

纺织服装海外跟踪系列四十六

优于大市

阿迪达斯品牌二季度收入增长 16%，上调全年收入与利润指引

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 纺织服装

◆ 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：2024年7月31日，阿迪达斯披露2024财年第二季度业绩。第二季度收入58.2亿欧元，同比+9%，不变汇率收入+11%；营业利润为3.5亿欧元，同比+97%；净利润1.9亿欧元，同比+126%。

国信纺服观点：1) **业绩和指引核心观点：**公司二季度收入和利润超预期，剔除 Yeezy 品牌影响，阿迪达斯品牌在各渠道均实现双位数增长，所有市场均实现正向增长，库存保持健康水平，业绩预告上调 2024 全财年收入和营业利润指引；2) **2024 财年二季度：**不变汇率收入+11%，剔除 Yeezy 品牌影响不变汇率收入+16%。**分区域看，**剔除 Yeezy 影响各地区收入均实现正向增长，新兴市场、欧洲、拉美地区收入实现双位数增长，增速超彭博一致预期；北美地区库存问题缓解、本季度基本业务和批发渠道收入均同比转正；**分渠道看，**剔除 Yeezy 影响各渠道均实现双位数增长，批发/自有商店/电商渠道收入分别+17%/15%/30%；**分品类看，**鞋类主要受 Originals 系列和足球鞋带动，收入+17%；服饰同样受足球赛推动下球衣销售强劲，收入+6%。3) **管理层业绩指引：**业绩预告管理层上调 2024 财年指引，不变汇率收入上调至高个位数增长，营业利润上调至 10 亿欧元。4) **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。5) **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。**阿迪达斯 2023 年加大库存清理力度，公司报表库存已处于健康水平；公司通过控制批发渠道发货，零售商库存水平也在改善，过去北美市场库存问题较大，但在今年一季度也取得明显进展，同比下降 41%，本季度北美市场基本业务和批发渠道收入已实现同比转正。耐克、Deckers、Puma 等其他国际运动品牌库存基本均恢复健康水平。在品牌商库存恢复良性以及 2023 年供应商订单低基数的基础上，今年供应商订单恢复确定性强，后续增长看好客户结构优质、有持续拓展客户和扩张产能能力的制造商，重点推荐**申洲国际、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**。公司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，在下半年大型体育赛事助力热度提升，以及运动品牌集中推新的趋势下，继续看好本土头部品牌份额提升，重点推荐**安踏体育、李宁**。

评论：

◆ **业绩和指引核心观点：**FY2024Q2 收入和利润超预期，阿迪达斯品牌表现优异，库存保持健康水平，业绩预告上调 2024 全财年收入和营业利润指引

阿迪达斯 2024 财年第二季度业绩好于预期，不变汇率收入+11%，营业利润同比+97%至 3.5 亿欧元。若剔除 Yeezy 影响，公司基本业务(阿迪达斯主品牌)不变汇率收入+16%，基本毛利率提高 1.5 个百分点至 50.5%，各渠道均实现双位数增长，所有市场均实现正向增长。管理层表示库存保持在健康水平，库存金额同比下降 18%，降幅好于预期。7 月 16 日公司发布业绩预告，上调 2024 财年指引，预计不变汇率收入高个位数增长（此前为中至高个位数增长）；营业利润上调至 10 亿欧元（此前为 7 亿欧元）。

图1: 阿迪达斯 FY2024Q2 (截至 2024/6/30) 业绩和指引

单位: 百万欧元		2024Q1-实际	2024Q2-实际	彭博预期	Beat/Miss	2024财年-指引	彭博预期
类型	项目	2024/3/31	2024/6/30	2024/6/30		2024/12/31	2024/12/31
总收入	金额	5,458	5,822	5,706	2.0%		22,932
	YOY	3.5%	9.0%	6.8%	剔除Yeezy, 二季度货币中性收入增长16%; 阿迪达斯品牌在所有市场均实现正向增长, 9.8% 所有渠道均实现双位数增长	7.16业绩预告上调: 货币中性收入高个位数增长(此前为中至高个位数增长), Yeezy今年剩余时间内实现约1.5亿欧元的销售额, 故全财年合计为5亿欧元(此前预计全财年合计3.5亿)	7%
	货币中性YOY	8.0%	11.0%	9.8%			
分地区收入							
欧洲	金额	1,733	1,912	1,880	1.7%		
	YOY	14.8%	20.1%	18.1%			
	货币中性YOY	13.8%	19.4%				
北美	金额	1,122	1,302	1,387	-6.1%		
	YOY	-4.7%	-6.9%	-0.8%	主要受Yeezy影响, 剔除Yeezy同比正向增长		
	货币中性YOY	-3.6%	-7.7%	-3.8%			
大中华区	金额	897	822	839	-2.0%		
	YOY	1.5%	7.3%	9.5%			
	货币中性YOY	7.8%	9.3%	11.4%			
新兴市场	金额	712	749	612	22.4%		
	YOY	6.0%	24.8%	2.0%			
	货币中性YOY	17.0%	24.6%	12.5%			
拉美	金额	615	673	623	8.0%		
	YOY	3.4%	12.9%	4.6%			
	货币中性YOY	17.6%	32.6%	17.3%			
日本/韩国	金额	339	321				
	YOY	-2.3%	-1.5%				
	货币中性YOY	8.0%	5.8%				
分品类收入							
鞋	金额	3,239	3,573	3,308	8.0%		
	货币中性YOY	13.0%	17.0%	10.7%			
服	金额	1,885	1,892	1,865	1.5%		
	货币中性YOY	2.0%	6.0%	6.3%			
配饰	金额	328	370	438	-15.5%		
	货币中性YOY	-1.0%	-8.0%	6.7%			
分渠道收入							
DTC	货币中性YOY	20.0%	4.0%	12.6%			
电商	货币中性YOY	34.0%	-6.0%		剔除Yeezy第二季度电商收入增长超过30%		
自有商店	货币中性YOY	11.0%	15.0%				
批发	货币中性YOY	2.0%	17.0%	8.6%			
财务比率							
	毛利率	51.2%	50.8%	51.2%	-0.4%		
	同比	6.4%	-0.1%	0.3%	剔除Yeezy二季度基本毛利率提高1.5个百分点至 50.5%		
	SG&A/收入	45.4%	45.3%	46.5%	-1.2%		
营业利润							
	金额	336	346	310	11.6%	7.16业绩预告上调: 营业利润预计为10亿欧元(此前为7亿欧元), 预计Yeezy本年度剩余时间内不会有进一步的利润贡献	1,110
	YOY	460.0%	96.6%	76.1%	二季度营业利润包括出售Yeezy剩余库存所带来的约5000万欧元的贡献		314%
	营业利润率	6.2%	5.9%	5.4%			4.8%
	营业利润率同比	5.1%	2.6%	2.1%			
欧洲	金额	294	354	402	-11.9%		
	YOY	57.2%	32.1%	49.9%			
	营业利润率	17.0%	18.5%	21.4%			
	营业利润率同比	4.6%	1.7%	4.5%			
北美	金额	83	156	209	-25.3%		
	YOY	280.4%	-18.8%	8.8%			
	营业利润率	7.4%	12.0%	15.1%			
	营业利润率同比	11.3%	-1.7%	1.4%			
大中华区	金额	266	189	219	-13.7%		
	YOY	56.5%	9.3%	26.6%			
	营业利润率	29.7%	23.0%	26.1%			
	营业利润率同比	10.4%	0.4%	3.5%			
新兴市场	金额	150	159	47	241.1%		
	YOY	0.7%	33.6%	-60.8%			
	营业利润率	21.1%	21.2%	7.6%			
	营业利润率同比	21.1%	1.4%	-12.2%			
拉美	金额	128	145	167	-12.9%		
	YOY	-0.8%	-5.2%	8.9%			
	营业利润率	20.8%	21.5%	26.7%			
	营业利润率同比	-0.9%	-4.2%	1.0%			
日本/韩国	金额	82	91				
	YOY	8%	25%				
	营业利润率	24.2%	28.3%				
	营业利润率同比	2.3%	6.0%				
净利润							
	金额	170	190	157	21.2%	预计不利的汇率因素将对公司今年的盈利能力产生重大影响	
	YOY	535.9%	126.2%	86.6%			
经调摊薄EPS							
	数值	0.96	1.09	0.98	11.2%		
	YOY	536.4%	131.9%	107.5%			
库存							
	金额	4,427	4,544	4,734	-4.0%		
	YOY	-22.0%	-18.0%	-14.6%			

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ 2024 财年第二季度：不变汇率收入+11%，阿迪达斯品牌在各渠道各市场均表现优异，鞋类仍保持领先增速，基本毛利率提升

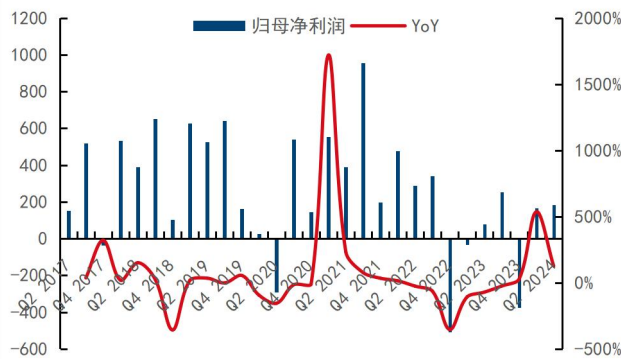
FY2024Q2 公司实现收入 58.2 亿欧元，同比+9%，不变汇率收入+11%，收入增长好于彭博一致预期。第二季度出售剩余 Yeezy 库存带来约 2 亿欧元的收入，远低于去年同期的 4 亿欧元，因此若剔除 2 年 Yeezy 销售的影响，阿迪达斯基本业务表现优异，不变汇率收入增长 16%。营业利润 3.5 亿欧元，同比+97%；净利润 1.9 亿欧元，同比+126%，盈利水平超出彭博一致预期。

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：剔除 Yeezy 影响各地区收入均实现正向增长，新兴市场、欧洲、拉美地区收入实现双位数增长增速超彭博一致预期，北美地区库存问题缓解

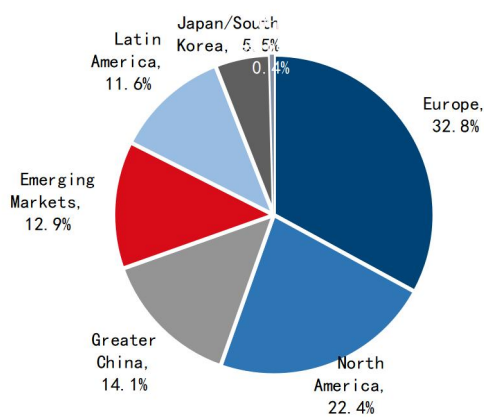
- 1) 欧洲地区：FY2024Q2 收入同比+20%至 19.1 亿欧元，不变汇率收入+19%，剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+24%；营业利润同比增长 32%，营业利润率同比提升 1.7 个百分点至 18.5%。
- 2) 北美地区：FY2024Q2 收入同比-7%至 13.0 亿欧元，不变汇率收入-8%，剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+2%，零售和批发渠道均实现正向增长；2023Q1 以来连续 5 个季度北美地区收入下滑，主要受市场库存较高，批发渠道控制发货影响；上一季度北美市场库存同比下降 41%，基于库存去化取得良好进展，管理层当时预计北美地区下半年收入增长有望转正，实际本季度基本业务和批发渠道收入已实现同比转正；营业利润同比-19%，营业利润率同比下降 1.7 个百分点至 12.0%。
- 3) 大中华区：FY2024Q2 收入同比+7%至 8.2 亿欧元，不变汇率收入增长 9%，剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+9%，虽不及彭博预期，但环比一季度增长提速；管理层表示公司在大中华区市场每个月的市场份额都在增长；营业利润同比增长 9%，营业利润率同比提升 0.4pp 至 23.0%。
- 4) 新兴市场：FY2024Q2 收入同比+25%至 7.5 亿欧元，不变汇率收入+25%，剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+28%；营业利润同比增长 34%，营业利润率同比提升 1.4 个百分点至 21.2%。
- 5) 拉美地区：FY2024Q2 收入同比+13%至 6.7 亿欧元，不变汇率收入+33%，剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+34%；营业利润同比-5%，营业利润率同比下降 4.2 个百分点至 21.5%。
- 6) 日本/韩国：FY2024Q2 收入同比-2%至 3.2 亿欧元，不变汇率收入增长 6%，剔除 Yeezy 影响不变汇率收入+10%；营业利润同比+25%，营业利润率同比提升 6.0 个百分点至 28.3%。

图4: 阿迪达斯 FY2024Q2 分地区收入 (公司整体及剔除 Yeezy 外的基本业务)



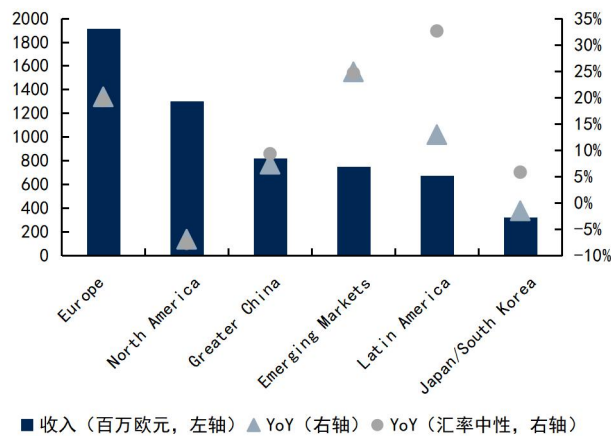
资料来源: 阿迪达斯官网, 国信证券经济研究所整理

图5: 2024 年第二季度分地区收入占比



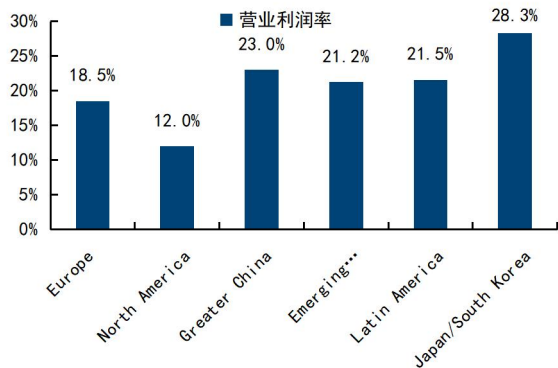
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图6: 2024 年第二季度分地区收入及同比情况



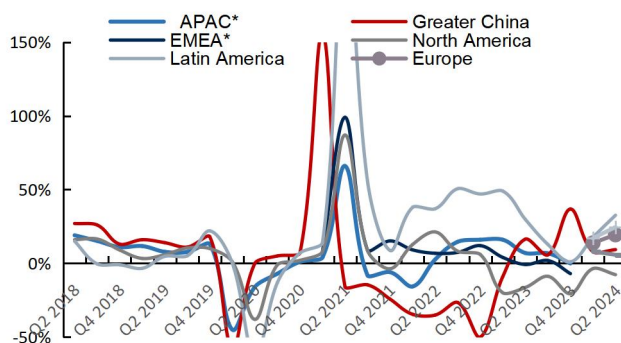
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图7: 2024 年第二季度分地区营业利润率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图8: 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

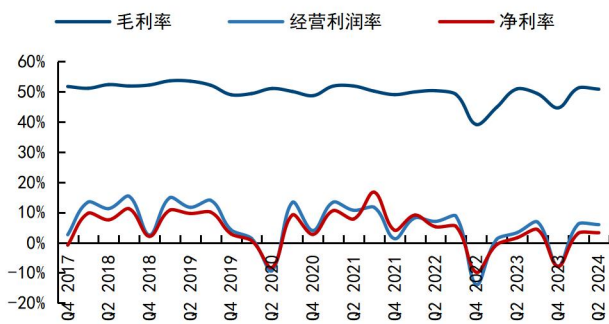
- **分品类:** 不变汇率角度: 1) **鞋类:** 尽管受到 Yeezy 的影响, 第二季度鞋类收入仍增长 17%, 主要受 Originals 系列和足球类别双位数强劲增长的推动; 2) **服饰:** 第二季度收入增长 6%, 主要由于 2024 年欧洲杯和美洲杯足球赛带动下球衣销售强劲。
- **分渠道:** 不变汇率角度, 批发和 DTC 渠道收入分别增长 17% 和 4%, 零售渠道增速主要受 Yeezy 影响。1) **批发渠道:** 收入快速增长 17%, 自 2023Q2 以来公司连续四个季度批发渠道收入下滑, 于上一季度实现转正, 不变汇率收入+2%, 本季度增长提速, 体现出市场库存问题的改善以及公司零售合作商的强劲进货需求; 2) **DTC 渠道:** 收入增长 4%, 剔除 Yeezy 影响收入增长 21%; 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; 电商渠道收入下降 6%, 主要受 Yeezy 销售额大幅下降影响, 若剔除 Yeezy 电商渠道收入增长超过 30%。

销售的改善、健康的存货水平、折扣减少、采购成本降低、产品结构改善致基本毛利率同比提升。FY2024Q2 剔除 Yeezy 影响后的基本毛利率提升 1.5 个百分点至 50.5%, 毛利率提升主要得益于销售的改善、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; 同时不利的汇率变动对毛利率产生负面影响。

SG&A 费用率同比下降 3.0 百分点至 45.3%, 主要因营业管理费用率下降 3.6 百分点带动。

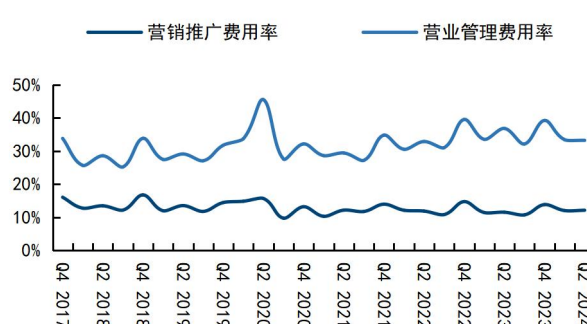
本季度基本业务盈利能力大幅改善。营业利润为 3.46 亿欧元, 营业利润率为 5.9%, 同比提升 2.6 百分点, 其中包含出售 Yeezy 剩余库存所带来的约 5000 万欧元的贡献, 相比去年同期 Yeezy 带来的利润贡献约为 1.5 亿欧元; 净利润 1.9 亿欧元, 同比+126%。

图9: 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10: 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

◆ 管理层业绩指引：7月16日发布业绩预告上调2024财年收入及营业利润指引

➢ 收入：上调不变汇率收入至高个位数增长

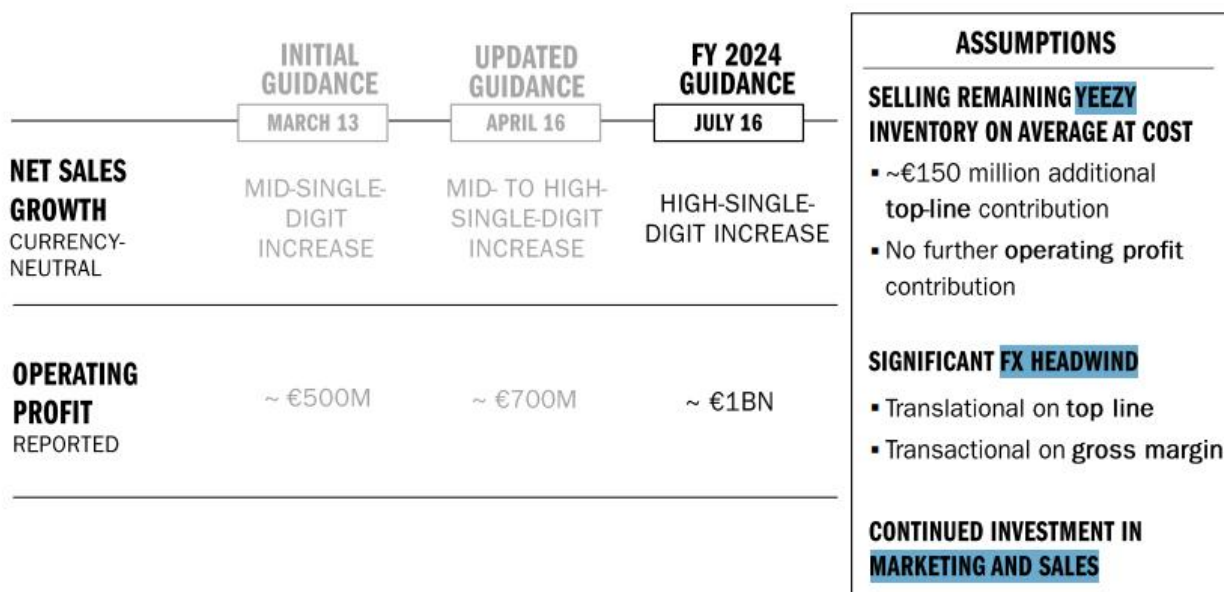
2024财年不变汇率收入预期由中到高个位数增长，上调至高个位数增长，指引包含假设将按成本价出售剩余的 Yeezy 库存，今年剩余时间内实现约 1.5 亿欧元的销售额，叠加上半年销售额全财年合计为 5 亿欧元（此前预计全财年合计 3.5 亿欧元）。

➢ 营业利润：上调至 10 亿欧元

2024 年的营业利润指引由此前的 7 亿欧元，上调至 10 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。

图11：阿迪达斯 2024 全财年指引

FY 2024 GUIDANCE OVERVIEW



FY 2024 GUIDANCE YEEZY



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**

阿迪达斯 2023 年加大库存清理力度，公司报表库存已处于健康水平；公司通过控制批发渠道发货，零售商库存水平也在改善，过去北美市场库存问题较大，但在今年一季度也取得明显进展，同比下降 41%，本季度北美市场基本业务和批发渠道收入已实现同比转正。耐克、Deckers、Puma 等其他国际运动品牌库存基本均恢复健康水平。在品牌商库存恢复良性以及 2023 年供应商订单低基数的基础上，今年供应商订单恢复确定性强，后续增长看好客户结构优质、有持续拓展客户和扩张产能能力的制造商，重点推荐**申洲国际、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**。公司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，在下半年大型体育赛事助力热度提升，以及运动品牌集中推新的趋势下，继续看好本土头部品牌份额提升，重点推荐**安踏体育、李宁**。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价		EPS			PE		PEG	PEG 2024
			人民币	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
ADS.DY	阿迪达斯	无评级	1807.12	-3.30	25.19	54.27	-547.5	71.7	33.3	-	-
可比公司											
NKE.N	耐克	无评级	540.50	23.16	26.35	28.52	23.3	20.5	19.0	11.0%	1.87
2313.HK	申洲国际	优于大市	61.33	3.03	3.58	4.24	20.2	17.1	14.5	18.3%	0.94
300979.SZ	华利集团	优于大市	58.22	2.74	3.29	3.82	21.2	17.7	15.2	18.1%	0.98
2020.HK	安踏体育	优于大市	64.79	3.61	4.75	4.76	17.9	13.6	13.6	14.8%	0.92
2331.HK	李宁	优于大市	13.49	1.23	1.32	1.48	11.0	10.2	9.1	9.7%	1.05
6110.HK	滔搏	优于大市	3.23	0.30	0.36	0.37	10.9	9.0	8.7	12.0%	0.75

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：

《纺织服装双周报（2407 期）-6 月电商销售增速亮眼，代工台企下半年订单预期乐观》——2024-07-16

《纺织服装 7 月投资策略暨中报业绩前瞻-越南鞋类出口增长提速，关注中报业绩出色标的》——2024-07-09

《纺织服装品牌力跟踪月报 202406 期-品牌联合代言人积极营销推新，特步热度显著提升》——2024-07-09

《纺织服装海外跟踪系列四十五-耐克第四季度收入增长低于预期，下调 2025 财年收入指引》——2024-06-30

《纺织服装双周报（2406 期）-5 月服装社零增长 4%，中国纺织品出口转正》——2024-06-18

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	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显观点
	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