FY2024指引双位数增长

阿迪达斯：FY2023收入货币中性同比持平，EMEA/北美/大中华区/亚太/拉丁美洲分别同比-0.4%/-16.1%/+8.2%/+7.0%/+21.6%。FY2024指引收入端货币中性中单增长，其中大中华区双位数增长，利润端营业利润约5亿欧元。

● 风险提示：消费环境波动、汇率波动、盈利质量修复&门店扩张不及预期。

目 录

1、 行情回顾与下周推荐	3
1.1、 行业交易数据更新：纺织服装本周 A 股&H 股均跑赢大盘	3
1.2、 重点推荐：开润股份&滔搏&兴业科技&361 度&申洲国际&名创优品	4
1.2.1、 滔搏：FY2024Q3 经营指标全面向好，看好国际品牌复苏及盈利能力提升	4
1.2.2、 开润股份：迷雾消散，预计 2024 年业绩端蓄力向上	4
1.2.3、 兴业科技：主业行业出清后集中度提升，开辟汽车革及宝泰新业务贡献增量	6
1.2.4、 361 度：2023 年专业品类体现强劲势能，预计 2024Q1 流水延续亮眼表现	6
1.2.5、 申洲国际：订单稳步向好，2024Q1 进入低基数，看好盈利改善后估值回升	7
1.2.6、 名创优品：业绩持续超预期，看好欧美加速扩张&TOP TOY 势能向上	8
2、 本周重点公司信息更新	8
2.1、 名创优品：Q4 业绩超预期，看好欧美加速扩张&TOP TOY 向上	8
3、 本周行业：阿迪达斯大中华区 FY2024 指引双位数增长	9
3.1、 阿迪达斯：发布 FY2023 业绩，大中华区连续三个季度增长	9
4、 重点推荐公司盈利预测	11
5、 风险提示	12

图表目录

图 1： 近 1 月 A 股纺服板块跑赢大盘	3
图 2： 纺服板块本周上涨 2.3%，涨幅居中	3
图 3： 裕元集团、三夫户外、牧高笛涨幅居前三	3
图 4： 慕尚集团控股、哈森股份、达芙妮国际跌幅居前三	3
图 5： 全球 PC 出货量按季改善	5
图 6： 2023 年天猫渠道旅行箱高增但尚未恢复至疫情前	5
图 7： 天猫渠道旅行箱品类中，中等价格带占比提升	6
图 8： 季度收入增速：2024Q1 进入低基数	7
图 9： 季度毛利率：盈利能力连续多个季度受压制	7
图 10： 阿迪达斯大中华区连续三个季度增长，FY2024 指引双位数增长	11
表 1： 重点推荐公司盈利预测与估值	12

1.2、重点推荐：开润股份&滔搏&兴业科技&361度&申洲国际&名创优品

1.2.1、滔搏：FY2024Q3 经营指标全面向好，看好国际品牌复苏及盈利能力提升

市场担忧国际品牌大中华区 1+2 月销售表现，阿迪达斯 2023Q4 大中华区货币中性下+37%，2023.12-2024.2 宝胜国际流水-1.1%，因此预计滔搏 FY2024Q4 流水好于市场预期。

FY2024Q3 经营指标全面向好。 FY2024Q3 流水实现低双增长，其中零售流水由同店驱动录得高双增长，主力和非主力品牌、线上及线下同比均有双位数增长。FY2024Q3 新品销售占比持续提升驱动折扣同比持续改善，库存金额同比双位数下降，库销比略低于 4，库存金额及库销比环比 FY2024H1 基本持平。**FY2024Q3 直营门店面积同比环比改善：**2023H2 毛开店加速，因此截至 11 月底环比 8 月底增长 0.5%（FY2024Q2 环比基本持平），同比下降 1.7%（FY2024Q1 同比下降 3.5%）。

头部及后进品牌之间增速差异逐渐缩窄。 FY2024Q3 滔搏流水低双增长（FY2024H1 为 7.3%），以低双增长为切线，增速为低双以上的品牌加权平均增速为高双（FY2024H1 为中双），切线以下的品牌加权平均增速为低单（FY2024H1 为单下降），剔除负面因素后为低双增长（FY2024H1 为略微增长）。

预计业绩端由国际品牌复苏、新品牌合作、经营效率进一步提升带动。 中长期看好公司大店资源、私域运营的核心竞争力，深化现有品牌合作的同时加大 HokaOneone、凯乐石等新品牌及新领域的合作，强劲的现金创收能力预计高派息持续。

收入端受益于国际品牌复苏：（1）Nike：剔除汇率下大中华区连续四个季度正增长，新品售罄率表现较好，预计势头延续。**（2）阿迪达斯：**中国库存结构和总量状况持续向好、全期货模式增加 30%快反订单、产品创新能力提升、营销资源改善后品牌市场声量开始逐步放大、2023 年渠道调整接近尾声，预计阿迪达斯在 FY2025 的销售改善。

大店资源之下货品及营销丰富，精准单店&全域新零售提升单店辐射能力：（1）大店资源：FY2024H1 单店销售面积同比+7.7%，其中主力和非主力品牌及不同面积类型门店的单店面积均增长，凭借丰富的高级别大店资源，滔搏新品供应、营销资源丰富，有望持续抢占市场份额。**（2）全域零售：**FY2024H1 传统平台维持增长、私域增速持续亮眼，包含单店小程序、旗舰店及私域的离店销售占比预计 10%+。滔搏以品牌以及品牌的用户属性做单店的细化划分，未来单店辐射能力的提升有望进一步增厚单店产出。

长期结构性效率优化带动费用率下降：（1）渠道改扩优化带动租售比下降，预计新开店平均店效是关店店效的 3 倍，改店的店效平均提升大于 30，FY2024H1 渠道的优化带动估测租金费用率同比-0.5pct 至 13.3%。**（2）数字化赋能带动人效提升，**员工费用率-1.3pct 至 10.0%。

1.2.2、开润股份：迷雾消散，预计 2024 年业绩端蓄力向上

箱包代工补库下稳健增长，服装进一步成长。全球 PC 出货量按季改善，且下游运动休闲客户迪卡侬、Nike 及 VF 去库接近尾声，预计 2024 年随 IT 客户走出低谷、高毛利率新客户占比提升下，箱包有望实现双位数增长；服装代下单随新客户阿迪

达斯、优衣库、Muji 等放量有望实现 30-50% 增长。同时利润端，预计箱包代工利润率随数字化推进，生产效率提高而稳中有升，预计上海嘉乐服装代工利润率随新客户订单规模化后明显改善。

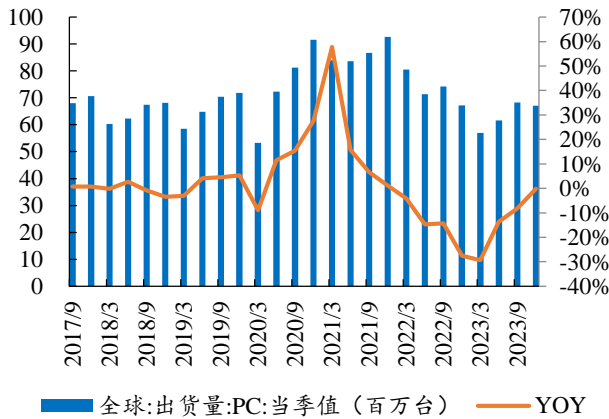
品牌业务规模及盈利持续双回暖。

国内出行景气预计延续。2024 年春节假期 8 天全国国内旅游出游 4.74 亿人次，同比增长 34.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 19.0%。2024 年节假日安排更为合理，多个小长假和更少的调休有望刺激国内出游频率的提高，2024 年旅游出行有望延续景气。

90 分：国内重视推新控费，把握箱包品类出海机会，利润率改善空间充分。国内：2023 年箱包市场增长亮眼，天猫渠道旅行箱同比增长 49% 但尚未恢复至疫情前，90 分所在的中等价格带占比提升，预计 2024 年 90 分通过加大新品及包袋投入，提升市场份额。**出海：**2021 年以 90 分配件及非 90 分品牌的健身器材品类出海，截至 2023 年预计跨境业务收入收缩至 10%，2024 年以拥有竞争优势的箱包品类出海，在箱包线上渗透率高的国家依托亚马逊拓展，在线上渗透率低的国家依托线下分销拓展。90 分推新控费下 2023 年前三季度均盈利，新品毛利率高于老品约 4-6pct，预计全年实现微利，目前新品销售占比不足 10%，看好 2024 年盈利进一步改善。

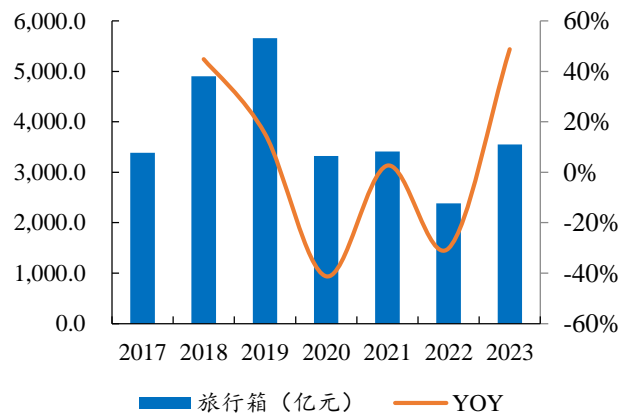
小米：2024 年积极把握生态链变革机会。预计 2024 年推新节奏加快、营销自由度提升、利益分配由毛利分成向毛保模式切换，新品占比预计进一步提升并有望开出独立箱包旗舰店。

图5：全球 PC 出货量按季改善

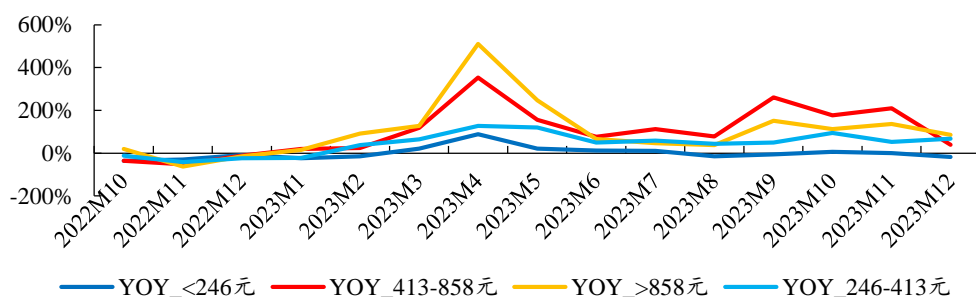


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023 年天猫渠道旅行箱高增但尚未恢复至疫情前



数据来源：久谦、开源证券研究所

图7：天猫渠道旅行箱品类中，中等价格带占比提升


数据来源：久谦、开源证券研究所

1.2.3、兴业科技：主业行业出清后集中度提升，开辟汽车革及宝泰新业务贡献增量

鞋包带用皮革：行业内部分小企业退出，采购集中度提升公司凭借30年的沉淀，拥有丰富的产品矩阵、原材料储备、分事业部对接客户加快交期，持续抢占份额，2022年市占率在15%左右。2023年公司加大开拓海外品牌（主要供给VF以及Puma国内工厂，并切入新客户），海外收入占比约10%，供给端预计印尼工厂2024H2扩产能陆续释放，预计满产对应10-12亿产值，中长期有望凭借印尼差异化产能布局不断拓展客户，提升海外收入占比。2023H2受国内消费需求疲软，预计全年收入持平略增。预计主业1+2月订单持平略增，2024H2外销放量&国内消费复苏下全年有望双位数增长，同时2024Q3牛皮价格有望上涨，而公司低价原料储备充足，有望在皮价上涨周期带动盈利能力。

汽车内饰用皮革：2024年存量车型放量及新定点支撑较快增长，预计收入有望增长30%+，汽车内饰大客户理想1-3月订单4+/2+/5+万台，2024年新车型理想L6/问界M5改款/蔚来ET9等贡献增量。此外公司延伸至裁切&风孔&海绵贴合等下游环节，持股比例有望提升，预计增厚报表利润。

宝泰：2023Q1宝泰工厂正式完工，预计收入6800万左右，2024Q1低基数下预计增长亮眼。在运动鞋和板鞋等对二层皮需求量提升以及胶原蛋白业务拓展下，预计2024年规模及盈利能力进一步提升，全年预计收入增长20-30%。

1.2.4、361度：2023年专业品类体现强劲势能，预计2024Q1流水延续亮眼表现

2023年业绩亮眼受益于儿童及电商驱动。2023年收入/归母净利润为84.23亿元（同比+21%，下同）/9.6亿元（+28.7%），2023H2收入/归母净利润为41.1亿元（+24%）/2.6亿元（+31%），全年分红率40.2%。公司产品端构建跑步、篮球等专业产品矩阵并不断创新，渠道端开大店提店效，营销端品牌资源不断丰富，线下国内长期仍有开店空间与店效提升空间，同时电商及童装高速增长，海外开立独立站加速渗透并拓展新市场。短期看，电商及童装持股占比提升预计增厚利润，预计长期毛利率伴随品牌力提升及电商占比提升而上行。

鞋表现好于服装，专业品类体现强劲势能，预计2024Q1流水延续亮眼表现。

(1) 按品类：2023年鞋/服/配饰/童装收入35.1亿元（+23%）/26.9亿元（+9.8%）/1.37亿元（+42.9%）/19.6亿元（+35.7%），平均批发价+3.1%/+0.4%/-12.6%/+3.6%，销量分别+19.4%/+9.4%/+63.4%/+31%。**(2) 按业务：**2023年成人/童装/电商/国际收入39.5/19.6/23.3/1.9亿元，分别+10.2%/+35.7%/+38%/+50%，童装及电商表现亮眼，占比分别+2.5/3.4pct至23.2%/27.6%，收入与流水增长相对应，2023Q1-Q4成人流水低

双/低双/15%/20%+增长、儿童流水 20-25%/20-25%/25-30%/40%、电商流水 35%/30%/30%/30%+增长。(3)分系列:2023 年跑步收入增长 20%+, 占比 46%(2022 年 47%), 篮球收入增长 40%+, 占比 9.2%(2022 年 8%), 运动生活收入增长 20%+, 占比 43%(2022 年 45%)。(4)经营:2023 年成人/儿童净增 254/257 至 5734/2545 家门店, 2024 年预计分别净开 100-200 家。年初以来新品折扣 73 折, 2024Q1 预计成人/童装流水增长 10-15%/20%+, 电商继续强劲。

盈利能力提升显著, A&P+1.3pct 致销售费用率提升, 营运能力保持稳健。毛利率:2023 年毛利率+0.6pct 至 41.1%, 鞋/服/童装分别+1.2/-1.1/+0.9pct。**费用率:**2023 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 22.1%/7.5%/-0.12%/3.7%, 同比+1.5/-0.3/-0.1/-0.1pct。**利润率:**2023 年经营利润率为 16.4% (+1pct), 归母净利率为 11.4% (+0.7pct)。**营运能力:**截至 2023 年存货为 13.5 亿元 (+14%) 主要系电商占比提升, 周转天数为 93 天 (+2 天), 应收周转天数为 149 天(+2)。**现金流:**2023 年经营净现金流 4.1 亿元 (+7%), 净现金 49.2 亿元 (-12%)。

1.2.5、申洲国际: 订单稳步向好, 2024Q1 进入低基数, 看好盈利改善后估值回升

Nike 下调指引加剧了市场对于宏观经济形势逆风下, 国际品牌补库需求程度的担心。我们认为, 公司积极拓展梭织、经编等新品类, 除 2024Q1 低基数外, 公司的 α 来自于老客户份额提升以及新客户逐渐放量, 预计 2024 年业绩稳健, 同时产能利用率改善预计带来业绩端的较快恢复。

9 月订单转正, 国内产能利用率修复至 90%, 订单需求稳步向好。下游库存逐渐恢复正常, 耐克(收入占比 30%)截至 11/30 报表存货 79.79 亿美元, 同比-14%/环比-8%, 库存周转天数 101 天(同比-5 天, 环比-6 天)。预计随着服装季节性 & 品牌客户对新品的需求提升, 下游客户根据去库节奏逐步进入补库阶段。截至 2023 年 11 月, Nike 大中华区连续五个季度剔除汇率下收入正增长, 受益于本地化供应链需求, 国内产能利用率预计已经恢复至 90%。

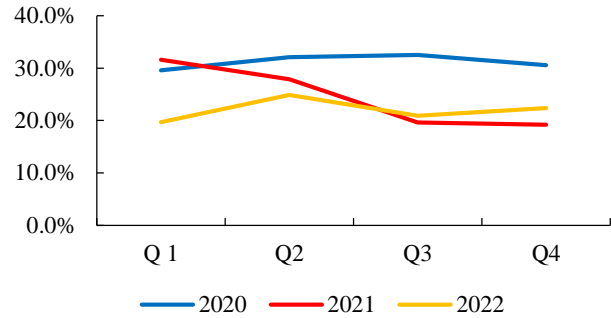
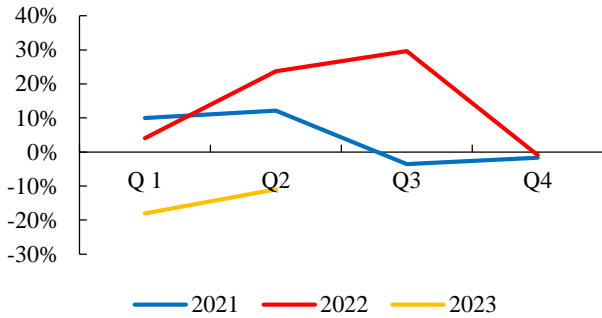
基于产品多元化发展战略, 老客户份额有望提升。棉类/非棉产品结构过去 75:25, 目前约为 6:4, 发展功能性化纤、经编、梭织产品。同时, 受益于阿迪达斯精简供应链战略, 公司份额有望进一步自 20%显著提升。

新客户成长性好, Lulu 订单亮眼, 一体化推进后有望提升盈利能力。Lulu 柬埔寨供应商主要供给高档小量产品, 公司凭借规模化+垂直一体化优势份额有望快速提升, 目前自产面料~50%, 未来有望提升至 100%。

预计估值随盈利能力压制因素消除而回升:(1) 2024Q1 进入低基数;(2) 补库提升国内产能利用率后毛利率将逐季修复;(3) 原材料预计维持低位震荡阶段。

图8: 季度收入增速: 2024Q1 进入低基数

图9: 季度毛利率: 盈利能力连续多个季度受压制



数据来源：申洲国际公司公告、开源证券研究所

数据来源：申洲国际公司公告、开源证券研究所

1.2.6、名创优品：业绩持续超预期，看好欧美加速扩张&TOP TOY 势能向上

2023Q4&YTD 表现：Q4 收入端国内同增 56%，海外同增 51%，利润超预期。2024 年 1-2 月国内 GMV 同增约 13%，海外 GMV 同增 40%。

2024Q1 指引：预计国内 GMV 同增 15%，同店较 1-2 月略有提升；海外 GMV 同增 35%-45%。

2024 年指引：预计 2024 年收入、利润增速 20%-30%，其中国内+10%-15%，海外+30%-40%。

收入端：

(1) 开店加速：未来五年预计每年净增 900-1100 家店。截止 2023Q4 末，国内/海外门店数分别为 3926/2487 家，年初至今净增 601/372 家。预计 2024 年国内净增 350-450 家，海外净增 550-650 家，其中代理/直营各贡献 50%；TOP TOY 净增 50-80 家。此外，2024 年国内精细化运营，大店扩张战略以及门店矩阵丰富稳步推进；海外加速扩张，采用多种灵活模式加速欧美扩张。

(2) 同店增长：(1) 国内 MINISO：目前国内单店 GMV 恢复到 2019 年的 95%；且随着开大店关小店、开好店关差店调整渠道结构，店铺微改造等以及精细化运营，有效带动店效提升。(2) 海外 MINISO：2023Q4 北美/拉美/亚洲（除中国外）可比同店销售同增 49%/23%/12%，看好店效持续向上。重点发力北美，挖掘本土偏好优化产品，有望带动 GMV 持续高增，2023Q4 北美 GMV 同比增长 110%，通过品牌定位、产品升级、供应链整合、门店升级、组织效能等多方位战略升级刷新单店业绩。

利润端：(1) 产品组合优化：TOP TOY 产品优化、海外 IP 战略推进。(2) 业务结构优化：高贡献、高盈利海外直营市场占比持续提升，对海外收入贡献突破 50%。

盈利预测与估值：综合来看，新财年（新财年结算日为 12 月 31 日）2024-2026 年归母净利润预计 28.6/35.0/42.8 亿元，未来三年利润复合增速 20%+，成长确定性较高，看好欧美加速扩张&TOP TOY 势能向上。

2、本周重点公司信息更新

2.1、名创优品：Q4 业绩超预期，看好欧美加速扩张&TOP TOY 向上

收入端：2023Q4 实现营收 38.41 亿元，同增 54%，经调整净利润 6.60 亿元，

同增 77%。

(1) MINISO 中国：2023Q4 实现营收 21.56 亿元，同增 56%；2023Q4 同店同增 32%，2024 年 1-2 月线下 GMV 同比增长约 13%。截至 2023Q4 末，门店总数为 3926 家，全年净增 601 家，预计 2024 年将净增 350-450 家；2024 年大店扩张战略以及门店矩阵丰富稳步推进，看好国内精细化运营下高质量发展。

(2) TOP TOY：2023Q4 实现营收 1.88 亿元，同增 90%，其中门店数量同增 19%&单店收入同增 59%，产品结构优化下店效持续增长，看好 2024 年加速开店。

(3) MINISO 海外：2023Q4 实现营收 14.94 亿元，同增 51%；其中直营/代理市场营收同增 86%/26%，直营收入贡献占比突破 50%，特别是北美市场 GMV 同增 110%；截至 2023Q4 末，门店总数为 2487 家，全年净增 372 家。2024 年采用多种灵活模式加速欧美扩张，预计全年净增 550-650 家。随着产品组合优化、品牌力逐步提升，2023Q4 北美/拉美/亚洲（除中国外）可比同店销售同增 49%/23%/12%，看好店效持续向上。

盈利能力：产品组合&业务结构优化下，盈利能力持续向上。(1) 毛利率：2023Q4 毛利率为 43.1%（同比+3.1pct），主要系海外高毛利的直营市场收入占比从 42%同比提升至 50%、海外市场和 TOP TOY 产品组合优化带动毛利率提升。**(2) 期间费用率：**2023Q4 管理费用率为 4.9%（同比-1.0pct），销售费用率为 18.8%（同比+2.1pct），主要系 IP 授权费、物流费用、海外人员开支增加，直营门店折旧费用增加，品牌升级、新店推广以及广告费用增加所致；公司积极开拓海外市场致销售费用率短期承压，未来持续优化支出结构，期间费用率将维持在合理水平。**(3) 净利率：**2023Q4 净利率为 17.2%（同比+2.2pct）。

3、本周行业：阿迪达斯大中华区 FY2024 指引双位数增长

3.1、阿迪达斯：发布 FY2023 业绩，大中华区连续三个季度增长

1、营业收入：FY2023Q4 营业收入 48.12 亿欧元（-7.6%），货币中性同比减少 2%；FY2023 营业收入为 214.27 亿欧元（-4.8%），货币中性同比持平；全年增速好于预期，主要系基础业务加速发展。公司重视保守批发出货和全价销售、更低的 Yeezy 销售。

按渠道拆分，DTC 渠道：FY2023 实现收入 86.87 亿欧元，同比增长 3%（货币中性），主要系减少折扣、改善业务组合持续推进，平衡品牌建设与销售表现所致；其中电商渠道同比减少 5%，线下直营渠道同比增长 12%；**批发渠道：**FY2023 实现收入 126.57 亿欧元，同比减少 4%（货币中性），大中华区、拉美批发业务双位数增长，但受去库影响仍有下滑。

按地区拆分，EMEA：FY2023 累计实现营收 82.35 亿欧元，同比减少 0.4%（货币中性），其中 DTC 中单增长，批发下滑；**北美：**FY2023 累计实现营收 52.19 亿欧元，同比下降 16.1%（货币中性），主要系高库存去库以及 Yeezy 负影响所致；**大中华区：**FY2023 累计实现营收 31.90 亿欧元，同比增长 8.2%（货币中性），其中批发和自营双位数增长；**亚太：**FY2023 累计实现营收 22.54 亿欧元，同比增长 7.0%（货币中性），其中自营双位数增长；**拉丁美洲：**FY2023 累计实现营收 22.91 亿欧元，同比增长 21.6%（货币中性），其中 DTC 和批发均双位数增长。

按品类拆分，鞋类：FY2023Q4 实现营收 25.51 亿欧元，同比增长 8.0%（货币中性），足球、专业和美国体育领域双位数增长，Originals 高单增长；**服装类：**FY2023Q4 实现营收 19.10 亿欧元，同比降低 13.0%（货币中性），高库存下收缩批发，但户外和篮球领域双位数增长；**配饰类：**FY2023Q4 实现营收 3.50 亿欧元，同比降低 1.0%（货币中性）。

2、盈利能力：

(1) 毛利率：FY2023Q4 毛利率为 44.60% (+5.5pct)，FY2023 毛利率为 47.53% (+0.2pct)，毛利率同比上升原因：货运成本降低、业务组合优化降低；部分被外汇逆风、产品成本提升、折扣提升抵消。

(2) 期间费用：FY2023Q4 其他经营费用为 25.51 亿欧元 (-9.7%)，费用率为 53.0% (-1.3pct)，其中市场营销费用为 6.66 亿欧元 (-13.2%)，经营管理费用为 18.85 亿欧元 (-8.4%)，FY2023 其他经营费用为 100.70 亿欧元 (-1.9%)，费用率为 47.0% (+1.4pct)，其中市场营销费用为 25.28 亿欧元 (-8.5%)，经营管理费用为 75.41 亿欧元 (+0.6%)。销售费用主要系公司控制销售投资，加大重大赛事活动、草更活动及体育合作伙伴的投入。管理费用主要系 2 亿欧元战略评估、1.4 亿欧元的捐赠。

(3) 营业利润：FY2023Q4 营业亏损为 3.77 亿欧元 (+3.47 亿欧元)，营业利润率为 -7.8% (+6.1pct)；FY2023 营业利润为 2.68 亿欧元 (-59.9%)，营业利润率为 1.3% (-1.7pct)；营业利润好于预期，上述总计约 3.4 亿欧元的特殊费用；Yeezy 库存冲销减少。

(4) 净利润：FY2023Q4 归母净亏损为 3.79 亿欧元 (+1.33 亿欧元)，净利率为 -7.9% (+1.9pct)；FY2023 归母净亏损为 0.75 亿欧元 (-2.04 亿欧元)，净利率为 -0.4% (-0.9pct)。

3、营运能力：截至 2023 年 12 月底，公司存货规模为 45.25 亿欧元 (-24.2%)，在货币中性基础上同比下降 22%，库存继续强劲改善。

4、FY2024 展望：

营收端：货币中性中单增长，(1) 剩余 Yeezy 库存将按照成本价出售，预计贡献 2.5 亿欧元；(2) 基本业务高单增长，上半年受北美高库存拖累，下半年预计双位数增长。**分地区来看：**北美中单下滑，大中华区和拉美双位数增长，欧洲、新兴市场和日本/韩国高单增长。**利润端：**营业利润 5 亿欧元。

图10: 阿迪达斯大中华区连续三个季度增长, FY2024 指引双位数增长

【开源纺服】Adidas FY2023业绩要点						
收入YOY (货币中性下)						
	FY2023Q1	FY2023Q2	FY2023Q3	FY2023Q4	FY2023	备注
公司整体	0%	0%	1%	-2%	0%	全年增速好于预期, 主要系基础业务加速发展。公司重视保守批发出货和全价销售、更低的Yeezy销售
分渠道						
DTC	-7%	16%	5%	-2%	3%	减少折扣、改善业务组合持续推进, 平衡品牌建设与销售表现
电商	-23%	14%	1%	-12%	-5%	Yeezy影响, 控制折扣
自营店		19%	10%	9%	12%	除北美以外, 均实现双位数增长
批发	3%	-10%	-2%	-8%	-4%	大中华区、拉美批发业务双位数增长, 但受去库影响仍有下滑
分地区						
北美	-20.0%	-16.4%	-9.0%	-20.6%	-16.1%	Yeezy负面影响, 为降低高库存水平而采取保守销售策略
EMEA	4.0%	-0.8%	2.0%	-7.0%	-0.4%	DTC中单增长, 批发下滑
大中华区	-9.0%	16.4%	6.0%	36.8%	8.2%	批发和自营双位数增长
亚太	16.0%	7.0%	7.0%	-0.1%	7.0%	自营双位数增长
拉美	49.0%	29.8%	13.0%	1.0%	21.6%	DTC和批发均双位数增长
分品类						
鞋	1.0%	1.0%	6.0%	8.0%	4.0%	足球、专业和美国体育领域双位数增长, Originals高单增长
服	-3.0%	-3.0%	-6.0%	-13.0%	-6.0%	高库存下收缩批发, 户外和篮球领域双位数增长
配件	8.0%	8.0%	-3.0%	-1.0%	3.0%	足球产品双位数增长
财务表现						
FY2023	GPM	SG&A ratio	OPM	NPM	备注	
公司整体	47.5%	47.0%	1.3%	-0.4%	GPM: 货运成本降低、业务组合优化降低; 部分被外汇逆风、产品成本提升、折扣提升抵消	
YOY	+0.2pp	+1.4pp	-1.7pp	-3.1pp	SG&A: 销售费用主要系公司控制销售投资, 加大重大赛事活动、草更活动及体育合作伙伴的投入。管理费用主要系2亿欧元战略评估、1.4亿欧元的捐赠	
营业利润: 好于预期, ①上述总计约3.4亿欧元的特殊费用。②Yeezy库存冲销减少。						
分地区	GPM	SG&A ratio	OPM			
北美	40.1%	35.9%	5.2%			
YOY	-2.8pp	+7.3pp	-10.2pp			
EMEA	46.4%	31.1%	15.5%			
YOY	-4.1pp	-0.3pp	-4.1pp			
大中华区	48.7%	31.4%	17.3%			
YOY	+2.0pp	-5.4pp	+7.2pp			
亚太	53.5%	33.2%	20.9%			
YOY	+0.6pp	+1.1pp	-0.7pp			
拉美	45.6%	24.6%	21.0%			
YOY	-1.8pp	-0.8pp	-1.5pp			
公司和终端库存改善强劲						
库存继续强劲改善, Q4末存货为45亿欧元, 同比下降近15亿欧元, 货币中性下-22%						
FY2024业绩指引						
营收YOY	营业利润			本次上调原因		
中单增长	5亿欧元					
基础业务YOY	北美	大中华区	拉美	EMEA	营收: 剩余的Yeezy库存将按成本价出售贡献2.5亿欧元	
高单增长	中单下滑	双位数增长	双位数增长	高单增长	基础业务: 上半年受北美高库存拖累, 下半年双位数增长	

数据来源: 阿迪达斯公司公告、开源证券研究所

4、重点推荐公司盈利预测

本周重点推荐标的:

- 1、运动&户外品牌: 滔搏、安踏体育、李宁、特步国际、361度、波司登;
- 2、男装&休闲品牌: 报喜鸟、海澜之家、比音勒芬、锦泓集团、森马服饰;
- 3、运动代工龙头拐点组合: 开润股份、兴业科技、申洲国际、华利集团、健盛集团;
- 4、性价比主线: 名创优品。

表1: 重点推荐公司盈利预测与估值

公司名称	PE			净利润 (亿元)			净利润增长率 (%)			总市值 (亿元)	评级	
	2023A/E	2024E	2025E	2022A	2023A/E	2024E	2025E	2023A/E	2024E			2025E
滔搏	14.2	12.3	10.9	18.4	22.0	25.3	28.7	20.0	15.0	13.1	312.3	买入
安踏体育	20.8	17.4	14.6	75.9	96.9	115.8	137.7	27.7	19.5	18.9	2012.5	买入
李宁	13.4	10.8	9.1	40.6	36.1	45.0	53.3	-11.1	24.6	18.3	485.4	买入
特步国际	11.1	9.6	8.0	9.2	10.2	11.8	14.1	11.1	15.2	19.4	113.4	买入
361度*	8.7	7.4	6.2	7.5	9.6	11.4	13.4	28.7	18.2	18.1	83.9	买入
报喜鸟	13.1	11.1	9.4	4.6	7.1	8.4	9.8	54.8	17.9	17.6	92.7	买入
比音勒芬	18.7	15.2	12.7	7.3	9.5	11.7	14.0	31.1	23.0	19.5	178.7	买入
海澜之家	13.0	11.5	10.3	21.6	29.4	33.0	37.0	36.2	12.4	12.1	381.1	买入
锦泓集团	11.8	8.9	7.3	0.7	2.8	3.7	4.5	289.3	32.4	22.8	32.8	买入
森马服饰*	13.4	10.4	9.3	6.4	11.2	14.6	16.3	76.0	29.8	11.8	150.6	买入
申洲国际	20.4	16.0	13.6	45.6	45.5	58.1	68.3	-0.3	27.7	17.6	926.8	买入
华利集团*	21.5	19.0	15.7	32.3	32.0	36.3	43.9	-0.9	13.5	21.0	689.5	买入
开润股份	21.4	14.1	10.1	0.5	1.5	2.3	3.2	220.0	52.0	38.6	32.1	买入
兴业科技	14.5	11.2	9.2	1.5	2.2	2.9	3.5	48.8	30.4	20.9	32.6	买入
健盛集团*	14.0	11.9	10.8	2.6	2.7	3.2	3.5	3.3	17.6	10.7	37.9	买入
名创优品*	19.2	15.2	12.4	10.7	22.5	28.6	35.0	111.5	26.8	22.6	433.4	买入
波司登	14.9	12.8	11.1	20.6	27.2	31.6	36.5	31.7	16.5	15.3	405.9	买入

数据来源: Wind、开源证券研究所 (均为开源证券研究所预测, 2024年3月15日汇率: 港币: 人民币=0.91, 收盘日截至2024年3月15日, 带*标的2023年净利润为实际数据)

5、风险提示

消费环境波动、汇率波动、盈利质量修复不及预期、门店扩张不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn