

纺织服装海外跟踪系列四十二

阿迪达斯一季度库存下降 22%，上调全年收入与利润指引

超配

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 纺织服饰

◆ 投资评级: 超配(维持评级)

证券分析师: 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
证券分析师: 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004
执证编码: S0980523070003

事项:

公司公告: 2024年4月30日, 阿迪达斯披露2024财年第一季度业绩。第一季度收入54.6亿欧元, 同比+3.5%, 不变汇率收入+8.0%; 营业利润为3.4亿欧元, 净利润1.7亿欧元。

国信纺服观点: 1) **业绩和指引核心观点:** 公司一季度收入、营业利润超预期, 库存降幅超预期, 上调 2024 全财年收入和营业利润指引; 2) **2024 财年一季度:** 不变汇率收入+8%, 除北美外的所有市场均实现强劲增长。分地区看, 北美地区收入下滑主要受批发渠道拖累, 一季度库存同比下降 41%, 去库进展明显, 下半年收入有望转正; 拉丁美洲收入增长 18%, 超彭博预期; 大中华区连续四个季度同比正向增长。分品类看, 鞋类仍保持稳健增长。分渠道看, 零售增长强劲, 尤其电商渠道收入增长 34%。毛利率同比提升 6.4 个百分点, 主要受益于健康的存货水平、折扣减少、采购成本降低、产品结构改善。4) **业绩指引:** 上调 2024 财年指引, 上调不变汇率收入至中到高个位数增长, 营业利润上调至 7 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: 业绩增速、盈利改善和库存降幅好于预期, 看好供应商订单与零售商销售恢复确定性。** 1. **供应商:** 国际运动品牌库存基本均恢复健康水平, 看好随品牌商去库陆续完成、上游供应商订单回暖, 且下游边际改善有望率先提振核心供应商估值, 重点推荐申洲国际、华利集团。2. **品牌商:** 阿迪达斯大中华区连续四个季度收入正向增长, 且管理层对全年预期乐观, 预计全年双位数增长; 折扣率水平持续改善, 本土品牌在消费复苏与促销环境改善的情况下有望加速增长, 继续看好本土品牌份额提升, 重点推荐安踏体育、李宁。3. **零售商:** 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, 建议关注库存去化后客流回暖趋势下的基本面加速修复, 重点推荐滔搏。

评论:

◆ **业绩和指引核心观点: FY2024Q1 收入、营业利润超预期, 库存降幅超预期, 上调 2024 全财年收入和营业利润指引**

阿迪达斯 2024 年一季报业绩好于预期, 不变汇率收入同比+8%, 毛利率提高 6.4 个百分点至 51.2%, 营业利润 3.4 亿欧元, 同比+460%。除北美外的所有市场均实现强劲增长, 大中华区收入增长 8%, 虽小幅低于预期, 但管理层对大中华区充满信心, 预计全年有望实现双位数增长。库存金额同比下降 22%, 降幅好于预期。上调 2024 财年指引, 预计不变汇率收入中至高个位数增长(此前为中个位数); 营业利润上调至 7 亿欧元(此前为 5 亿欧元)。

图1: 阿迪达斯 FY2024Q1 (截至 2024/3/31) 业绩和指引

阿迪达斯FY2024 Q1业绩和指引速览							
单位: 百万欧元		2023Q3-实际	2023Q4-实际	2024Q1-实际	彭博预期	Beat/Miss	
类型	项目	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/3/31		2024财年-指引 2024/12/31
总收入	金额	5,999	4,812	5,458	5,260	3.8%	24,466
	YOY	-6%	-8%	3.5%	0%		
	货币中性YOY	1%	-2%	8.0%	4.3%		上调: 货币中性收入中至高个位数增长(此前为 Middle 位数), Yeezy 今年剩余时间内实现约2亿欧元的销售额, 2024财年合计3.5亿
分地区收入							
欧洲	金额	1,812	1,389	1,733			
	YOY			15%			
	货币中性YOY			14%			
北美	金额	1,484	1,159	1,122	1,113	0.8%	
	YOY	-15%	-25%	-5%	-5%		
	货币中性YOY	-9%	-21%	-4%	-3%		2%
大中华区	金额	870	670	897	955	-6.1%	
	YOY	-7%	29%	1%	8%		
	货币中性YOY	6%	37%	8%	13%		14%
新兴市场	金额	834	744	712			
	YOY			6%			
	货币中性YOY			17%			
拉美	金额	621	479	615	509	20.8%	
	YOY	-2%	-12%	3%	-14%		
	货币中性YOY	13%	1%	18%	8%		15%
日本/韩国	金额	318	302	339			
	YOY			-2%			
	货币中性YOY			8%			
分品类收入							
鞋	金额	3,449	2,551	3,239	3,016	7.4%	
	货币中性YOY	6%	8%	13%			
服	金额	2,162	1,910	1,885	1,936	-2.7%	
	货币中性YOY	-6%	-13%	2%			
配饰	金额	287	350	328	299	9.5%	
	货币中性YOY	-3%	-1%	1%			
分渠道收入							
DTC	货币中性YOY	5%	-2%	20%	9%		
电商	货币中性YOY	1%	-12%	34%	8%		
自有商店	货币中性YOY	10%	9%	11%			
批发	货币中性YOY	-2%	-8%	2%			
财务比率							
	毛利率	49.3%	44.6%	51.2%	46.5%	4.7%	
	同比	0.2%	5.5%	6.4%	1.7%		
	SG&A/收入	42.8%	53.0%	45.4%	43.3%	2.1%	
营业利润	金额	409	-377	336	176		上调: 营业利润预计为7亿欧元(此前为5亿欧元)
	YOY	-27%	48%	460%	193%		314%
	营业利润率	6.8%	-7.8%	6.2%	3.3%		4.5%
	营业利润率同比	-2.0%	6.1%	5.1%	2.2%		
欧洲	金额	277	120	294			
	YOY			57%			
	营业利润率	15.3%	8.6%	17.0%			
	营业利润率同比			4.6%			
北美	金额	137	-9	83	18	353.1%	
	YOY	-58%	-121%	280%	140%		
	营业利润率	9.2%	-0.8%	7.4%	1.6%		
	营业利润率同比	-9.5%	-3.6%	11.3%	5.6%		
大中华区	金额	207	2	266	232	14.9%	
	YOY	-3%	101%	56%	36%		
	营业利润率	23.7%	0.3%	29.7%	24.2%		
	营业利润率同比	1.0%	41.6%	10.4%	4.9%		
新兴市场	金额	194	164	150			
	YOY			1%			
	营业利润率	23.3%	22.0%	21.1%			
	营业利润率同比			-1.1%			
拉美	金额	128	72	128	114	11.8%	
	YOY	-23%	-27%	-1%	-11%		
	营业利润率	20.6%	15.0%	20.8%	22.5%		
	营业利润率同比	-5.6%	-3.0%	-0.9%	0.8%		
日本/韩国	金额	69	50	82			
	YOY			8%			
	营业利润率	21.7%	16.6%	24.2%			
	营业利润率同比			2.3%			
净利润	金额	259	-379	170	61	180.4%	
	YOY	-25%	26%	536%	255%		
摊薄EPS	数值	1.40	-2.13	0.96	0.48	100.0%	
	YOY	316%	26%		117%		
库存	金额	4,849	4,525	4,427	4,959	-10.7%	
	YOY	-23%	-24%	-22%	-13%		

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ 2024 财年一季度：不变汇率收入+8%，除北美外的所有市场均实现强劲增长，鞋类仍保持稳健增长，毛利率提升 6.4 个百分点

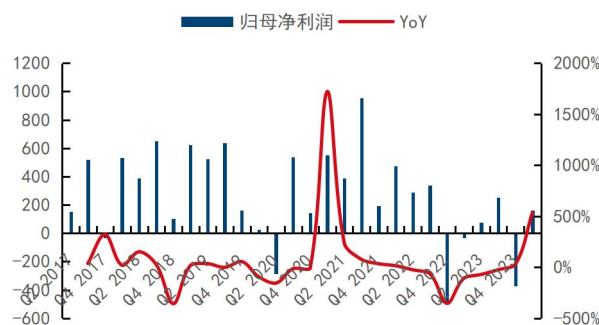
FY2024Q1 公司实现收入 54.6 亿欧元，同比+3.5%，不变汇率收入+8.0%，收入增长好于管理层此前预期、好于彭博一致预期。业绩增长主要由阿迪达斯基础业务增长 5.0% 的强劲势头推动，此外第一季度出售剩余 Yeezy 库存也带来了约 1.5 亿欧元的收入。营业利润 3.4 亿欧元，同比+460%；净利润 1.7 亿欧元，较去年同期转正，利润水平平均大幅超出彭博一致预期。

图2：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3：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：除北美外的所有市场均实现增长，拉美和新兴市场势头强劲，大中华区稳健增长，北美地区降幅收窄库存大幅下降

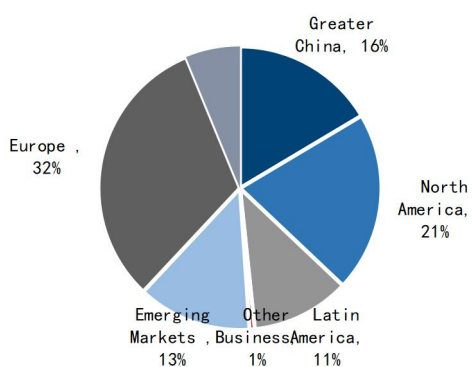
- 1) 欧洲地区：FY2024Q1 收入同比+15%至 17.3 亿欧元，不变汇率收入+14%；营业利润同比增长 57%，营业利润率同比提升 4.6 个百分点至 17%。分渠道来看，DTC 和批发业务均获得两位数增长。
- 2) 北美地区：收入同比-5%至 1.1 亿欧元，不变汇率收入-4%，主要受市场库存仍较高，批发渠道控制发货影响；但一季度北美市场库存同比下降 41%，基于库存去化取得良好进展，管理层预计北美地区下半年收入增长有望转正；营业利润同比增长 280%，营业利润率同比提升 11.3 个百分点至 7.4%。
- 3) 大中华区：收入同比+2%至 9.0 亿欧元，不变汇率收入增长 8%，虽不及彭博预期，但仍持续稳健增长；管理层对大中华区保持乐观态度，预期全年收入增长双位数；营业利润同比增长 56%，营业利润率同比提升 10.4pp 至 29.7%。其中，批发和电子商务实现两位数的增长。
- 4) 新兴市场：FY2024Q1 收入同比+6%至 7.1 亿欧元，不变汇率收入+17%；营业利润同比增长 1%，营业利润率同比下降 1.1pp 至 21%。
- 5) 拉美地区：FY2024Q1 收入同比+3%至 6.2 亿欧元，不变汇率收入+18%，超彭博一致预期；营业利润同比-1%，营业利润率同比下降 0.9 个百分点至 20.8%。
- 6) 日本/韩国：收入同比-2%至 3.4 亿欧元，不变汇率收入增长 8%；营业利润同比+8%，营业利润率同比提升 2.3pp 至 24.2%。其中，DTC 实现两位数增长。

● 分品类：不变汇率角度，1) 鞋类：尽管受到 Yeezy 的影响，第一季度鞋类收入仍增长 13%，主要受 Originals 系列和足球类别增长的推动；2) 服饰：第一季度收入增长 2%，主要由于 2024 年欧洲杯和美洲杯足球赛带动下球衣销售强劲，批发和 DTC 业务均实现两位数增长。此外，由于服装市场尤其北美地区面临较高的库存水平，公司继续对批发渠道采取保守的销售策略。

● 分渠道：不变汇率角度，批发和 DTC 渠道收入分别增长 2% 和 20%。1) 批发渠道：收入增长虽仅有 2%，

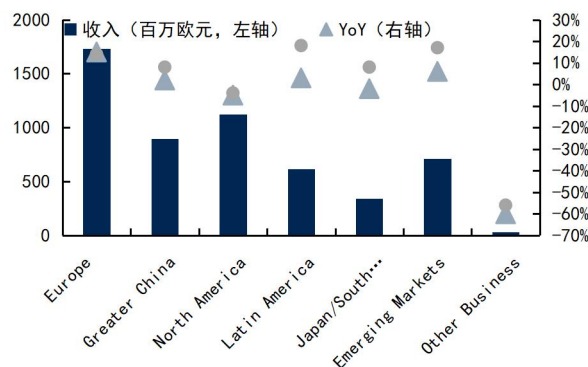
但是在订单量下降 20%的基础上，现在订单量是积极的，预计未来批发业务将持续增长；2) 自有商店渠道:收入增长 11%，反映公司全价概念店的强劲增长，其中多店销售增幅达到 20~50%；3) 电商渠道:收入强劲增长 34%，其中部分来自 Yeezy 贡献，若剔除 Yeezy 电商渠道收入仍有双位数增长。此外公司折扣收窄，在自有电商平台全价销售份额同比增长两位数。

图4: 2024 年第一季度分地区收入占比



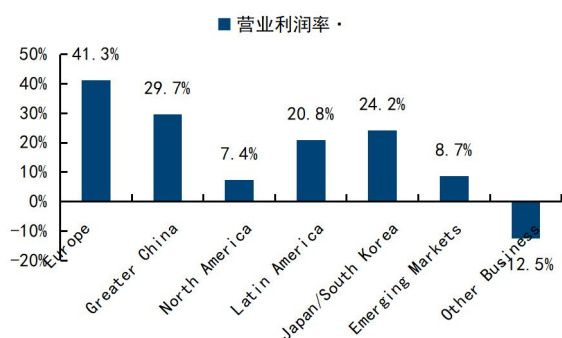
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图5: 2024 年第一季度分地区收入及同比情况



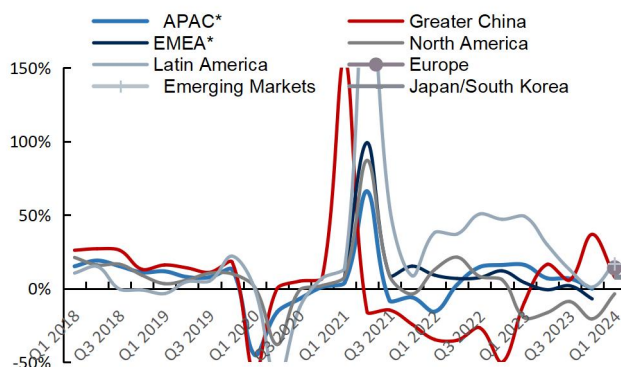
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图6: 2024 年 Q1 分地区营业利润率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司历年分地区单季度不变汇率收入增速



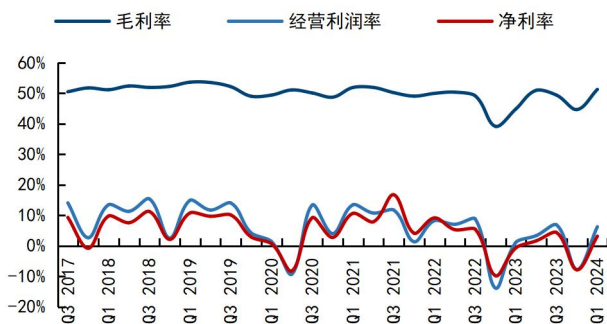
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理
注: 标“*”地区数据因披露口径更改, 从 FY24Q1 开始停止更新

健康的存货水平、折扣减少、采购成本降低、产品结构改善致毛利率同比提升。FY2024Q1 毛利率提升 6.4 个百分点至 51.2%，毛利率提升主要得益于更健康的库存水平、折扣的改善、采购成本降低、产品组合的改善，以及 Yeezy 业务的减少，剔除 Yeezy 业务一季度的毛利率仍达到 50.5%；同时不利的汇率变动对毛利率产生负面影响。

SG&A 费用率同比增长 0.5 个百分点至 45.4%，主要由营销推广费用率增加 0.6 个百分点带动。

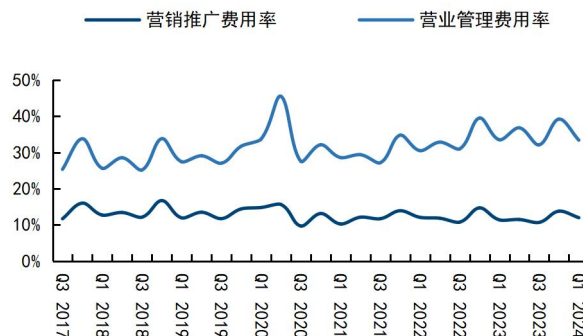
本季度盈利能力大幅改善。营业利润为 3.36 亿欧元，营业利润率为 6.2%，同比提升 5.1 个百分点；净利润 1.7 亿欧元，去年同期亏损 0.4 亿欧元。

图8: 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9: 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

◆ 业绩指引: 上调 2024 财年收入及营业利润指引, 大中华区收入预计双位数增长

➢ 收入: 上调不变汇率收入至中到高个位数增长

2024 年不变汇率收入预期由中个位数增长, 上调至中到高个位数增长, 指引包含假设将按成本价出售剩余的 Yeezy 库存, 全年销售额达到约 3.5 亿欧元 (此前预计为 2.5 亿欧元), 其中一季度销售 1.5 亿欧元。2024 秋冬产品线丰富, 下半年将推出 UltraBOOST 系列, 并结合巴黎奥运会推出多种服装及鞋类产品, 预计下半年将会有双位数增长。

此次管理层表示, 大中华区仍预计全年有双位数增长, 北美地区下半年收入有望转正。

➢ 营业利润: 上调至 7 亿欧元

2024 年的营业利润指引由此前的 5 亿欧元, 上调至 7 亿欧元, 新指引包含 Yeezy 预计约 5000 万欧元的贡献 (此前预计 Yeezy 对全年营业利润没有贡献)。

图10: 阿迪达斯 2024 全年指引

FY 2024 GUIDANCE OVERVIEW

	INITIAL GUIDANCE MARCH 13	FY 2024 GUIDANCE APRIL 16	ASSUMPTIONS
NET SALES GROWTH CURRENCY-NEUTRAL	MID-SINGLE-DIGIT INCREASE	MID- TO HIGH-SINGLE- DIGIT INCREASE	SELLING REMAINING YEEZY INVENTORY ON AVERAGE AT COST ▪ €200m additional top-line contribution ▪ No further operating profit contribution
OPERATING PROFIT REPORTED	~ €500M	~ €700M	SIGNIFICANT FX HEADWIND ▪ Translational on top-line ▪ Transactional on gross margin
			CONTINUED INVESTMENT IN MARKETING AND SALES

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：业绩增速、盈利改善和库存降幅好于预期，看好供应商订单与零售商销售恢复确定性**

1. **供应商：**阿迪达斯 2023 年加大库存清理力度，截至 2024 年一季度末，库存金额同比下降 22%，降幅超彭博一致预期；公司通过控制批发渠道发货，零售商库存水平也在改善，仅北美市场去库速度慢于其他地区，但在一季度也取得明显进展，同比下降 41%。耐克、Deckers、Puma 等其他国际运动品牌库存基本均恢复健康水平，看好随品牌商去库陆续完成、上游供应商订单回暖，且下游边际改善有望率先提振核心供应商估值，重点推荐**申洲国际、华利集团**。
2. **品牌商：**阿迪达斯大中华区连续四个季度收入正向增长，且管理层对全年预期乐观，预计全年双位数增长；折扣率水平持续改善，本土品牌在消费复苏与促销环境改善的情况下有望加速增长，继续看好本土品牌份额提升，重点推荐**安踏体育、李宁**。
3. **零售商：**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，建议关注库存去化后客流回暖趋势下的基本面加速修复，重点推荐**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	EPS				PE			
				2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
ADS.DY	阿迪达斯	无评级	1746.17	24.79	-3.30	33.15	59.40	70.4	-529.0	52.7	29.4
可比公司											
NKE.N	耐克	无评级	657.10	25.51	23.16	31.83	36.87	25.8	28.4	20.6	17.8
2313.HK	申洲国际	买入	79.71	3.04	3.03	3.58	4.24	26.2	26.3	22.3	18.8
300979.SZ	华利集团	买入	68.08	2.77	2.74	3.29	3.82	24.6	24.8	20.7	17.8
2020.HK	安踏体育	买入	85.26	2.82	3.69	4.75	4.76	30.2	23.1	17.9	17.9
2331.HK	李宁	买入	20.62	1.55	1.23	1.32	1.48	13.3	16.7	15.6	13.9
6110.HK	滔搏	买入	5.36	0.39	0.30	0.36	0.41	13.6	18.1	14.9	13.0

资料来源：wind，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 5 月投资策略暨年报&一季报总结-一季度制造企业景气度回升，品牌表现分化》 —— 2024-05-11

《纺织服装品牌力跟踪月报 202404 期-比音勒芬加码奥运营销，识货平台李宁增长明显》 —— 2024-05-10

《运动品牌行业专题-运动品牌产品价位段竞争格局分析》 —— 2024-04-19

《纺织服装双周报（2404 期）-制造企业回温趋势明朗，品牌消费增长提速》 —— 2024-04-17

《纺织服装品牌力跟踪月报 202403 期-3 月品牌积极推新营销，安踏讨论热度显著上升》 —— 2024-04-03

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.GSI）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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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中所提及的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