

纺织服装行业全球观察之阿迪达斯

阿迪达斯 20Q1：二季度末大中华区有望全面恢复，但全球业绩环比恶化

分析师： 糜韩杰



SAC 执业证号：S0260516020001



SFC CE.no: BPH764



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

核心观点：

- **Q1 营收下滑 19%，净利润下滑 95%。**2020Q1 剔除汇率因素，阿迪达斯实现营收 47.5 亿欧元，YOY-19.2%；毛利 23.5 亿欧元，YOY-25.6%；营运利润 0.7 亿欧元，YOY-92.6%；归母净利润 0.3 亿欧元，YOY-95.1%。20Q1 公司毛利率/营业利润率/净利率分别为 49.3%/1.4%/0.6%，同比分别变动-4.2/-13.5/-10.1 个 PCT；主要受疫情下门店关闭带来的业绩下滑、汇兑损失、大中华区库存收回、大额订单取消带来的高罚金、坏账准备金增加等影响。其中砍单、库存回收和坏账计提带来 2.5 亿欧元的损失（占当期营收 5.3%）。
- **分品牌看**，阿迪达斯品牌营收 42.69 亿欧元，YOY-20.3%；锐步品牌营收 3.72 亿欧元，YOY-11.9%。
- **分地区看**。（1）**北美**：营收 12.01 亿欧元，YOY+0.8%，二月底保持两位数增长。（2）**亚太**：营收 11.84 亿欧元，YOY-44.9%。大中华区营收同比-58%，春节前后、2 月底受到严重影响，三月开始恢复，减少约 8 亿欧元的收入（包括库存处理）。（3）**欧洲**：营收 14.26 亿欧元，YOY-8.1%。（4）**拉美**：3.39 亿欧元，YOY-0.4%。（5）**新兴市场**：2.93 亿欧元，YOY-11.0%。（6）**俄罗斯独联体**：1.54 亿欧元，YOY+9%。（7）**线上业务**：一季度营收 YOY+35%，3 月 YOY+55%，大中华区 4 月初同比三位数增长。
- **二季度业绩环比恶化。**二季度阿迪达斯预亏，较一季度表现更差。（1）**门店**：受疫情影响，3 月中旬以来全球门店大量关闭，至今仍有 70% 的门店处于关闭状态。中国区已全部开业，但预计二季度末才能恢复到去年同期水平；欧洲部分商店已经开始或预备营业，但大部分仍为关闭状态；美国预计 5 月中开始重新运营。（2）**库存**：库存增加 36%，但是通过回购大中华区产品，并通过全球 1100 家工厂奥莱店、线上业务做打折促销，中华区库存得到有效清理。但是，二季度非大中华区预计不会再采取回购库存的措施。（3）**线上**：展望 Q2，从大中华区 4 月份初同比增长仍为三位数的表现来看，后续线上增速仍有望保持较高势能。集团 2020 年线上收入目标为 40 亿欧元以上（占比总营收约 25%）。（4）**推广**：一季度营销费用有所缩减，但仍然通过新营销手段曝光品牌，如推出了集团有史以来最大的 Home Team 运动项目，二季度有望延续类似营销项目。（5）**节流**：财务重心向资产负债表转移，过去 6 个星期集团着重节约开支，保留充足现金。因此，公司已暂停股息派发和此前的股票回购计划，且管理层减薪。此外，公司还通过借贷、从外国子公司汇回现金，已保障现金流，公司通过银团获得 43 亿欧元的额外流动资金。二季度将通过可变合同、取消实物活动等降低支出。
- **风险提示**：全球疫情加剧；库存压力增加；现金流承压；终端动销不及预期。

相关研究：

纺织服装行业:迅销 FY2020H1:暖冬与疫情叠加业绩下挫，东亚地区疫情影响显著减弱	2020-04-10
纺织服装行业:Lululemon2019 财年延续高增长，电商渠道/北美以外地区表现抢眼	2020-03-29
纺织服装行业:Nike2020Q3 大中华区受疫情冲击影响明显，电商业务表现优异	2020-03-25

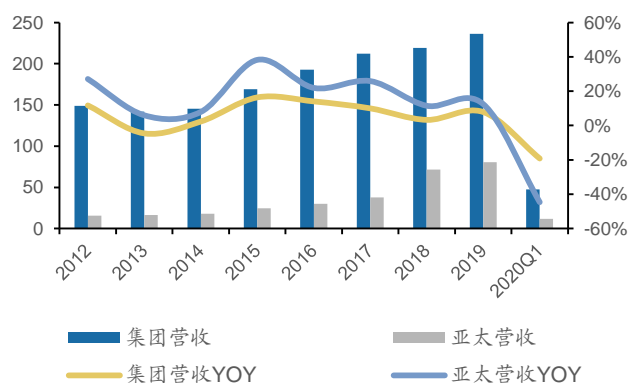
重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
诺邦股份	603238.SH	CNY	32.1	2020/04/24	增持	46.85	1.56	1.28	20.58	25.08	10.73	11.96	17.70	12.70
健盛集团	603558.SH	CNY	8.48	2020/04/28	买入	10.44	0.58	0.73	14.62	11.62	9.73	7.97	7.50	8.60
比音勒芬	002832.SZ	CNY	21.41	2020/04/30	买入	38.00	1.53	2.10	13.99	10.20	11.52	8.46	20.20	22.50
富安娜	002327.SZ	CNY	7.49	2020/05/07	买入	9.10	0.65	0.76	11.52	9.86	9.65	8.29	14.59	15.83
安正时尚	603839.SH	CNY	12.04	2020/05/10	买入	17.19	0.92	1.12	13.09	10.75	9.18	7.22	12.30	14.00
开润股份	300577.SZ	CNY	26.79	2020/04/10	增持	34.50	1.15	1.79	23.30	14.97	18.43	11.56	25.10	30.40
森马服饰	002563.SZ	CNY	7.35	2020/04/29	增持	9.00	0.45	0.63	16.33	11.67	7.82	5.89	9.80	13.20
海澜之家	600398.SH	CNY	6.17	2020/05/05	买入	8.40	0.56	0.78	11.02	7.91	6.68	5.13	16.70	20.90
罗莱生活	002293.SZ	CNY	9.17	2020/04/21	买入	11.05	0.65	0.71	14.11	12.92	11.27	10.05	12.80	13.60
探路者	300005.SZ	CNY	3.4	2020/03/25	买入	5.42	0.07	0.22	48.57	15.45	49.68	14.29	2.60	7.30
申洲国际	02313.HK	HKD	91.35	2020/03/22	增持	95.79	4.05	4.80	22.56	19.03	17.24	14.57	21.10	21.80
滔搏	06110.HK	HKD	9.25	2020/03/18	买入	11.96	0.46	0.55	20.11	16.82	12.71	10.88	38.20	22.30

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

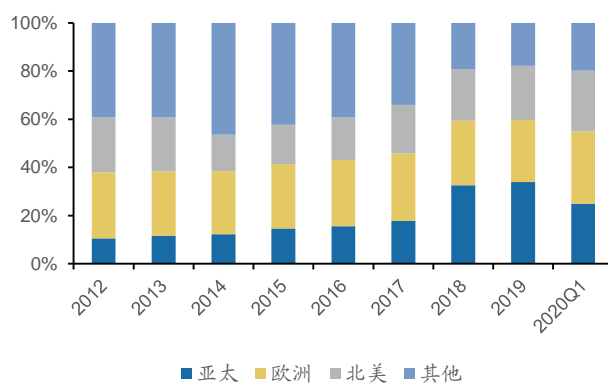
备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

图 1：集团/亚太营收及同比增速（单位:亿欧元）



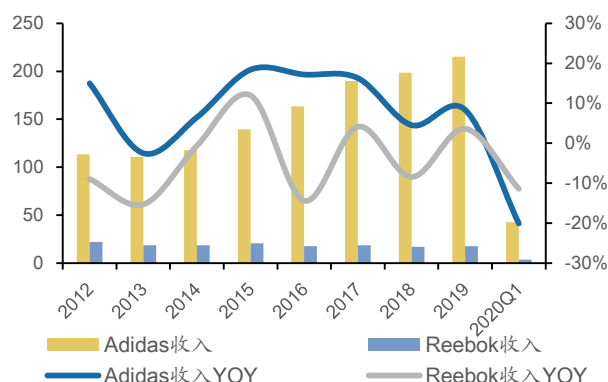
数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

图 2：阿迪达斯分地区收入占比



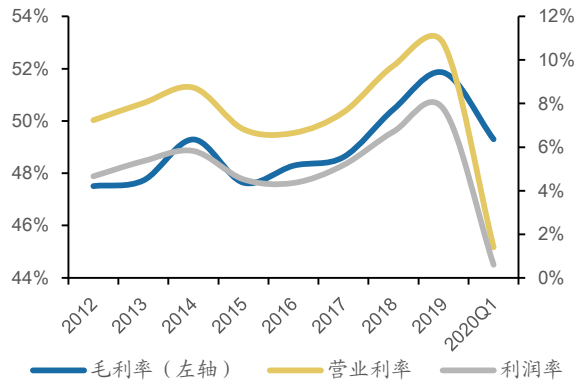
数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

图 3：阿迪、锐步营收及同比增速（单位：亿欧元）



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

图 4：阿迪达斯历年毛利率/营业利润率/净利率



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，带领团队荣获 2019 年新财富轻工和纺织服装行业第四名，2016 年进入广发证券发展研究中心。

胡 幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。