

国际品牌财报总结专题

库存均维持健康水平，困境公司业绩边际改善

行业研究 · 行业专题

纺织服饰

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

- **总结：品牌收入增速分化基本延续去年趋势。**今年以来国际品牌增速相对较好，各品牌整体收入分化情况基本延续去年趋势，两大龙头表现较去年有差异，阿迪达斯趋势转好，耐克转差。从两年收入复合增速来看，1) 表现较好，前三季度收入两年复合增长在中双位数以上的品牌包括：Deckers、迅销、Lululemon；2) 表现中等，前三季度收入两年复合增长在低单位数的品牌包括：PUMA、Nike、Adidas。3) 表现较差，前三季度收入两年复合增速下降单位数的品牌包括：VF、UA。库存：历经一年左右去库，去年年底库存基本恢复健康，今年二季度以来北美库存问题有所缓解、部分品牌陆续进入补库周期。
- **分市场看，大中华区今年增速环比向下、北美地区增速环比向上，EMEA/欧洲区域持续承压。**1) 大中华区：2023年各品牌大中华区引领增长，基本是增速最为领先的区域。2024年国内宏观消费需求承压，品牌表现有所分化，整体增速环比2023年下降，且压力逐季加大，与国内品牌趋势基本一致。2) 北美地区：2023年渠道库存压力大，故北美批发渠道下滑幅度大，拖累北美地区去年收入表现。2024年二季度以来北美库存问题陆续缓解，北美地区收入表现也开始改善。3) EMEA地区：过去渠道库存问题也相对较大，同时需求端较疲软，今年各品牌增速基本依然承压。
- **分渠道看，去库进展快的公司批发渠道收入恢复快，Adidas/Deckers/PUMA直营增速领先。**1) 批发渠道：纵向看，由于2023年渠道存在库存压力，各公司报表端批发渠道收入增长承压、普遍呈现下滑趋势；2024年库存压力基本缓解，批发渠道收入普遍环比改善。横向对比看，去库进展较快的公司批发渠道收入恢复时间较早。2) 直营渠道：今年以来Adidas/Deckers/PUMA直营收入增速领先；Nike今年电商渠道相对承压，线下门店表现好于电商，但较去年也有降速。
- **指引：全财年收入增速指引有差异，盈利水平预期同比波动较小。**Deckers/Adidas/迅销/Lululemon收入预期积极，分别预计全财年收入增长12.0%/10.0%/9.5%/9.0%，PUMA预期收入中个位数增长。Nike因CEO交接撤回全年指引，并预计下半财年相较上半财年改善（Q1下降9%，Q2收入指引为下降约8%~10%）。UA维持全财年下滑低双的收入指引。盈利指引方面，Adidas预期营业利润率改善3.8个百分点；迅销、PUMA、Lululemon基本持平；Deckers预计同比下降1.1~1.6个百分点；UA预计下滑7.6-8.0个百分点，主要受重组费用和诉讼费用影响，经调经营利润率与上一财年波动不大。
- **风险提示：**下游需求不及预期，海外经济衰退，国际政治经济风险。

投资建议：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。由于上一轮较大的库存积压到去库是在疫情、生产停滞、运输延迟等多重因素扰动下形成的，且当前各品牌高度关注库存健康度，我们预计后续行业短期内很难再次出现这样大规模的下游去库、对上游砍单的情况，上游制造商订单与自身客户销售增长、客户份额提升空间、新客拓展能力相关度提升。

从今年以来各大国际运动休闲品牌销售增速来看，整体表现较好，各品牌间仍有分化，但过去1-2年表现相对较差的品牌也出现了边际改善和向好，其中Deckers、迅销、Lululemon持续维持高景气度，Adidas今年以来表现亮眼，Nike短期压力较大、但新CEO上任后预计2025下半财年将有环比改善。

我们看好客户结构优质、有持续拓展客户和扩张产能能力的制造商，重点推荐耐克、阿迪、优衣库核心供应商**申洲国际**；耐克、Deckers、昂跑核心供应商，且新切入阿迪达斯供应链、阿迪订单有望从明年起量开始快速增长的**华利集团**；耐克、阿迪核心零售商**滔搏**。

表：重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
2313	申洲国际	优于大市	54.2	807	3.93	4.57	13.8	11.9
300979	华利集团	优于大市	72.7	856	3.35	3.79	21.7	19.2
6110	滔搏	优于大市	2.2	134	0.36	0.23	6.1	9.5

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

- [01] 总结：品牌收入增速分化基本延续去年趋势，大中华区普遍降速
- [02] 分品牌：耐克/阿迪达斯/Deckers/迅销集团/彪马/VF集团/安德玛/露露乐檬
- [03] 投资建议
- [04] 风险提示

总结：品牌收入增速分化基本延续去年趋势，大中华区普遍降速



国信证券
GUOSEN SECURITIES

◆ 总结：今年以来国际品牌增速相对较好，各品牌整体收入分化情况基本延续去年趋势

各国际运动休闲品牌最新一季业绩公告，大约对应自然年第三季度，由于各公司财报季有所不用，分别截至8/9/10月。

今年以来国际品牌增速相对较好，各品牌整体收入分化情况来看，基本延续去年趋势，两大龙头表现较去年有差异，阿迪达斯趋势转好，耐克转差。

• 若仅看今年前三季度及第三季度业绩表现以及管理层最新给出的全财年业绩指引：

- 1) 表现较好，前三季度收入增速在中高单以上增长，全财年收入指引在高单到双位数增长的品牌包括：Adidas、Deckers、迅销、Lululemon，各季度收入均增速较快，全财年指引积极；
- 2) 表现中等，前三季度收入下降中低单位数的品牌包括：PUMA、Nike，其中PUMA主要受不利汇率影响，不变汇率收入近两季度已达到中单增长；Nike今年收入跌幅加深，但下半财年预期好于上半财年。
- 3) 表现较差，前三季度收入下降高单位数以上的品牌包括：VF、UA，其中VF今年收入降幅逐季收窄，UA收入端虽然没有明显改善，盈利在三季度大幅改善。

• 拉长时间维度，从两年收入复合增速来看：

- 1) 表现较好，前三季度收入两年复合增长在中双位数以上的品牌包括：Deckers、迅销、Lululemon；其中Deckers今年三个季度增长加速至20%以上，迅销基本保持快速双位数增长；Lululemon今年降速至高单位数。
- 2) 表现中等，前三季度收入两年复合增长在低单位数的品牌包括：PUMA、Nike、Adidas；其中Adidas今年增长明显提速，Nike今年增长承压，除宏观因素外公司有主动控制经典货品供应。
- 3) 表现较差，前三季度收入两年复合增速下降单位数的品牌包括：VF、UA，今年三季度盈利显著改善。

图：各国际品牌2023年以来各季度收入增速

YOY	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	前三季度YOY	前三季度CAGR2
耐克	14.0%	4.8%	2.0%	0.5%	0.3%	-1.7%	-10.4%	-4.0%	1.2%
阿迪达斯	-0.5%	-4.5%	-6.4%	-7.6%	3.5%	9.0%	7.3%	6.6%	1.2%
迅销	26.8%	22.7%	16.2%	13.3%	4.7%	13.3%	18.4%	11.7%	16.8%
PUMA	14.4%	5.9%	-1.8%	-9.8%	-3.9%	-0.2%	-0.1%	-1.4%	2.0%
Deckers	7.6%	10.0%	24.7%	16.0%	21.2%	22.1%	20.1%	20.9%	17.9%
VF	-3.0%	-7.7%	-1.5%	-16.2%	-13.4%	-8.6%	-6.0%	-10.4%	-7.2%
UA	7.5%	-2.4%	-0.4%	-6.0%	-4.8%	-10.1%	-10.7%	-8.6%	-3.7%
LULU	24.0%	18.2%	18.7%	15.6%	10.4%	7.3%	8.7%	8.8%	14.3%

注：收入按自然年统一归位 资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

总结：品牌收入增速分化基本延续去年趋势，大中华区普遍降速



◆库存：历经一年左右去库，去年年底库存基本恢复健康，今年二季度以来北美库存问题缓解、部分品牌进入补库周期

• 2022三季度到2023四季度行业进入去库周期：

经历了约1年左右时间的去库，国际运动品牌2023年三季度~四季度库存均有显著的下降，同时大部分品牌四季度的库销比已经回落至接近2019年同期的健康水平；VF、UA去库进展相对落后，但到2023年年底也已有明显进展。

2022Q3 各品牌由于前期疫情和运输问题导致库存积压、库存达到高点；

2023Q2 去库进展较快的品牌已出现库存拐点，品牌存货增速低于收入增速，Deckers率先实现库存同比下降，Nike和PUMA管理层在交流会上表示库存已如期恢复正常；

2023Q3 大部分品牌在收入保持增长同时、存货增速出现明显下降，且大部分公司实现双位数下降，去库进展基本均超预期；仅VF、UA两家去库速度相对较慢，管理层也给出到年底实现库存水平健康或同比下降的指引；

2023Q4 VF、UA库存也显著下降，库存降幅也超出公司此前指引。

• 今年二季度以来北美库存问题缓解、部分品牌进入补库周期：

2024Q1 截至今年一季度末，各品牌库存金额进一步实现同环比下降，库销比同环比下降明显，其中耐克、Deckers库销比在3左右。

2024Q2-Q3 前期库存问题最大的北美地区库存问题开始缓解；前期去库进展快的品牌由于开始补货、库存金额已开始同环比上升，库销比也有所提升，但仍处于健康可控水平。由于上一轮库存积压主要由疫情等特殊因素扰动所致，且当前品牌更加重视渠道库存健康，我们预计短期行业很难再次出现这样大规模的去库。

图：各国际品牌季度收入、库存（财季按自然年统一归位）

收入Y0Y (耐克、阿迪、PUMA、Deckers、VF、UA为货币中性口径)		报表存货Y0Y		库销比 (存货/过去1年平均月成本)		报表存货金额									
	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024
耐克	-2.0%	58.0%	12.0%	0.0%	8.0%	3.0%	10.0%	27.0%	9.0%	8.0%	2.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	-9.0%
阿迪达斯	27.0%	55.0%	3.0%	-3.0%	-3.0%	4.0%	4.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	1.0%	-2.0%	8.0%	11.0%	10.0%
迅销	-0.3%	47.2%	-6.3%	1.2%	1.5%	10.3%	23.2%	14.2%	26.9%	23.8%	16.2%	13.2%	5.0%	13.5%	18.3%
PUMA	25.8%	96.0%	20.4%	14.0%	19.7%	18.4%	16.9%	21.1%	14.4%	11.1%	6.0%	-4.0%	0.5%	2.1%	5.0%
Deckers	49.7%	78.2%	15.8%	10.2%	31.2%	21.8%	21.3%	13.3%	7.6%	11.1%	24.2%	15.1%	21.1%	23.0%	20.4%
VF	22.8%	103.9%	22.6%	22.0%	9.4%	3.1%	-3.7%	-2.6%	-3.0%	-8%	-4.0%	-17.0%	-13.0%	-8.0%	-6.0%
UA	35.1%	91.0%	7.9%	8.9%	3.5%	-0.2%	1.8%	3.4%	7.5%	-1.0%	-1.1%	-7.0%	-5.0%	-10.0%	-10.0%
LULU	88.1%	60.7%	29.8%	23.1%	31.6%	28.8%	28.0%	30.2%	24.0%	18.2%	18.7%	15.6%	10.4%	7.3%	8.7%

	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024
耐克	15.3%	-7.0%	-0.1%	6.8%	15.0%	22.8%	44.2%	43.3%	15.6%	0.4%	-10.0%	-14.4%	-13.2%	-11.1%	-5.1%
阿迪达斯	-9.1%	-22.2%	-21.6%	-8.8%	15.3%	35.2%	72.4%	49.0%	24.9%	1.0%	-23.2%	-24.2%	-22.0%	-18.0%	-6.7%
迅销	0.2%	-9.5%	-5.4%	0.2%	-1.2%	2.1%	23.1%	40.8%	24.9%	10.1%	-7.5%	-14.8%	-5.3%	4.5%	5.6%
PUMA	8.3%	7.7%	11.6%	31.1%	32.2%	42.9%	72.3%	50.5%	32.7%	8.1%	-20.3%	-19.6%	-16.8%	-8.6%	-3.4%
Deckers	-10.7%	5.2%	31.4%	80.4%	82.1%	83.4%	45.4%	31.3%	5.1%	-11.8%	-21.5%	-25.5%	-11.0%	1.7%	7.1%
VF	-17.9%	-13.3%	2.1%	19.6%	33.6%	92.4%	87.7%	101.4%	61.6%	-19.0%	-9.8%	-17.1%	-23.0%	-24.3%	-16.0%
UA	-9.4%	-26.5%	-20.7%	-9.4%	-3.2%	8.3%	29.0%	50.1%	44.4%	38.4%	5.9%	-9.3%	-19.5%	-15.2%	-3.3%
LULU	17.1%	17.4%	22.4%	49.3%	74.0%	85.1%	84.5%	49.8%	23.9%	13.6%	-4.5%	-8.6%	-14.9%	-14.0%	8.3%

	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024
耐克	3.68	3.35	3.18	3.12	3.67	4.00	4.50	4.11	3.76	3.51	3.59	3.31	3.23	3.17	3.59
阿迪达斯	4.67	4.50	4.11	4.60	5.15	6.02	6.70	6.04	5.62	5.56	4.95	4.83	4.83	4.85	4.79
迅销	4.24	3.83	4.47	4.62	4.02	3.99	5.33	5.99	4.27	3.59	4.05	4.28	3.66	3.52	3.98
PUMA	5.08	5.11	4.78	5.05	5.16	5.96	6.64	5.91	5.46	5.34	4.69	4.69	4.71	5.23	4.85
Deckers	2.85	4.30	5.76	4.62	3.94	6.22	6.46	4.87	3.55	4.91	4.67	3.45	2.99	4.69	4.67
VF	2.92	3.03	3.50	2.93	3.16	5.13	6.01	5.66	4.99	6.13	5.47	4.98	4.22	5.12	5.22
UA	4.18	3.82	3.62	3.45	3.42	3.91	4.28	4.63	4.39	4.88	4.29	4.23	3.74	4.50	4.62
LULU	4.10	4.05	4.58	4.38	5.34	5.71	6.40	4.80	5.09	5.21	5.05	3.96	3.94	4.14	5.16

	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024
耐克	6693	6854	6699	6506	7700	8420	9662	9326	8905	8454	8698	7979	7726	7519	8253
阿迪达斯	3938	4054	3664	4009	4542	5483	6315	5973	5675	5540	4849	4525	4427	4544	4524
迅销	354641	344651	394867	405103	350348	351718	485928	570314	437671	387386	449250	485724	414430	404800	474460
PUMA	1224	1389	1364	1492	1618	1984	2350	2245	2147	2146	1874	1804	1786	1961	1811
Deckers	278	458	636	551	507	840	925	723	533	741	726	539	474	753	778
VF	1062	1217	1465	1287	1419	2341	2750	2592	2293	2787	2481	2148	1766	2111	2083
UA	852	881	838	811	824	954	1080	1218	1190	1320	1144	1104	959	1120	1106
LULU	733	790	944	966	1275	1462	1742	1447	1580	1661	1664	1324	1345	1429	1801

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

总结：品牌收入增速分化基本延续去年趋势，大中华区普遍降速



◆ 总结：分市场看，大中华区今年增速环比向下、北美地区增速环比向上，EMEA/欧洲区域持续承压

- 大中华区：**2023年各品牌大中华区引领增长，基本是增速最为领先的区域。2024年国内宏观消费需求承压，品牌表现有所分化，整体增速环比2023年下降，且压力逐季加大，与国内品牌趋势一致。其中增速最快的是Lululemon，虽然增速环比下降但仍保持30%左右增长；阿迪达斯、优衣库、VF表现也相对较好，今年各季度汇率不变收入保持中高单位数增长；耐克前两季度有6-7%增长，第三季度出现下滑；PUMA亚太地区各季为低单位数增长，表现也相对稳定；VF、UA亚太地区今年以来收入出现下滑。
- 北美地区：**北美地区2023年渠道库存压力大，故北美批发渠道下滑幅度大，拖累北美地区去年收入表现。2024年二季度以来北美库存问题陆续缓解，北美地区收入表现也开始改善，降幅收窄或开始出现增长，其中优衣库北美地区、Deckers北美地区、PUMA美洲地区增速领先。
- EMEA/欧洲：**EMEA地区过去渠道库存问题也相对较大，同时需求端较疲软，今年各品牌增速基本依然承压，表现较好的是阿迪达斯和优衣库，今年以来各季度收入均有中双位数以上增速。

图：各国际品牌分区域收入增速

	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024
大中华区							
YOY							
耐克	-7.7%	16.0%	4.8%	4.2%	4.5%	2.9%	-4.0%
阿迪达斯	-12.0%	6.5%	-7.2%	28.8%	1.5%	7.3%	8.7%
优衣库	12.3%	49.0%	12.6%	22.9%	3.4%	4.6%	7.4%
PUMA(亚太)	22.9%	16.4%	-3.3%	-0.7%	-4.1%	-0.3%	-1.3%
VF(亚太)	2.9%	12.9%	2.5%	1.8%	-2.8%	-2.7%	-2.8%
UA(亚太)	23.6%	14.5%	2.8%	7.1%	0.8%	-10.1%	-10.5%
LULU	79.1%	61.3%	53.3%	73.5%	38.6%	28.4%	34.7%
货币中性							
耐克	1.0%	25.0%	12.0%	8.0%	6.0%	7.0%	-3.0%
阿迪达斯	-9.0%	16.4%	5.7%	36.8%	7.8%	9.3%	9.0%
PUMA(亚太)	27.4%	24.4%	4.6%	2.8%	0.6%	1.9%	3.0%
VF(大中华区)	10.0%	31.0%	14.0%	7.0%	10.0%	4.0%	9.0%
UA(亚太)	31.0%	20.9%	6.6%	7.5%	4.5%	-7.3%	-10.3%
北美							
YOY							
耐克	26.6%	4.7%	-1.6%	-3.5%	3.2%	-1.4%	-11.0%
阿迪达斯	-16.0%	-18.1%	-15.2%	-24.8%	-4.7%	-6.9%	-8.2%
优衣库					29.3%	41.1%	40.8%
PUMA(美洲, 包含拉美)	1.5%	-8.4%	-8.3%	-15.2%	-4.6%	3.0%	2.1%
Deckers	4.1%	9.1%	21.1%	15.6%	19.4%	23.0%	14.2%
VF	2.2%	-14.5%	-10.6%	-24.2%	-22.3%	-11.7%	-13.6%
UA	2.4%	-9.1%	-2.0%	-11.8%	-10.4%	-14.2%	-12.9%
LULU	16.7%	11.2%	12.5%	9.4%	3.5%	1.3%	2.2%
货币中性							
耐克	27.0%	5.0%	-1.0%	-3.0%	3.0%	-1.0%	-11.0%
阿迪达斯	-20.0%	-16.4%	-8.8%	-20.6%	-3.6%	-7.7%	-7.0%
PUMA(美洲, 包含拉美)	-0.8%	-4.4%	2.5%	-6.4%	1.0%	9.0%	11.4%
VF	-7.0%	-15.0%	-11.0%	-25.0%	-23.0%	-12.0%	-9.0%
UA	3.1%	-8.4%	-1.8%	-11.8%	-10.5%	-14.2%	-12.6%
EMEA							
YOY							
耐克	16.8%	3.0%	8.3%	2.2%	-3.3%	-1.7%	-12.9%
阿迪达斯	3.2%	-4.8%	-2.7%	-10.1%	14.8%	20.1%	18.8%
优衣库(欧洲)					16.0%	54.8%	48.1%
PUMA	24.7%	19.8%	5.0%	-8.1%	-3.2%	-3.3%	-1.5%
VF	2.0%	-1.7%	13.9%	-7.2%	-3.5%	-5.4%	-4.9%
UA	13.8%	10.5%	9.3%	7.1%	9.5%	0.1%	-1.4%
货币中性							
耐克	26.0%	7.0%	6.0%	-3.0%	-4.0%	1.0%	-12.0%
阿迪达斯	4.0%	-0.8%	1.9%	-7.0%	13.8%	19.4%	18.0%
PUMA	25.4%	25.0%	9.9%	-5.2%	0.0%	-4.3%	0.8%
VF	8.0%	-3.0%	6.0%	-12.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
UA	19.9%	11.1%	4.0%	2.0%	7.1%	-0.3%	-1.4%

注：Adidas此前口径为EMEA，24年以来变为欧洲 资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

总结：品牌收入增速分化基本延续去年趋势，大中华区普遍降速



国信证券
GUOSEN SECURITIES

◆ 总结：分渠道看，去库进展快的公司批发渠道收入恢复快，

Adidas/Deckers/PUMA直营增速领先

- 批发：**纵向看，由于2023年渠道存在库存压力，各公司报表端批发渠道收入增长承压、普遍呈现下滑趋势；2024年库存压力基本缓解，批发渠道收入普遍环比改善。横向对比看，去库进展较快的公司批发渠道收入恢复时间较早：1) Deckers在2023Q2库存问题基本解决，批发渠道在2023Q3回复征信增长；2) Nike批发收入增速一直相对平稳，2023年增速弱于直营，2024年增速好于直营；3) Adidas 2024Q1批发转正，Q2以来好于直营；4) VF 2024Q2以来批发降幅收窄且好于直营；5) PUMA 2024Q3批发转正，今年以来还是直营好于批发；6) UA批发收入仍没有改善迹象。
- 直营：**今年以来Adidas/Deckers/PUMA直营收入增速领先，若剔除特殊扰动因素，三品牌今年各季度直营收入增速均在双位数以上。其中Adidas电商渠道主要受到Yeezy基数影响，若剔除Yeezy，二三季度电商增速在25%以上。Nike今年电商渠道相对承压，主要因线上价格竞争激烈，Nike严控价格和折扣，在电商渠道价格竞争力相对较弱，线下门店表现好于电商，但较去年也有降速。

图：各国际品牌分渠道收入增速

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
批发							
Nike	18.0%	2.0%	1.0%	-3.0%	3.0%	8.0%	-7.0%
Adidas	3.0%	10.0%	-2.0%	-8.0%	2.0%	17.0%	13.0%
Deckers	-0.1%	-0.9%	19.4%	8.6%	21.5%	21.0%	20.2%
PUMA	12.4%	6.9%	3.1%	-8.7%	-2.9%	-3.3%	1.5%
VF	-2.0%	-12.0%	-3.0%	-28.0%	-20.0%	-7.0%	-5.0%
UA	9.6%	-6.3%	-0.9%	-13.2%	-6.5%	-8.3%	-12.1%
直营							
Nike	22.0%	18.0%	6.0%	4.0%	0.0%	-7.0%	-12.0%
Adidas	-7.0%	16.0%	5.0%	-2.0%	20.0%	4.0%	7.0%
Deckers	19.5%	35.3%	38.8%	22.7%	21.0%	24.1%	19.9%
PUMA	22.5%	26.5%	17.4%	8.0%	13.5%	19.5%	16.8%
VF	3.0%	-2.0%	-5.0%	-9.0%	-4.0%	-9.0%	-8.0%
UA	3.0%	4.5%	3.3%	3.5%	0.1%	-11.8%	-7.6%
电商							
Nike	24.0%	14.0%	2.0%	1.0%	-4.0%	10.0%	-20.0%
Adidas	-23.0%	14.0%	1.0%	-12.0%	34.0%	-6.0%	-3.0%
Adidas (剔除yeezy)				10.0%	10~20%	30.0%	25.0%
PUMA	32.7%	19.1%	8.3%			25.6%	26.4%
VF	-4.0%	-3.0%	-5.0%	-14.0%	-4.0%	-4.0%	-5.0%
线下门店							
Nike	19.0%	24.0%	10.0%	19.0%	6.0%	-2.0%	1.0%
Adidas	11.0%	19.0%	10.0%	9.0%	11.0%	15.0%	15.0%
PUMA	17.3%	30.4%	21.8%			16.5%	12.8%

注：Nike/Adidas/Puma/VF为货币中性增速 资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

总结：品牌收入增速分化基本延续去年趋势，大中华区普遍降速



国信证券
GUOSEN SECURITIES

◆ 总结：今年以来国际品牌增速相对较好，各品牌整体收入分化情况基本延续去年趋势

具体来看：

1、Nike FY25Q1（6-8月）：收入-9%，主要受线下客流下滑及主动减少经典鞋款影响。分渠道：电商-20%，线下门店+1%，批发-7%。分地区：大中华区、亚太拉美地区下滑幅度较小、好于彭博一致预期，但大中华区主要靠批发渠道拉动，连续四个季度批发双位数增长、直营下滑，三季度大中华区直营-16%。

收入符合预期，盈利好于预期，撤回全年指引（此前为下降中个位数），25财年下半年预计好于上半年。

2、Adidas FY24Q3（7-9月）：收入+10%，剔除yeezy后阿迪主品牌+14%，各渠道均实现双位数增长（剔除yeezy，批发+13%，线下门店+15%，电商+25%）；所有市场均实现正向增长，新兴市场、欧洲、拉美地区收入实现双位数增长，大中华区不变汇率收入增长9%（剔除yeezy为8%）。

盈利好于预期，连续三次上调全年指引，24财年预计收入+10%。

3、Deckers FY25Q2（7-9月）：收入+20%。批发直营均增长20%；美国及美国以外地区分别增长14%和33%。其中HOKA、UGG分别增长35%/13%。

盈利好于预期，上调25财年收入指引至增长12%。

4、迅销 FY24Q4（6-8月）：收入+18%。优衣库日本和国际分别+16%/23%。优衣库国际分地区，增速从高到低分别是欧洲/北美/其他亚太区/大中华区，分别+48%/41%/27%/7%。

盈利好于预期，首次给出25财年指引好于预期，预计收入+9.5%。

5、PUMA FY24Q3（7-9月）：收入+5%，相较一二季度增长提速，但低于彭博一致预期的5.8%。不变汇率口径，美洲/亚太/EMEA地区分别增长11.4%/3.0%/0.8%，二季度以来美洲地区增长领先。分渠道，DTC/批发渠道分别+16.8%/1.5%，零售保持今年以来双位数的快速增长，批发恢复正向增长，今年二季度除EMEA地区外所有地区批发业务就均有所改善。

经营利润好于预期，净利润差于预期。维持此前业绩指引，24财年不变汇率收入中个位数增长。

6、VF FY25Q2（7-9月）：收入-6%，降幅环比收窄、好于一致预期。大中华区带动下亚太地区表现最好，分别+9%/5%；北美/EMEA地区分别-9%/-5%。批发和DTC渠道分别下滑5%/8%，批发渠道下滑幅度收窄。

经营利润好于预期，净利润差于预期。仍无全年指引，三季度预计收入-1%~-3%。

总结：品牌收入增速分化基本延续去年趋势，大中华区普遍降速



国信证券
GUOSEN SECURITIES

◆ 总结：今年以来国际品牌增速相对较好，各品牌整体收入分化情况基本延续去年趋势

7、UA FY25Q2（7-9月）：收入-10%。北美-13%仍是下滑幅度最大区域，亚太地区-10.3%，下滑幅度加大；EMEA、拉美地区表现相对较好，分别-1.4%/-3.8%。批发和DTC渠道分别下滑12%/8%。

盈利好于预期，维持25财年全年收入下滑低双位数指引，上调利润指引。

8、LULU（8-10月）：收入+8%，好于公司指引和彭博一致预期。北美/中国分别+2%/35%，好于市场一致预期且较二季度提速。分渠道看，线下自营/电商分别+13%/4%，均较二季度提速。

盈利好于公司指引和彭博一致预期。上调收入指引至+9%。

表：各国际品牌最新财报季收入及库存情况

品牌	Nike	Adidas	Deckers	迅销	PUMA	VF	UA	Lululemon
最新一季财报	FY25Q1	FY24Q3	FY25Q2	FY24Q4	FY2024Q3	FY25Q2	FY25Q2	FY24Q3
截止日期	(2024/8/31)	(2024/9/30)	(2024/9/30)	(2024/8/31)	(2024/9/30)	(2024/9/30)	(2024/9/30)	(2024/10/27)
单位	百万美元	百万欧元	百万美元	亿日元	百万欧元	百万美元	百万美元	百万美元
收入	11,589	6,438	1,311	7,373	2,308	2,758	1,399	2,397
YOY	-10.4%	7.3%	20.1%	18.3%	-0.1%	-6.0%	-10.7%	8.7%
货币中性YOY	-9.0%	10.0%	20.4%		5.0%	-6.0%	-10.0%	8.0%
大中华区收入*	1,666	946	457	1,546	430	393	208	359
YOY	-4.0%	8.7%	33.0%	7.4%	-1.3%	6.0%	-10.5%	34.7%
货币中性YOY	-3.0%	9.0%			3.0%	5% (其中大中华区9%)	-10.3%	
分渠道								
DTC	-12.0%	7.0%	19.9%		10.5%	-8.0%	-7.6%	8.7%
-电商	-20.0%	-3.0%				-5.0%		4.0%
批发	-7.0%	13.0%	20.2%		-3.3%	-5.0%	-12.1%	
库存	8,253	4,524	778	4,745	1,811	2,083	1,106	1,801
YOY	-5.1%	-6.7%	7.1%	5.6%	-3.4%	-16.0%	-3.3%	8.3%
QOQ	9.8%	-0.4%	3.3%	17.2%	-7.6%	-1.3%	-1.2%	26.0%

注：*PUMA/VF/UA此处为亚太地区；Deckers此处为美国以外地区 资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

总结：品牌收入增速分化基本延续去年趋势，大中华区普遍降速



国信证券
GUOSEN SECURITIES

◆ 指引：全财年收入增速指引有差异，盈利水平预期同比波动较小

• 从管理层最新给出的全财年业绩指引来看：

1) Deckers/Adidas/迅销/Lululemon收入预期积极，分别预计全财年收入增长12.0%/10.0%/9.5%/9.0%，且除迅销为首次给出财年指引外，其他三家均上调了指引；盈利方面，Adidas预期经营利润率改善3.8个百分点，迅销、Lululemon预期小幅波动，Deckers预计下滑1.1-1.6个百分点，主要与去年基数较高，以及管理层对25财年运费和促销环境的判断下毛利率预期同比下降有关。PUMA预期收入中个位数增长，也相对不错，经营利润率预期小幅波动。

2) Nike因CEO交接撤回全年指引，Q2收入预计下降约8%~10%，并预计下半财年相较上半财年改善，故下半财年及全财年收入跌幅预计低于9%。

3) UA维持全财年下滑低双的收入指引；经营利润率预计下滑7.6-8.0个百分点，主要受重组费用和诉讼费用影响，经调经营利润率与上一财年波动不大。

表：各国际品牌最新财报季指引情况

品牌	Nike	Adidas	Deckers	迅销	PUMA	VF	UA	Lululemon	
最新一季财报	FY25Q1	FY24Q3	FY25Q2	FY24Q4	FY24Q3	FY25Q2	FY25Q2	FY24Q3	
截止日期	(2024/8/31)	(2024/9/30)	(2024/9/30)	(2024/8/31)	(2024/9/30)	(2024/9/30)	(2024/9/30)	(2024/10/27)	
单位	亿美元	亿欧元	亿美元	百亿日元	亿欧元	亿美元	亿美元	亿美元	
指引财年时间	25财年 (24.6-25.5)	24财年 (24.1-24.12)	25财年 (24.4-25.3)	25财年 (24.9-25.8)	24财年 (24.1-24.12)	25财年 (24.4-25.3)	25财年 (24.4-25.3)	24财年 (24.2-25.1)	
变动方向	取消	上调	上调	首次	维持	取消	维持收入，上调盈利	上调	
收入		236	48	340	90		49	104.5-104.9	
YOY		10%	12%	9.5%	中个位数		下滑低双	9.0%	
营业利润		12	9.6-9.8	53	6.2~6.7		亏损1.76~1.96； 经调：盈利1.65~1.85	24	
YOY		348%	11%~14%	5.8%	-0.3%~+7.8%		转亏	12.5%	
利润率		5.1%	20%~20.5%	15.6%	6.9%~7.4%		-3.6%~-4.0%	23.0%~23.1%	
同比		3.8%	-1.1%~-1.6%	-0.3%	-0.3%~+0.2%		-7.6%~-8.0%	-0.1%~-0.2%	
备注	因CEO交接撤回全年指引，Q2收入预计下降约8%~10%，并预计下半财年相较上半财年改善。						有望在2025财年结束前实现之前宣布的3亿美元的节约目标。	2024年5月，安德玛宣布重组计划，在接下来的18个月内，计划耗资7000~9000万美元用于重组，FY25Q2将其重组计划范围扩大到1.4~1.6亿美元	

注：*PUMA/VF/UA此处为亚太地区；Deckers此处为美国以外地区 资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

总结：品牌收入增速分化基本延续去年趋势，大中华区普遍降速



国信证券
GUOSEN SECURITIES

◆ 估值：各公司估值变化趋势与业绩变化趋势一致，估值分化基本符合业绩表现分化

1、Deckers近年来估值持续上涨，当前股价对应未来一年预测eps的PE估值为31.7x，基本处于近三年来的最高水平；

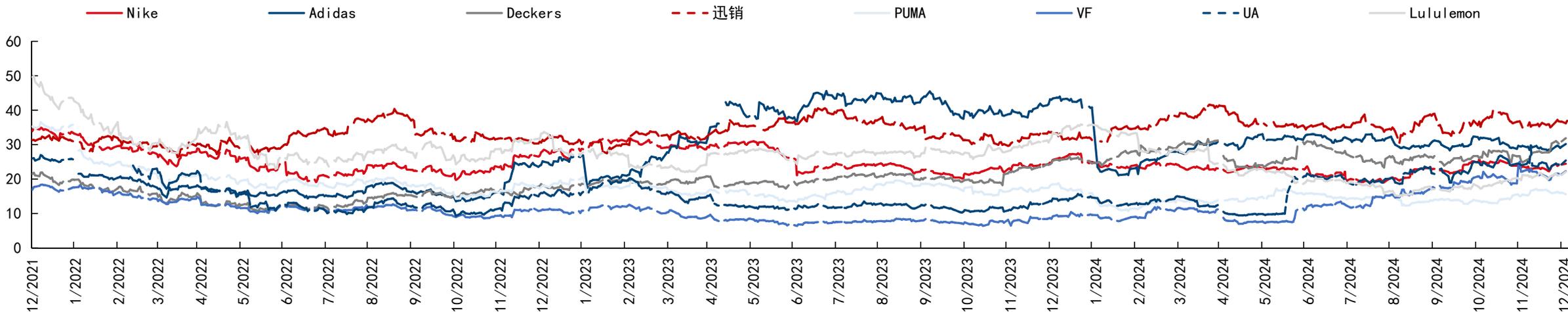
2、Nike、Adidas、迅销、PUMA今年估值基本横盘，业绩表现较好的Adidas和迅销，当前PE估值分别在31.4/38.1x，处于近三年估值分位数的56%和77%；

今年表现相对一般的Nike、PUMA，当前PE估值分别在24.3/16.5x，处于近三年估值分位数的56%/22%；

3、VF、UA业绩边际改善，盈利好于预期，今年估值上修，当前PE估值分别在21.8/25.1x，处于近三年估值分位数的83%/80%；

4、Lululemon今年以来增速环比下降，今年估值下调，当前PE估值为22.9x，处于近三年估值分位数的22%；

图：近3年国际运动休闲品牌未来一年预测PE表现



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

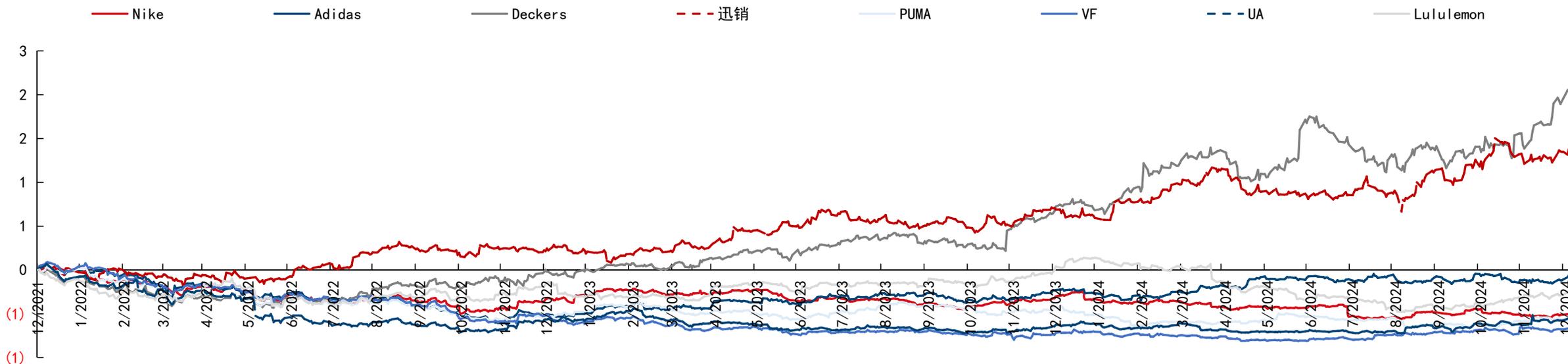
总结：品牌收入增速分化基本延续去年趋势，大中华区普遍降速



◆ 股价：Deckers、迅销股价表现优异

- 1、Deckers、迅销基于近年来持续领先的业绩增速，股价持续上涨，今年以来股价表现和其他品牌差距加大，当前股价基本处于三年以来最高水平；
- 2、Nike、Adidas 2022-2023年股价走势比较一致，今年有所分化。2022年收入增速放缓、盈利下滑，股价下跌；2023年Nike业绩和预期好转，Adidas虽然整体业绩趋势没有好转，但一部分是受到Yeezy停售影响，主品牌表现相对积极，2023年两公司股价有所回升；2024年Nike业绩表现和预期转差，股价下跌，当前股价处于近三年9%分位数；Adidas持续向好，股价大幅回升，当前股价处于近三年88%分位数。
- 3、Lululemon前两年增速较好股价上升，今年以来增速边际放缓，基于对未来增速放缓的担忧股价下跌，但8月之后又有小幅反弹，当前股价处于近三年40%分位数。
- 4、PUMA、VF、UA近年来业绩表现相对较弱，股价持续下探，今年三季度以来基本面环比改善、股价反弹，当前股价分别处于近三年15%/15%/20%分位数

图：近3年国际运动休闲品牌股价表现（以2021/12/1为基期）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

耐克FY2025一季度



◆耐克FY2025一季度：收入同比-10%基本符合管理层和市场预期，盈利好于市场预期，本次因新旧CEO交接撤回全年指引、给出二季度指引

FY2025Q1业绩（24.6-24.8）：一季度收入基本符合彭博一致预期与管理层指引，线下客流下滑及主动减少经典鞋款影响收入，电商渠道收入下滑明显，盈利情况好于预期

1) 收入拆分：FY2025Q1收入115.9亿美元，同比-10.4%，基本符合彭博一致预期与管理层此前指引，但销量低于管理层预期，部分被更高的平均销售价格所抵消；不变汇率收入-9.0%，略低于彭博一致预期（-8.5%）。销售额下降主要由于直营客流下降幅度超出预期，返校季的业绩低于市场表现、以及三款经典鞋类IP与去年同期相比下降。

分渠道看：电商渠道下滑拖累DTC表现，自有门店收入有所增长。不变汇率口径，DTC渠道收入下滑12%，主要受电商渠道收入下滑20%拖累，自有门店收入增长1%。批发渠道本季度收入下滑7%。

分区域看：各地区收入均有下滑，大中华区、亚太拉美地区下滑幅度较小、好于彭博一致预期。不变汇率口径，大中华区、亚太拉美地区收入分别-3%/-2%，好于彭博一致预期；北美地区/EMEA地区收入分别-11%/-12%，均低于彭博一致预期。

分品牌看：Nike品牌收入降幅好于彭博一致预期，Converse下滑幅度大。不变汇率口径，NIKE品牌收入下滑9%；Converse品牌收入下滑14%；乔丹品牌出现双位数的下滑

分产品看：鞋类加强产品生命周期管理和新品推进，主动减少经典鞋款影响短期收入。不变汇率口径，服装收入下降9%，鞋类收入下降10%。从鞋类产品组合来看，为了保持较好的产品生命周期和推进新品，公司主动减少经典鞋款Air Force 1、Air Jordan 1和Dunk所占比例，第一季度来自这些经典鞋款IP的收入有所下降，降幅超过总业务的降幅，对第一季度收入造成了中个位数的不利影响，但利于长期品牌发展。此外，男装和女装生活方式业务在第一季度下降双位数。

图：耐克FY2025Q1（截至2024/8/31）业绩及指引（一）

耐克 FY2025Q1 业绩和指引速览									
单位：百万美元		2024Q4-实际	2025Q1-实际	彭博预期	Beat/Miss	2025Q2指引	2025Q2	2025财年指引	2025
类型	项目	2024/5/31	2024/8/31			2024/11/30	彭博预期	2025/5/31	彭博预期
总收入	金额	12,606	11,589	11,653	-0.5%				
	YOY		-2%	-10.4%	-9.9%	收入将下降8%-10%	-7%	撤回全年指引 此前下调：25财年收入下降中位数，上半年下降高个位数，一季度下降10%	-5%
	货币中性YOY		0%	-9.0%	-8.5%		-6%		-4%
分品牌收入	NIKE	金额	12,149	11,111	10,672	4.1%			
	YOY		-1%	-10%	-14%				
	货币中性YOY		1%	-9%					
Converse	金额	480	501	524	-4.4%				
	YOY		-18%	-15%	-11%				
	货币中性YOY		-17%	-14%					
分地区收入	北美	金额	5,278	4,826	4,830	-0.1%			
	YOY		-1%	-11%	-11%				
	货币中性YOY		-1%	-11%					
EMEA	金额	3,292	3,143	3,268	-3.8%				
	YOY		-2%	-13%	-9%				
	货币中性YOY		1%	-12%	-8%				
大中华区	金额	1,863	1,666	1,619	2.9%				
	YOY		3%	-4%	-7%				
	货币中性YOY		7%	-3%	-6%				
亚太拉美	金额	1,705	1,462	1,448	0.9%				
	YOY		1%	-7%	-8%				
	货币中性YOY		4%	-2%	-2%				
分品类收入	鞋	金额	8,237	7,462	7,615	-2.0%			
	货币中性YOY		-2%	-10%					
	服装	金额	3,323	3,032	3,013	0.6%			
货币中性YOY		4%	-9%						
分渠道收入	NIKE Direct	货币中性YOY		-7%	-12%				
	-NIKE Digital	货币中性YOY		-10%	-20%				
	批发	货币中性YOY		8%	-7%				

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

耐克FY2025一季度

◆耐克FY2025一季度：收入同比-10%基本符合管理层和市场预期，盈利好于市场预期，本次因新旧CEO交接撤回全年指引、给出二季度指引

2) 利润情况：毛利率：毛利率同比增长120个基点至45.4%，好于彭博预期和此前管理层指引(+10-30bps)。主要得益于NIKE产品成本的降低、仓储和物流成本的降低，以及上一财年战略定价行动带来的收益。

净利润：净利润同比下降28%至10.5亿美元，好于彭博一致预期的7.9亿美元；稀释后每股收益为0.70美元，好于彭博一致预期的0.52美元。

3) 库存：库存金额同比下降、环比上升。截至8月末，库存金额同比下降5.1%至82.5亿美元，环比上季度末+9.8%。第一季度由于零售实际情况弱于预期，库存略有增加，公司将加大促销力度来处理库存。在大中华区考虑到客流量趋势和整个行业的普遍情况，公司在促销活动方面将更加积极。存货周转率同比改善，存货周转天数为112天，同比-3天。

4) 业绩指引：本次因新旧CEO交接撤回2025全财年指引，给出二季度指引|2025财年Q2指引：

Q2收入将下降约8%~10%；毛利率将下降约150个基点；SG&A与上年基本持平；其他收入和支出（包括净利息收入）将达到3000万至4000万美元，反映出较低的利率。

2025财年考虑到新旧CEO交接，以及本财年还剩三个季度，公司撤回了全年指引。预计未来经典鞋款IP业务收入下降将继续影响报告收入，影响规模与一季度类似，也考虑到NIKE Digital、整个市场的零售趋势以及春季订单，公司的收入预期自年初以来有所放缓；但由于公司计划在市场上推出和扩大新产品和创新产品，将看到下半财年的收入趋势相比上半年略有改善的迹象。预计毛利率与上年同期相比将有所下降，主要由于公司需要加大促销力度来处理较高库存等因素。

图：耐克FY2025Q1（截至2024/8/31）业绩及指引（二）

耐克 FY2025Q1 业绩和指引速览									
单位：百万美元		2024Q4-实际	2025Q1-实际	彭博预期	Beat/Miss	2025Q2指引	2025Q2	2025财年指引	2025
类型	项目	2024/5/31	2024/8/31			2024/11/30	彭博预期	2025/5/31	彭博预期
财务比率									
	毛利率	44.7%	45.4%	44.4%	1.0%	毛利率将下降约150个基点	44.7%	此前：增长10~30bps (一季度与全年预期一致)	44.8%
	同比	1.1%	1.2%	0.2%			0.1%		0.2%
	SG&A	32.4%	34.9%			SG&A与上年基本持平		此前：费用增长将略高于上年 (一季度费用增长中位数)	
营业利润	金额	1,591	1,209	888	36.1%				
	YOY	31%	-25%	-45%					
	营业利润率	12.6%	10.4%	7.6%					
	营业利润率同比	3.1%	-2.0%	-4.9%					
北美	金额	1,462	1,216	1,097	10.9%				
	YOY	5%	-15%	-24%					
	营业利润率	27.7%	25.2%	22.7%					
	营业利润率同比	1.7%	-1.2%	-3.7%					
EMEA	金额	797	792	771	2.7%				
	YOY	2%	-15%	-17%					
	营业利润率	24.2%	25.2%	23.6%					
	营业利润率同比	0.9%	-0.6%	-2.2%					
大中华区	金额	548	502	454	10.7%				
	YOY	4%	-4%	-14%					
	营业利润率	29.4%	30.1%	28.0%					
	营业利润率同比	0.2%	-0.1%	-2.2%					
亚太拉美	金额	479	402	367	9.5%				
	YOY	4%	-3%	-11%					
	营业利润率	28.1%	27.5%	25.4%					
	营业利润率同比	0.9%	1.2%	-1.0%					
净利润	金额	1,500	1,051	790	33.1%				
	YOY	45%	-28%	-46%					
经调整薄EPS	数值	1.01	0.70	0.52	34.6%				
	YOY	53%	-26%	-45%					
库存	金额	7,519	8,253	8,119	1.7%				
	YOY	-11%	-5.1%	-7%					

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

阿迪达斯FY2024三季度



◆阿迪达斯FY2024三季度：阿迪达斯品牌不变汇率收入+14%，在各渠道均实现双位数增长，所有市场均实现正向增长，大中华区不变汇率收入增长9%，库存保持健康水平；连续三次上调2024全财年收入和营业利润指引

2024财年三季度（24.7-24.9）：不变汇率收入+10%，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

1) 收入拆分：FY2024Q3公司实现收入64.4亿欧元，同比+7%，不变汇率收入+10%，收入增长略低于彭博一致预期。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3.5亿欧元，若剔除2年Yeezy销售额的影响，阿迪达斯基本业务表现优异，不变汇率收入增长14%。营业利润6.0欧元，同比+46%；净利润4.4亿欧元，同比+24%，盈利水平超出彭博一致预期。

分品类看：不变汇率角度：1) 鞋类：得益于Original双位数的强劲增长，以及Performance业务的拓展，第三季度鞋类收入同比+14%至37.7亿欧元。2) 服饰：第三季度收入增长5%至22.5亿欧元，主要由于足球品类的双位数增长。3) 配饰：第三季度收入同比增长10%至4.2亿欧元。

分渠道看：不变汇率角度，批发和DTC渠道收入分别同比增加13%和7%，零售渠道增速主要受Yeezy影响。1) 批发渠道：收入快速增长13%，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7%，剔除Yeezy影响收入增长17%；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3%，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25%，主要由于公司减少折扣活动，并改善自有在线平台的整体业务组合，全价销售额的增幅变大。

图：阿迪达斯FY2024Q3（截至2024/9/30）业绩及指引（一）

阿迪达斯FY2024 Q3业绩和指引速览						
单位：百万欧元		2024Q2-实际	2024Q3-实际	彭博预期	Beat/Miss	
类型	项目	2024/6/30	2024/9/30	2024/9/30		2024财年-指引
						2024/12/31
总收入	金额	5,822	6,438	6,448	-0.2%	23,570
	YOY	9.0%	7.3%	7.5%		23,089
	货币中性YOY	11.0%	10.0%	10.3%		
收入增长受Yeezy影响，本季度出售Yeezy的部分剩余库存带来了约2亿欧元的收入，大大低于去年同期的 Yeezy3.5亿欧元的销售额。剔除Yeezy阿迪主品牌收入增长14%，在所有市场、渠道和产品部门均实现增长；生活时尚和专业品类均实现双位数增长。						
分地区收入						
欧洲	金额	1,912	2,152	2,113	1.8%	
	YOY	20.1%	18.8%	16.6%		
	货币中性YOY	19.4%	18.0%	13.6%		
北美	金额	1,302	1,362	1,524	-10.6%	
	YOY	-6.9%	-8.2%	2.7%		
	货币中性YOY	-7.7%	-7.0%	2.5%		
大中华区	金额	822	946	969	-2.4%	
	YOY	7.3%	8.7%	11.4%		
	货币中性YOY	9.3%	9.0%	10.3%		
新兴市场	金额	749	910	931.13	-2.3%	
	YOY	24.8%	9.1%	11.6%		
	货币中性YOY	24.6%	16.0%	13.8%		
拉美	金额	673	677	648	4.5%	
	YOY	12.9%	9.0%	4.3%		
	货币中性YOY	32.6%	28.0%	19.0%		
日本/韩国	金额	321	361	334		
	YOY	-1.5%	13.5%	5.0%		
	货币中性YOY	5.8%	18.0%	9.6%		
分品类收入						
鞋	金额	3,573	3,773	3,751	0.6%	
	货币中性YOY	17.0%	14.0%	11.4%		
服	金额	1,892	2,245	2,246	-0.1%	
	货币中性YOY	6.0%	5.0%	8.4%		
配饰	金额	370	421	469	-10.3%	
	货币中性YOY	-8.0%	10.0%	6.4%		
分渠道收入						
DTC	货币中性YOY	4.0%	7.0%	9.0%		
电商	货币中性YOY	-6.0%	-3.0%	9.0%		
自有商店	货币中性YOY	15.0%	15.0%	15.0%		
批发	货币中性YOY	17.0%	13.0%	13.3%		

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

阿迪达斯FY2024三季度



◆阿迪达斯FY2024三季度：阿迪达斯品牌不变汇率收入+14%，在各渠道均实现双位数增长，所有市场均实现正向增长，大中华区不变汇率收入增长9%，库存保持健康水平；连续三次上调2024全财年收入和营业利润指引

分地区看：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，大中华区收入+8%，营业利润除北美外均超彭博一致预期

- **欧洲地区**：FY2024Q3收入同比+19%至21.5亿欧元，不变汇率收入+18%，剔除Yeezy影响不变汇率收入+21%；营业利润同比增长84.8%，营业利润率同比提升8.5个百分点至23.8%。
- **北美地区**：FY2024Q3收入同比-8%至13.6亿欧元，不变汇率收入-7%，剔除Yeezy影响不变汇率收入+1%，美国批发业务在四季度的订单达到了双位数的增长，根据第四季度和明年一季度的订单情况，公司对于北美市场的前景表示乐观。营业利润同比+8%，营业利润率同比+1.6个百分点至10.9%。
- **大中华区**：FY2024Q3收入同比+9%至9.5亿欧元，不变汇率收入增长9%，剔除Yeezy影响不变汇率收入+8%，虽不及彭博预期，但管理层表示正在抢占中国市场份额，对团队工作表示满意，对近期前景也态度乐观；营业利润同比增长23%，营业利润率同比提升3.3pp至27.0%。
- **新兴市场**：FY2024Q3收入同比+9%至9.1亿欧元，不变汇率收入+16%，剔除Yeezy影响不变汇率收入+17%；营业利润同比增长23%，营业利润率同比提升2.9个百分点至26.2%，利润表现超出彭博预期。
- **拉美地区**：FY2024Q3收入同比+9%至6.7亿欧元，不变汇率收入+28%，剔除Yeezy影响不变汇率收入+30%；营业利润同比+26%，营业利润率同比+3.2个百分点至23.8%。
- **日本/韩国**：FY2024Q3收入同比+14%至3.6亿欧元，不变汇率收入增长18%，剔除Yeezy影响不变汇率收入+17%；营业利润同比+16%，营业利润率同比提升0.5个百分点至22.2%。

图：阿迪达斯FY2024Q3（截至2024/9/30）业绩及指引（二）

阿迪达斯FY2024 Q3业绩和指引速览						
单位：百万欧元		2024Q2-实际	2024Q3-实际	彭博预期	Beat/Miss	
类型	项目	2024/6/30	2024/9/30	2024/9/30		2024财年-指引
						2024/12/31
总收入	金额	5,822	6,438	6,448	-0.2%	23,570
	YOY	9.0%	7.3%	7.5%		23,089
	货币中性YOY	11.0%	10.0%	10.3%		
收入增长受Yeezy影响，本季度出售Yeezy的部分剩余库存带来了约2亿欧元的收入，大大低于去年同期的Yeezy 3.5亿欧元的销售额。剔除Yeezy阿迪主品牌收入增长14%，在所有市场、渠道和产品部门均实现增长；生活时尚和专业品类均实现双位数增长。						
10.15业绩预告上调：货币中性收入增长10%（此前为高个位数增长），Yeezy今年剩余时间内实现约5000万欧元的销售额						
7.8%						
分地区收入						
欧洲	金额	1,912	2,152	2,113	1.8%	
	YOY	20.1%	18.8%	16.6%		
	货币中性YOY	19.4%	18.0%	13.6%		
北美	金额	1,302	1,362	1,524	-10.6%	
	YOY	-6.9%	-8.2%	2.7%		
	货币中性YOY	-7.7%	-7.0%	2.5%		
大中华区	金额	822	946	969	-2.4%	
	YOY	7.3%	8.7%	11.4%		
	货币中性YOY	9.3%	9.0%	10.3%		
新兴市场	金额	749	910	931.13	-2.3%	
	YOY	24.8%	9.1%	11.6%		
	货币中性YOY	24.6%	16.0%	13.8%		
拉美	金额	673	677	648	4.5%	
	YOY	12.9%	9.0%	4.3%		
	货币中性YOY	32.6%	28.0%	19.0%		
日本/韩国	金额	321	361	334		
	YOY	-1.5%	13.5%	5.0%		
	货币中性YOY	5.8%	18.0%	9.6%		
分品类收入						
鞋	金额	3,573	3,773	3,751	0.6%	
	货币中性YOY	17.0%	14.0%	11.4%		
服	金额	1,892	2,245	2,246	-0.1%	
	货币中性YOY	6.0%	5.0%	8.4%		
配饰	金额	370	421	469	-10.3%	
	货币中性YOY	-8.0%	10.0%	6.4%		
分渠道收入						
DTC	货币中性YOY	4.0%	7.0%	9.0%		
电商	货币中性YOY	-6.0%	-3.0%			
自有商店	货币中性YOY	15.0%	15.0%			
批发	货币中性YOY	17.0%	13.0%	13.3%		

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

阿迪达斯FY2024三季度



◆阿迪达斯FY2024三季度：阿迪达斯品牌不变汇率收入+14%，在各渠道均实现双位数增长，所有市场均实现正向增长，大中华区不变汇率收入增长9%，库存保持健康水平；连续三次上调2024全财年收入和营业利润指引

2) 利润情况：货运成本改善、健康的存货水平、折扣减少、产品结构改善致基本毛利率同比提升。FY2024Q3剔除Yeezy影响后的基本毛利率提升2.0个百分点至51.3%，毛利率提升主要得益于货运成本、更健康的库存水平、折扣的改善、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。

本季度基本业务盈利能力大幅改善。营业利润为5.98亿欧元，营业利润率为9.3%，同比提升2.5个百分点，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4.4亿欧元，同比+71%。

3) 库存：管理层表示库存保持在健康水平，库存金额同比下降7%，降幅好于彭博预期。

4) 业绩指引：10月15日发布业绩预告上调2024财年收入及营业利润指引。

- 收入：上调不变汇率收入增速至10%。2024财年不变汇率收入预期由高个位数增长上调至10%，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5000亿欧元的销售额，叠加前三季度销售额全财年合计为6亿欧元（此前预计全财年合计5亿欧元）。
- 营业利润：上调至12亿欧元。2024年的营业利润指引由此前的10亿欧元，上调至12亿欧元，预计Yeezy本年度剩余时间内不会有进一步的利润贡献。

图：阿迪达斯FY2024Q3（截至2024/9/30）业绩及指引（三）

阿迪达斯FY2024 Q3业绩和指引速览					
单位：百万欧元	项目	2024Q2-实际	2024Q3-实际	彭博预期	Beat/Miss
类型		2024/6/30	2024/9/30	2024/9/30	
财务比率					
	毛利率	50.8%	51.3%	50.5%	0.8%
	同比	-0.1%	2.0%	1.2%	
	SG&A/收入	45.3%	44.0%	41.9%	2.1%
营业利润	金额	346	598	562	6.5%
	YOY	96.6%	46.2%	37.3%	
	营业利润率	5.9%	9.3%	8.7%	
	营业利润率同比	2.6%	2.5%	1.9%	
欧洲	金额	354	512	355	44.2%
	YOY	32.1%	84.8%	28.2%	
	营业利润率	18.5%	23.8%	16.8%	
	营业利润率同比	1.7%	8.5%	1.5%	
北美	金额	156	148	199	-25.6%
	YOY	-18.8%	8.0%	45.3%	
	营业利润率	12.0%	10.9%	13.1%	
	营业利润率同比	-1.7%	1.6%	3.8%	
大中华区	金额	189	255	254	0.4%
	YOY	9.3%	23.2%	22.6%	
	营业利润率	23.0%	27.0%	26.2%	
	营业利润率同比	0.4%	3.3%	2.5%	
新兴市场	金额	159	238	118	102.4%
	YOY	33.6%	22.7%	-39.4%	
	营业利润率	21.2%	26.2%	12.6%	
	营业利润率同比	1.4%	2.9%	-10.6%	
拉美	金额	145	161	142	13.0%
	YOY	-5.2%	25.8%	11.3%	
	营业利润率	21.5%	23.8%	22.0%	
	营业利润率同比	-4.2%	3.2%	1.4%	
日本/韩国	金额	91	80	77	
	YOY	25%	15.9%	11.0%	
	营业利润率	28.3%	22.2%	22.9%	
	营业利润率同比	6.0%	0.5%	1.2%	
净利润	金额	190	443	356	24.4%
	YOY	126.2%	71.0%	37.5%	
经调整EPS	数值	1.09	2.44	2.00	22.0%
	YOY	131.9%	74.3%	42.9%	
库存	金额	4,544	4,524	4,649	-2.7%
	YOY	-18.0%	-6.7%	-4.1%	

10.15业绩预告上调：营业利润预计为12亿欧元（此前为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

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

Deckers FY2025二季度



图：Deckers FY2025Q2（截至2024/9/30）业绩及指引

◆Deckers FY2025Q2：收入与盈利均超预期，HOKA、UGG持续引领增长，库存水平健康，上调25财年收入指引至增长12%

FY2025Q2（截至24年9月）不变汇率收入增长20%，其中UGG、HOKA品牌强劲增长；上调2025财年业绩指引，全财年收入预计增长12%。

1) 收入拆分：FY2025Q2不变汇率收入增长20%；分渠道看，DTC与批发渠道收入均有20%增长；分品牌看，HOKA与UGG表现亮眼，分别同比+35%和13%；分区域看，美国及美国以外地区分别增长14%和33%。

和一致预期相比，FY2025Q2收入和盈利均超预期；其中HOKA、UGG、Teva品牌增速超预期；分地区和分渠道收入也均超出一致预期。

2) 利润情况：毛利率同比+2.5个百分点至55.9%，主要得益于品牌和产品的良好组合以及批发渠道清仓销售的减少，不过部分被较高的运费成本所抵消。经营利润、净利润、每股收益显著超出市场一致预期。

3) 库存：库存金额同比+7%至7.8亿美元，符合彭博一致预期；库销比为4.7个月，处于健康水平。

4) 业绩指引：上调FY2025业绩指引。

收入：预计增长12%（此前为10%），达到48亿美元；毛利率：55.0%~55.5%（此前为54.0%）；SG&A：35%（此前为34.0%~34.5%）；OPM：20%~20.5%（此前为19.5%~20.0%）；稀释后EPS：5.15-5.25（此前为4.96-5.11）

Deckers FY2025Q2业绩和指引速览						
单位：百万美元		2025Q1-实际	2025Q2-实际	2025Q2	Beat/Miss	2025财年-指引
类型	项目	2024/6/30	2024/9/30	-彭博预期		2025/3/31 -彭博预期
总收入	金额	825.4	1311.1	1203.5	8.9%	上调：48亿美元 (此前为47亿美元)
	YOY	22.1%	20.1%	10.2%		上调：12% (此前为10%)
	货币中性YOY	23.0%	20.4%			
分品牌收入	UGG	223.0	689.9	636.3	8.4%	2,376.9
	YOY	14.1%	13.0%	4.2%		6.2%
HOKA	金额	545.2	570.9	516.4	10.5%	2,208.4
	YOY	29.7%	34.7%	21.8%		22.2%
Teva	金额	46.3	22.0	21.1	4.4%	145.3
	YOY	-4.3%	2.3%	-2.0%		-2.1%
Sanuk	金额	6.9	2.8	3.4	-17.9%	10.5
	YOY	-28.0%	-47.6%	-36.7%		-58.9%
其他品牌	金额	4.0	25.8	31.5	-18.1%	72.2
	YOY	121.0%	-15.8%	3.1%		6.3%
分地区收入	美国	515.9	853.9	796.4	7.2%	3142.4
	YOY	23.0%	14.2%	6.5%		9.7%
美国以外	金额	309.5	457.4	403.8	13.3%	1666.3
	YOY	20.8%	33.0%	17.4%		17.0%
分渠道收入	批发	514.8	913.7	823.6	10.9%	2708.58
	YOY	21.0%	20.2%	8.4%		11%
DTC	金额	310.6	397.7	380.9	4.4%	2099.44
	YOY	24.1%	19.9%	14.8%		13%
财务比率	毛利率	56.9%	55.9%	52.1%	3.8%	上调：55.0%~55.5% (此前为54.0%)
	同比	5.6%	2.5%	-1.3%		-1.0%
SG&A	金额	40.9%	32.7%	33.2%	-0.6%	上调：35% (此前为34.0%~34.5%)
	同比	0.1%	-0.2%	0.4%		0.1%
OPM	金额	16.1%	23.3%	18.9%	4.4%	上调：20%~20.5% (此前为19.5%~20.0%)
	同比	5.6%	2.7%	-1.7%		-1.2%
经营利润	金额	132.81	305.1	231.3	31.9%	988.59
	YOY	87.8%	35.8%	3.0%		7%
净利润	金额	115.63	242.3	187.6	29.2%	811.15
	YOY	81.9%	35.7%	5.1%		7%
稀释后EPS	数值	4.52	1.59(期内公司进行了六合一的股票分割)	1.23	29.3%	上调：5.15-5.25 (此前为4.96-5.11)
	YOY	87.6%	39.5%	7.8%		9%
库存	金额	753.28	777.9	777.6	0.0%	548.45
	YOY	1.7%	7.1%	7.1%		16%

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

迅销集团FY2024四季度



图：迅销集团FY2024Q4（截至2024/8/31）业绩及指引

◆迅销集团FY2024四季度：收入与盈利好于预期，优衣库日本、优衣库国际收入均双位数以上增长，首次给出25财年指引好于预期，收入预计增长9.5%

四季度（截至24年8月）收入增长18%，优衣库日本、优衣库国际收入均有双位数以上增长，北美与欧洲保持高增速，大中华区收入增长7%好于预期，公司收入利润均超市场预期一致预期，首次给出FY2025指引好于预期

1) 收入拆分：FY2024四季度公司收入增长18%，分事业部看，优衣库日本和优衣库国际分别+16%/23%；优衣库国际分地区看，增速从高到低分别是欧洲/北美/其他亚太区/大中华区，分别+48%/41%/27%/7%，欧洲、北美地区今年以来收入快速增长；大中华区今年以来有所降速，但本季度环比前两季度提速，且好于彭博一致预期。

2) 利润情况：毛利率同比+0.4个百分点至53.5%；经营利润同比+96.2%至991亿日元，归母净利润同比+2.5%至592亿日元，均大幅超出彭博一致预期。

3) 库存：四季度末库存金额同比+5.6%，环比+17.2%。

4) 业绩指引：首次给出FY2025指引。

①收入：预计同比增长9.5%至34000亿日元，其中优衣库日本收入和利润将略有增长，优衣库国际收入和利润将大幅增长；GU和Global brands预计有所增长。

门店总数将达到3698家：其中优衣库日本797家门店（包括加盟店），优衣库国际1778家门店，GU分部489家门店，Global Brands分部634家门店。

②经营利润：预计同比+5.8%至5300亿日元。

③归母净利润：预计同比+3.5%至3850亿日元。

迅销FY2024业绩和指引速览						2025财年-指引	彭博预期
单位：亿日元	项目	2024Q3-实际	2024Q4-实际	2024Q4-彭博预期	Beat/Miss	2025/8/31	2025/8/31
总收入	金额	7675.0	7373.4	6934.2	6.3%	34000	33023.7
	YOY	13.5%	18.3%	11.3%		9.5%	6.4%
分品牌收入						门店总数将达到3698家：其中优衣库日本797家门店（包括加盟店），优衣库国际1778家门店，GU分部489家门店，Global Brands分部634家门店。	
优衣库日本	金额	2,369.5	2,101.7	2,013.8	4.4%	收入 and 利润将略有增长	9,503.6
	YOY	10.4%	16.3%	11.5%			2.0%
优衣库国际	金额	4,088.6	4,189.8	3,850.6	8.8%	收入 and 利润将大幅增长	18,320.3
	YOY	19.4%	23.4%	13.4%			7.0%
大中华区	YOY	4.3%	7.4%	2.4%	4.9%		1.9%
其他亚太区	YOY	20.4%	27.2%	16.6%	9.1%		8.0%
北美	YOY	41.1%	40.8%				24.9%
欧洲	YOY	54.8%	48.1%				
GU	金额	868.9	727.0	729.7	-0.4%	有所增长	3500.4
	YOY	5.4%	8.2%	8.6%			9.7%
Global brands	金额	343.7	350.5	348.8	0.5%	有所增长	1432.5
	YOY	-5.1%	-0.5%	-1.0%			3.2%
财务比率							
	毛利率	56.5%	53.5%	52.7%	0.7%		53.4%
	同比	3.9%	0.4%	-0.4%			-0.5%
	SG&A	38.0%	40.9%	41.9%	-0.9%		38.6%
	同比	0.9%	-3.1%	-2.1%			0.4%
经营利润	金额	1447.2	991.0	778.6	27.3%	5300	5150
	YOY	31.2%	96.2%	54.1%		5.8%	2.8%
	经营利润率	18.5%	13.4%	11.2%	2.2%	15.6%	15.8%
	同比	2.2%	5.2%	2.9%			-0.1%
优衣库日本	经营利润率	21.3%	13.3%	10.5%	2.8%		16.3%
	同比	6.3%	3.2%	0.4%			-0.4%
优衣库国际	经营利润率	17.4%	14.7%	13.3%	1.3%		16.5%
	同比	-0.6%	2.0%	0.7%			0.0%
GU	经营利润率	16.3%	5.8%	1.3%	4.5%		10.2%
	同比	0.8%	5.3%	0.8%			-0.4%
Global brands	经营利润率	4.1%	2.8%	0.2%	2.6%		0.2%
	同比	0.5%	15.6%	13.0%			-0.3%
归母净利润	金额	1169.3	591.6	400.0	47.9%	3850	3730
	YOY	37.4%	2.5%	-30.7%		3.5%	0.3%
EPS	数值	381.2	192.9	129.4	49.1%		1224.2
	YOY	37.3%	3.8%	-30.4%			0.9%
库存	金额	4048.0	4744.6				5622.7
	YOY	4.5%	5.6%				18.5%

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

彪马FY2024三季度



国信证券
GUOSEN SECURITIES

◆彪马FY2024Q3：不变汇率收入增长5%，低于市场预期但环比提速，美洲市场、

图：PUMA FY2024Q3（截至2024/9/30）业绩及指引

DTC渠道维持双位数的较快增速，批发渠道收入增速转正

三季度（截至24年9月）不变汇率收入增长5%，低于市场预期但环比提速，美洲市场、DTC渠道维持较快增速，批发渠道收入增速转正；经营利润符合管理层预期、好于市场一致预期，净利润低于市场预期；维持全财年业绩指引

1) 收入拆分：不变汇率收入增长5.0%至23.08 亿欧元，相较一、二季度增长提速，但低于彭博一致预期的5.8%。

分地区看，不变汇率口径，美洲/亚太/EMEA地区分别增长11.4%/3.0%/0.8%；二季度以来美洲地区增长领先，其中美国和拉美地区都对增长做出贡献，美国市场如期在第三季度恢复增长；亚太地区尽管大中华区的消费需求疲软，但销售额仍实现了连续增长。

分渠道看，不变汇率口径，零售渠道+16.8%，保持今年以来双位数的快速增长，其中线下门店增长12.8%，电商增长26.4%；批发渠道+1.5%，恢复正向增长。今年二季度除EMEA地区外所有地区批发业务均有所改善，管理层当时表示凭借下半年强劲的订单量，批发业务在未来几个季度将进一步改善。

分品类看，不变汇率口径，鞋子收入增长9.3%，服装收入下滑0.7%。

2) 利润情况：毛利率+0.8个百分点至47.9%，营业利润+0.3%至2.37亿欧元，经营利润符合管理层预期、好于市场一致预期；净利润-3%至1.28 亿欧元，低于市场预期。

3) 库存：三季度末库存金额同比下降3.4%，环比下降7.6%。

4) 业绩指引：维持此前业绩指引。不变汇率收入中位数增长；经营利润6.2~6.7亿欧元。

PUMA FY2024Q3业绩和指引速览							
单位：百万欧元	项目	2024Q2-实际 2024/6/30	2024Q3-实际 2024/9/30	2024Q3 彭博预期	Beat/Miss 备注	2024财年-指引 2024/12/31	2024财年 彭博预期
总收入	金额	2117.3	2308.0	2375.3	-2.8% 汇率仍是不利因素	9031.8	8830.9
	YOY	-0.2%	-0.1%	2.8%			2.7%
	货币中性YOY	2.1%	5.0%	5.8%		维持：货币中性收入中位数增长	4.4%
分地区收入	EMEA	817.9	1,005.5	1,053.6	-4.6%		
	YOY	-3.3%	-1.5%	3.2%			
	货币中性YOY	-4.3%	0.8%	2.9%			
美洲	金额	887.5	872.2	870.5	0.2% 美国和拉美地区都对增长做出了贡献；美国市场如期在第三季度恢复增长		
	YOY	3.0%	2.1%	1.9%			
	货币中性YOY	9.0%	11.4%	6.0%			
亚太	金额	411.9	430.4	457.7	-6.0% 尽管大中华区的消费需求疲软，但销售额仍实现了连续增长		
	YOY	-0.3%	-1.3%	5.0%			
	货币中性YOY	1.9%	3.0%	6.0%			
分品类收入	鞋	1,097.0	1,240.3	1,250.4	-0.8% 得益于足球鞋和跑步鞋等专业鞋类销售额增长，以及核心鞋和儿童鞋带动的运动生活系列销售额增长		
	货币中性YOY	0.0%	9.3%	4.7%			
	服装	705.6	763.6	841.1	-9.2%		
分渠道收入	零售	587.7	580.0	580.9	-0.1% 货币中性口径增长16.8%，线下门店增长12.8%，电商增长26.4%		
	YOY	14.0%	10.5%	10.7%			
	批发	1529.6	1728.2	1759.9	-1.8% 货币中性口径增长1.5%，批发渠道恢复正向增长		
财务比率	毛利率	46.8%	47.9%	47.7%	0.2% 得益于产品组合、运费和采购价格改善，但在拉美和EMEA地区的某些市场，持续的汇率不利因素和更多的促销活动部分抵消了这一改善		
	同比	2.0%	0.8%	0.6%			
	SG&A率	41.5%	37.8%	38.1%	-0.3%		
经营利润	金额	117.2	237.0	234.5	1.1% 管理层表示三季度经营利润达到预期，以及第四季度强劲的订单量，有望实现2024年全年的预期目标	维持：6.2~6.7亿欧元	640.7
	经营利润率	5.5%	10.3%	9.9%	0.4%		7.3%
	同比	0.1%	0.0%	-0.4%			3.1%
净利润	金额	41.9	127.8	133.0	-3.9%	变动与经营利润保持一致	315.8
	YOY	-23.8%	-3.0%	1.0%			3.6%
	调整稀释后EPS	0.28	0.85	0.88	-3.4%		
库存	金额	1961.1	1811.3	1871.1	-3.2%		
	YOY	-8.6%	-3.4%	-0.2%			

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

VF集团FY2025二季度



◆VF集团FY2025Q2：不变汇率收入下降6%，降幅环比收窄好于市场一致预期，盈利情况改善，2025财年结束前有望实现Reinvent计划的3亿美元的成本节约目标

图：VF集团FY2025Q2（截至2024/9/30）业绩及指引

VF FY2025Q2业绩和指引速览		2025Q1-实际	2025Q2-实际	2025Q2	Beat/Miss	2025Q3-指引	2025Q3	2025财年
单位：百万美元	项目	2024/6/30	2024/9/30	-彭博预期		2024/12/31	-彭博预期	-彭博预期
总收入	金额	1907.3	2757.9	2704.1	2.0%	2700~2750百万美元（以持续经营业务为基础）	2770.8	9542.0
	YOY		-9%	-6%	-11%	-1%~-3%，包括外汇变动带来的1%的不利影响	-6%	-9%
	货币中性YOY		-8%	-6%	-9%			-5%
分地区收入	金额	1,044.8	1,355.9	1,404.1	-3.4%			5,086.4
北美	YOY		-12%	-10%	-10%			-7%
	货币中性YOY		-12%	-9%				
EMEA	金额	552.9	1,009.6	951.0	6.2%			3,251.4
	YOY		-5%	-3%	-10%			-5%
	货币中性YOY		-5%	-5%				
APAC	金额	309.7	392.5	409.7	-4.2%			1,575.3
	YOY		-3%	6%	2%			1%
	货币中性YOY		2%	5%				
其中：大中华区	货币中性YOY		4%	9%				
分品牌收入	金额	581.8	667.4	628.7	6.1%			2454.5
Vans	货币中性YOY		-21%	-11%	-18%			-13%
The North Face	金额	524.2	1,091.4	1,071.2	1.9%			3662.4
	货币中性YOY		-2%	-4%	-5%			0%
Timberland	金额	229.4	475.3	452.2	5.1%			1498.5
	货币中性YOY		-9%	-3%	-8%			-4%
Dickies	金额	116.8	152.4	155.1	-1.7%			574.2
	货币中性YOY		-14%	-11%	-9%			-8%
分渠道收入	金额	1028.1	1843.0	1776.1	3.8%			5227.8
批发	货币中性YOY		-7%	-5%				
DTC	金额	879.2	914.9	967.3	-5.4%			4475.2
	货币中性YOY		-9%	-8%				
其中：线上	货币中性YOY		-4%	-5%				
财务比率	毛利率	52.0%	52.2%	51.5%	0.7%			52.4%
	同比		-0.8%	1.2%	0.2%			0.3%
	SG&A	57.0%	42.3%	43.3%	-1.0%			47.7%
	同比		3.8%	3.3%	4.0%			0.2%
经营利润	金额	-239.9	273.9	236.5	15.8%	经营后经营利润170~200百万美元（以持续经营业务为基础）	313.9	421.5
	经营利润率	-12.6%	9.9%	8.4%	1.5%	6.3%~7.3%	9.9%	4.3%
	同比		-12.2%	-2.1%	-3.6%	7.4%~8.4%	11.0%	-1.2%
净利润	金额	-258.9	52.2	149.8	-65.2%			110.5
	YOY		-351%	112%	133%			111%
调整稀释后EPS	数值	-0.3	0.6	0.4	57.9%			0.5
	YOY		-120%	-5%	-40%			-36%
库存	金额	2110.6	2082.9	1988.4	4.8%			1618.4
	YOY		-24%	-16%	-20%			-8%

FY24 Q2提出“Reinvent”（重塑）计划：目标预计将减少3亿美元的固定成本，预计在2024财年实现一部分，到2025财年初有一半可以实现，2025财年年中实现绝大部分。举措包括：改善北美市场业绩、Vans恢复增长扭亏为盈、优化成本结构以提高运营效率和盈利能力、减少债务和负债率。本次业绩发布CEO表示有望在25财年前实现之前宣布的3亿美元的成本节约目标。

2024年7月16日，VF公司与陆逊梯卡集团（EssilorLuxottica S.A.）签订了最终的股票和资产购买协议，出售品牌业务Supreme。2024年10月1日，VF完成了Supreme的出售。因此，公司已将相关资产和负债报告为非持续经营的资产和负债，并将所有报告期内业务的经营结果和现金流量纳入非持续经营部分。在2024年10月1日完成Supreme剥离后，兑现了偿还VF于2024年12月到期的10亿美元定期贷款的承诺。

2025财年（FY25）VF预计从持续运营中产生的自由现金流加上非核心实物资产销售所得约为4.25亿美元，核心基本面前与此前指引保持一致。与此前的全年指引的6亿美元相比，这一变化反映了Supreme品牌的出售以及2025财下半年的其他再投资计划（被非核心实物资产销售超出预期的收益所部分抵消）。

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

FY2025Q2（截至24年9月）业绩符合管理层预期，整体收入、Vans品牌收入、毛利率和经营利润率好于市场预期；三季度收入指引同比下滑幅度进一步收窄、好于市场预期

1) 收入拆分：不变汇率收入下降6%至27.6亿美元，降幅环比收窄，好于市场一致预期；

分地区看：不变汇率口径，亚太地区+5%，其中大中华区+9%引领增长；北美/EMEA地区分别-9%/-5%，其中北美地区降幅收窄，EMEA地区降幅好于预期。

分渠道看：不变汇率口径，批发和DTC渠道分别下滑5%/8%，批发渠道下滑幅度收窄，好于彭博预期；

分品牌看：Vans受渠道重置清理库存影响，下滑幅度较大，货币中性口径-11%，但降幅相较此前收窄；The North Face相对稳健，货币中性口径-4%；Timberland和Dickies分别-3%/-11%。

2) 利润情况：毛利率同比+1.2个百分点至52.2%，经营利润率同比-2.1个百分点至9.9%，毛利率和经营利润率好于市场预期；净利润扭亏为盈，录得5218万美元，而去年同期为亏损4.5亿美元。

3) 库存：季度末库存金额同比下降16.0%，环比下降1.3%。

4) 业绩指引：仍无全年指引，三季度预计收入-1%~-3%，包括外汇变动带来的1%的不利影响，同比下滑幅度进一步收窄、好于市场预期

5) Reinvent（重塑）计划：FY2024 Q2提出，目标预计将减少3亿美元的固定成本，预计在2024财年实现一部分，到2025财年初有一半可以实现，2025财年年中实现绝大部分。本次业绩发布CEO表示有望在2025财年结束前实现之前宣布的3亿美元的节约目标，Vans业绩也在不断改善。

安德玛FY2025二季度



◆安德玛FY2025Q2：不变汇率收入下降10%基本符合预期，盈利水平好于预期，北美仍是压力最大区域，亚太地区压力加大，维持全年收入指引上调利润指引

FY2025Q2（截至24年9月）收入下滑10%基本符合预期，盈利水平好于预期；本次维持全年收入下滑低双位数指引，其中北美以外地区整体下滑低个位数，上调全年利润指引

1) 收入拆分：FY2025Q2不变汇率收入-10%至14.0亿美元；分区域看，不变汇率口径，北美市场-12.6%，仍是下滑幅度最大区域，但好于彭博一致预期；亚太地区-10.3%，下滑幅度加大；EMEA、拉美地区表现相对较好，分别-1.4%/-3.8%。分渠道看，DTC业务下滑7.6%，其中电商渠道下滑21.0%；批发业务下滑12.1%。

2) 利润情况：毛利率增长1.8个百分点至49.8%，SG&A费用率下降4.4个百分点，经营利润率增长3.1个百分点至12.4%，净利润同比+55%至1.7亿美元，盈利水平好于预期。

3) 库存：库存金额同比下降3.3%，环比下降1.2%。

4) 业绩指引：全财年维持收入指引，上调盈利指引。

①收入：维持收入下滑低双位数的指引，各地区收入也均维持此前指引，北美地区预计下降14%~16%；北美以外地区下滑低个位数，EMEA地区预计持平，亚太地区受宏观经济压力影响预计下滑高个位数。

②毛利率：上调至增长125~150 bps(此前为增长75~100 bps)，主要由于DTC业务的促销和折扣活动减少，以及产品成本下降。

③经营利润：经营亏损预计为1.76~1.96亿美元（此前为1.94~2.14亿美元）；剔除预期重组费用和诉讼准备金费用的中间值后，上调调整后经营利润至1.65~1.85亿美元（此前为1.4~1.6亿美元）。

④经调后稀释每股收益：上调至0.24~0.27美元（此前为0.19~0.22美元）。

5) 重组计划：24.5月公司宣布为期18个月的重组计划，计划耗资7000~9000万美元用于重组，FY25Q2将其重组计划范围扩大到1.4~1.6亿美元

图：安德玛FY2025Q2（截至2024/9/30）业绩及指引

UA FY2025Q2 业绩和指引速览		2025Q1-实际			2025Q2-实际			2025Q2		Beat/Miss		2025财年-指引		2025-彭博预期	
类型	项目	2024/6/30	2024/9/30	-彭博预期							2025/3/31	2025/3/31			
总收入	金额	1183.7	1399.0	1384.6	1.0%	维持：收入下滑低双位数						5104.46		5104.46	
	YOY	-10.1%	-10.7%	-11.6%										-10.5%	
	货币中性YOY	-10.0%	-10.0%												
分地区收入															
北美	金额	709.3	863.4	829.9	4.0%	维持：下降14%~16%						2,988.2		2,988.2	
	YOY	-14.2%	-12.9%	-16.3%										-14.7%	
	货币中性YOY	-14.2%	-12.6%	-16.4%										-14.6%	
EMEA	金额	226.9	283.2	284.5	-0.5%	维持：北美以外地区整体下滑低个位数；EMEA地区预计持平						1,080.5		1,080.5	
	YOY	0.1%	-1.4%	-0.9%										-0.1%	
	货币中性YOY	-0.3%	-1.4%	-3.0%										-0.4%	
亚太	金额	181.8	207.7	211.7	-1.9%	维持：亚太地区受宏观经济压力影响，预计下滑高个位数						806.9		806.9	
	YOY	-10.1%	-10.5%	-8.8%										-7.6%	
	货币中性YOY	-7.3%	-10.3%	-8.0%										-8.1%	
拉美	金额	64.4	46.9	53.8	-12.8%							235.5		235.5	
	YOY	15.6%	-12.5%	0.3%										2.6%	
	货币中性YOY	11.7%	-3.8%	5.2%										6.6%	
分产品收入															
服	金额	757.8	947.2	939.9	0.8%										
	YOY	-8.1%	-11.5%	-12.2%											
鞋	金额	310.4	312.8	305.7	2.3%										
	YOY	-14.7%	-11.0%	-13.0%											
分渠道收入															
批发	金额	680.5	826.0	790.0	4.6%										
	YOY	-8.3%	-12.1%	-15.9%											
DTC	金额	480.2	550.3	566.1	-2.8%										
	YOY	-11.8%	-7.6%	-5.0%											
财务比率															
	毛利率	47.5%	49.8%	48.3%	1.5%	上调：增长125~150 bps(此前为增长75~100 bps)，主要由于公司DTC业务的促销和折扣活动减少，以及产品成本下降						47.1%		47.1%	
	同比	1.4%	1.8%	0.3%										1.0%	
	SG&A	70.7%	37.2%	40.4%	-3.3%	维持：受诉讼费用的影响，销售管理费用预计将出现中至高个位数的增长；调整后费用预计将有中低个位数下降						44.6%		44.6%	
	同比	58.2%	-4.4%	4.0%										2.5%	
经营利润	金额	-299.7	173.1	98.6	75.6%	上调：运营亏损预计为1.76~1.96亿美元(此前为1.94~2.14亿美元)；剔除预期重组费用和诉讼准备金费用的中间值后，上调调整后经营利润至1.65~1.85亿美元(此前为1.4~1.6亿美元)						-196.7		-196.7	
	营业利润率	-25.3%	12.4%	7.1%										-3.9%	
	同比	-26.9%	3.1%	2.4%										-7.9%	
北美	金额	147.9	217.3	177.0	22.7%										
	营业利润率	20.9%	25.2%	21.3%											
	同比	1.8%	3.5%	3.6%											
EMEA	金额	20.5	51.6	43.6	18.4%										
	营业利润率	9.0%	18.2%	15.3%											
	同比	-4.7%	4.0%	-2.9%											
亚太	金额	9.9	34.2	46.8	-26.9%										
	营业利润率	5.5%	16.5%	22.1%											
	同比	-2.1%	-7.1%	14.6%											
拉美	金额	15.2	12.2	12.1	0.9%										
	营业利润率	23.6%	25.9%	22.4%											
	同比	13.2%	0.5%	3.0%											
净利润	金额	-305.4	170.4	85.1	100.2%										
	YOY	-3673%	55%	-22%											
稀释EPS	金额	-0.70	0.39	0.18	116.7%	下调：稀释后的每股亏损预计在0.48~0.51美元(此前为0.53~0.56美元)									
	YOY	-3600%	63%	-24%											
经调后稀释EPS	金额	0.01	0.30	0.19	57.9%	上调：经调后稀释每股收益0.24~0.27美元(此前为0.19~0.22美元)									
	YOY	-50%	25%	-19%											
库存	金额	1119.6	1105.9	1078.2	2.6%										
	YOY	-15%	-3%	-2%											

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

露露乐檬FY2024三季度



◆露露乐檬FY2024三季度：收入和盈利好于管理层指引和彭博一致预期，中国市场持续引领增长；上调全财年收入和EPS指引

三季度（截至24年10月）收入增长8%，好于此前管理层指引和市场一致预期，各区域增速基本均好于预期，大中华区持续引领增长。

1) 收入拆分：公司收入同比增长9%至24.0亿美元，不变汇率口径增长8%，好于公司指引和彭博一致预期（原公司指引23.40-23.65亿美元，彭博一致预期23.57亿美元）。

分地区看：①中国市场：收入同比增长35%，占公司收入的15%；其中中国除港澳台地区收入同比增长39%至3.2亿美元，不变汇率口径增长36%，同店增长24%。②北美市场：收入同比增长2%，美国和加拿大分别占收入的59%和14%，美国和加拿大收入分别同比持平/增长9%。③其他：占比13%，收入同比增长27%。

分渠道看：线下直营总销售额增长13%至12.1亿美元，电商收入增长4%至9.4亿美元。第三季度新增28家直营门店，包括从收购墨西哥经销商中获得的14家，期末门店总数达到749家

2) 利润情况：毛利率提升1.5个百分点至58.5%，好于公司指引和彭博一致预期（原公司指引56.4%-56.5%，彭博一致预期57.6%）。营业利润率增加5.2个百分点至20.5%，好于公司指引和彭博一致预期（原公司指引19.6%-19.7%，彭博一致预期19.7%）。

3) 库存：第三季度末公司库存金额同比+8.3%至18.0亿美元，环比增长26.0%，并预计年底美元库存中双位数增长。

4) 业绩指引：上调收入增长指引至9%（此前：8%-9%），上调EPS指引至14.08-14.16美元（此前：13.95-14.15美元）。集团预计净开约40家门店（不含墨西哥收购），除美洲的10家（含2家墨西哥自营店），其余在国际市场，大部分位于中国。

图：露露乐檬 FY2024Q3（截至2024/10/27）业绩及指引

Lululemon FY2024Q3业绩和指引速览										
单位：百万美元	项目	财报截止	FY2024Q3-实际	FY2024Q3指引	彭博预期	Beat/Miss	FY2024Q4指引	彭博预期	FY2024指引	彭博预期
			2024/10/27	2024/10/27	2024/10/27		2025/1/28	2025/1/28	2025/1/28	2025/1/28
总收入	金额		2397	2340-2365	2357	1.7%	3475-3510	3495	上调：10452-10487 (此前：10375-10475)	10442
	YOY		8.7%	6%-7%	6.9%		8-10%	9.0%	上调：9% (此前：8%-9%)	8.6%
	货币中性		8%	净开14家自营门店			净开18家自营门店 (含2家墨西哥门店)		集团预计净开约40家 门店 (不含墨西哥) (除美洲的10家 (含2家墨西哥自营 店)，其余在国际市 场，大部分位于中国)	
同店增长	货币中性		3%		3%	0.2%		3%		4%
分地区收入	金额		1770		1743	1.6%		2714		7821
美洲	YOY		2%							
	货币中性		2%							
	同店		-2%							
美国	金额		1424		1,425	-0.1%		2,225		6413
	YOY		0%		0%			2%		1%
加拿大	金额		335		322	4.1%		454		1378
	YOY		9%		4%			6%		7%
国际	金额		626		611	2.6%		780		2600
	YOY		33%							
	货币中性		3%							
	同店		25%							
中国	金额		359		361	-0.4%		458		1342
	YOY		35%		35%			35%		18%
中国除港澳台	金额		318		314	1.2%		388		1270
	YOY		39%							
	货币中性		36%							
	同店		27%							
其他地区	金额		308		294	4.8%		386		1275
	YOY		27%							
	货币中性		23%							
	同店		23%							
财务比率										
	毛利率		58.5%	同比下降50-60bps	57.6%	0.9%	同比下降20-30bps	58.7%	上调：同比增加10-20bps (此前：同比下降20bps)	58.5%
	SG&A		38.0%	同比增加40-50bps	38.0%	0.0%	同比增加90-100bps	30.9%	上调：同比增加20-30bps (此前：同比持平)	35.4%
	OPM		20.5%	同比下降10-20bps	19.7%	0.8%	同比下降110-130bps	27.9%	维持：同比下降10-20bps	23.2%
经营利润	金额		491		466	5.4%		965		2404
	YOY		45.1%		37.7%			5.6%		7.8%
净利润	金额		352		336	4.8%		693		1741
	YOY		41.5%		35.0%			3.4%		12.3%
摊薄EPS	数值		2.87		2.75	4.4%		5.70		14.12
	YOY		46.4%		40.4%			7.8%		15.7%
经调整EPS	数值		2.53	2.68-2.73	2.72	-7.0%	5.56-5.64	5.64	上调：14.08-14.16 (此前：13.95-14.15)	14.04
	YOY		0.0%	6-8%	7.5%			6.7%		10.0%
库存	金额		1801		1871	-3.7%		1506		1480
	YOY		8.3%		12.4%			13.8%	预计美元库存中双位数 数增长	11.8%

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

投资建议：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



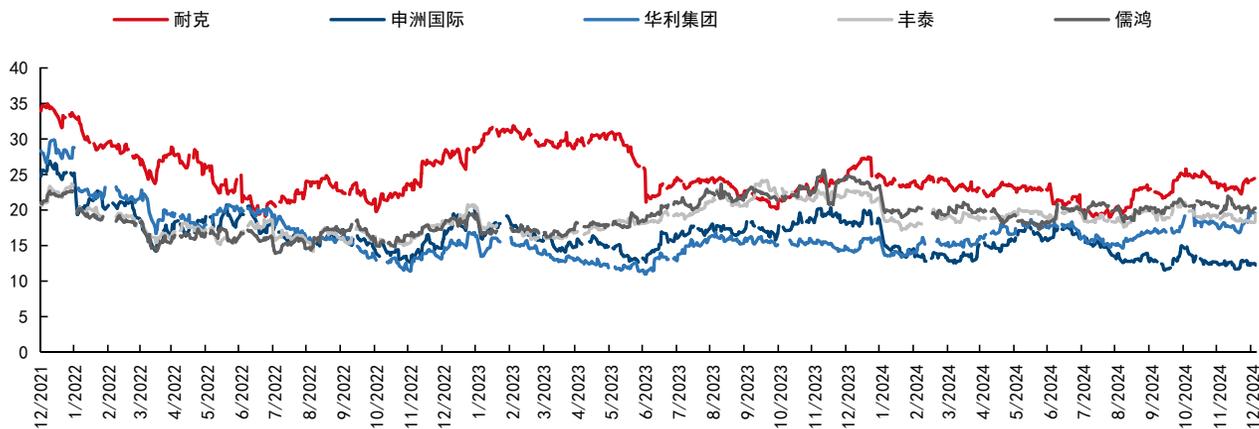
去年年底各品牌库存去化完成后，今年陆续进入补库周期，根据自身产品景气度、销售增速的不同，对供应商从去年的砍单、订单低于品牌收入增速，逐渐到订单符合品牌收入增速，再到订单好于品牌收入增速，因此今年纺织制造行业订单普遍较好，对于表现优异的头部供应商来说，还有老客份额提升以及新客拓展的额外增长。

由于上一轮较大的库存积压到去库是在疫情、生产停滞、运输延迟等多重因素扰动下形成的，且当前各品牌高度关注库存健康度，我们预计后续行业短期内很难再次出现这样大规模的下游去库、对上游砍单的情况，上游制造商订单与自身客户销售增长、客户份额提升空间、新客拓展能力相关度提升。

从今年以来各大国际运动休闲品牌销售增速来看，整体表现较好，各品牌间仍有分化，但过去1-2年表现相对较差的品牌也出现了边际改善和向好，其中Deckers、迅销、Lululemon持续维持高景气度，Adidas今年以来表现亮眼，Nike短期压力较大、但新CEO上任后预计2025下半财年将有环比改善。

我们看好客户结构优质、有持续拓展客户和扩张产能能力的制造商，重点推荐耐克、阿迪、优衣库核心供应商**申洲国际**；耐克、Deckers、昂跑核心供应商，且新切入阿迪达斯供应链、阿迪订单有望从明年起量开始快速增长的**华利集团**；耐克、阿迪核心零售商**滔搏**。

图：近3年耐克与主要国际运动休闲品牌代工未来一年预测PE表现



资料来源：Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

表：重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
2313	申洲国际	优于大市	54.2	807	3.93	4.57	13.8	11.9
300979	华利集团	优于大市	72.7	856	3.35	3.79	21.7	19.2
6110	滔搏	优于大市	2.2	134	0.36	0.23	6.1	9.5

资料来源：wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

- 一、下游需求不及预期；
- 二、海外经济衰退；
- 三、国际政治经济风险。

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确观点
	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

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。

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

GUOSEN SECURITIES

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