

2024年09月18日

# 运动服饰成长性延续，品牌端分化加剧

## ——全球体育用品品牌 2024 年二季度跟踪深度报告

### 看好

#### 相关研究

#### 本期投资提示：

- **二季度国货运动品牌需求彰显韧性，国际品牌持续分化。1) 国内运动需求强韧性，户外、跑步等细分功能性赛道热度延续。**24Q2 安踏/FILA/特步/361°品牌（线下）零售额同比增长高单位数/中单位数/10%/约 10%。下半年在终端零售基数压力逐步缓和、体育赛事催化及新品加持下，运动服饰销售有望延续增长趋势。**2) 国际运动品牌表现持续分化，Adidas 恢复超预期，新锐品牌增长强劲。**24Q2 库存对国际运动品牌的影响减弱，核心是终端销售情况。Adidas 营收同比增长 8.9%、恢复速度超预期，新锐品牌仍处于全球市场的高速开拓期，Lululemon/HOKA 营收增速达 7.3%/30%，维持强劲增长，Puma、Nike、VF 营收个位数下滑，仍在调整中。**总之，24Q2 国内零售高基数下彰显韧性，国际品牌终端稳健但品牌竞争加剧，新锐功能性品牌势头强于老牌。**
- **二季度末国际运动品牌存货健康、带动毛利率提升，对旺季备货积极、库存环比增长。**24Q2 末，Nike/Adidas/Lululemon/Puma/VF/Deckers 存货金额分别同比下滑 11.1%/下滑 18.0%/下滑 14.0%/下滑 8.6%/下滑 24.3%/增长 1.7%，环比分别下滑 2.7%/增长 2.6%/增长 6.2%/增长 9.8%/增长 19.5%/增长 58.8%。目前大部分品牌的库存仍然处于健康水平，库存现阶段不再是压制品牌增长的主要原因，随着库存的优化，终端销售折扣收窄、带动毛利率同比提升，批发渠道也将逐步恢复增长。
- **从业务结构角度分析，进一步窥探国际品牌在分地区、分品类的边际变化情况。**
- **分区域：欧美地区需求偏弱，大中华区持续恢复。**24Q2，Nike/Adidas/Puma 在北美或美洲地区营收同比下滑 1.4%/下滑 6.9%/增长 3.0%；在欧洲或 EMEA（欧洲、中东和非洲）地区营收同比下滑 1.7%/增长 20.1%/下滑 3.3%；Nike/Adidas 在大中华区营收同比增长 2.9%/增长 7.4%，Puma 在亚太地区营收同比下滑 0.3%。
- **分品类：运动鞋为核心品类，Adidas 受益于复古休闲鞋款流行趋势，鞋类增长强劲。**24Q2，Nike/Adidas/Puma 运动鞋贡献营收占比高达 68%/61%/52%。期间 Nike/Adidas/Puma 鞋类营收同比下滑 3.6%/增长 14.7%/下滑 2.6%，服装类营收同比增长 2.8%/增长 3.0%/增长 6.4%。各品牌持续推出强功能性的鞋类新品，覆盖专业及休闲生活场景，二季度 Adidas 多款复古休闲运动鞋受到全球消费者欢迎。
- **分渠道：去库存压力缓解，批发渠道恢复增长。**24Q2，Nike 批发/DTC 渠道收入分别增长 5%/下滑 8%，批发渠道表现持续强于 DTC；Adidas 批发/DTC 渠道收入分别增长 14%/2%，批发渠道自 23Q2 之后首次转为正增长，且收入增速高于 DTC 渠道。
- **行业观点及投资分析意见：24Q2 全球运动需求维持增长趋势，但需求多元化下品牌端业绩分化明显，库存维持健康水平。**基于全球运动品牌发展势头，提示运动产业链投资方向：**1) 国内功能性户外运动需求强劲，本土运动品牌崛起，推荐：安踏体育、波司登、361 度，建议关注：李宁、特步国际。**当前安踏体育/波司登/361 度 24 年 PE 为 13/10/6 倍，随内需基数缓和及赛事催化，看好 24H2 运动赛道成长性。**2) 全球运动链进入补库周期，催化制造端订单景气度，推荐：申洲国际、华利集团、伟星股份，**当前 24 年 PE 为 13/19/21 倍，随订单好转业绩有望改善，看好头部制造商份额提升。
- **风险提示：全球需求增速不及预期；品牌去库存；行业竞争加剧；全球贸易不确定性。**

#### 证券分析师

王立平 A0230511040052  
wanglp@swsresearch.com  
李璇 A0230524070003  
lixuan@swsresearch.com

#### 联系人

李璇  
(8621)23297818×  
lixuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 结论和投资分析意见

**24Q2 全球运动需求维持增长趋势，但需求多元化下品牌端业绩分化明显，库存维持健康水平。**基于全球运动品牌发展趋势，提示运动产业链投资方向：**1) 国内功能性户外运动需求强劲，本土运动品牌崛起，推荐：安踏体育、波司登、361 度，建议关注：李宁、特步国际。**当前安踏体育/波司登/361 度 24 年 PE 为 13/10/6 倍，随内需基数压力缓和及体育赛事催化，看好 24H2 运动品牌的成长性。**2) 全球运动链进入补库周期，催化制造端订单景气度，推荐：申洲国际、华利集团、伟星股份，**当前 24 年 PE 分别为 13/19/21 倍，随订单好转业绩有望改善，看好头部制造商份额提升。

### 原因与逻辑

**跟踪全球体育用品品牌公司 24Q2 业绩，国货运动品牌需求彰显韧性，国际品牌持续分化。**24Q2 安踏/FILA/特步/361°品牌（线下）零售额同比增长高单位数/中单位数/10%/约 10%。24H2 在终端零售基数压力逐步缓和、赛事催化及新品加持下，运动服饰销售趋势向好，终端有望延续增长趋势。国际品牌表现持续分化，Adidas 恢复节奏超预期，再度上调全年业绩指引，新锐增速高于传统老牌，24Q2 新锐品牌 Lululemon/HOKA 营收同比增长 7.3%/30%，高于 Nike、Puma、VF。

**24Q2 国际品牌在增长结构上呈现以下特征：1) 分区域：欧美地区需求偏弱、大中华区持续恢复。**Nike/Adidas/Puma 在北美或美洲地区营收同比下滑 1.4%/下滑 6.9%/增长 3.0%；在欧洲或 EMEA 地区营收同比下滑 1.7%/增长 20.1%/下滑 3.3%；Nike/Adidas 在大中华区营收同比增长 2.9%/增长 7.4%。**2) 分品类：运动鞋为核心品类，Adidas 受益于复古休闲鞋款流行趋势，鞋类增长强劲。**24Q2，Nike/Adidas/Puma 运动鞋贡献营收占比高达 68%/61%/52%。期间 Nike/Adidas/Puma 鞋类营收分别同比下滑 3.6%/增长 14.7%/下滑 2.6%，服装类营收同比增长 2.8%/增长 3.0%/增长 6.4%。**3) 分渠道：去库存压力缓解，批发渠道将恢复增长。**当前库存压力减弱，24Q2，Nike 批发渠道增速持续高于 DTC。

### 有别于大众的认识

**市场认为全球运动市场均面临需求走弱的压力，忽视了品牌发展周期及新锐品牌的高成长性。**虽然 Nike、Puma、VF 等传统运动品牌业绩仍较弱，但 Adidas 恢复超预期，同时以 Lululemon、HOKA 为代表的专业功能性新锐品牌持续兑现高增长。

**市场认为运动链进入补库周期带来制造端订单增长为行业普遍情况，但忽视了终端弱复苏背景下制造商具备自身的成长性。**当前海外代表性运动品牌的库存压力减小，逐步进入补库周期，带动上游制造企业订单好转。实际上，品牌商在经历了前几年的供应链危机之后，更倾斜于核心供应商，核心运动制造商份额有望进一步提升。

## 目录

---

1.全览：需求稳健、库存健康，运动品牌业绩分化.....	7
2.Nike：短期销售承压，下调全年业绩指引.....	10
3.Adidas：业绩超预期，再度上调全年业绩指引.....	13
4.Lululemon：美国市场面临竞争，下调全年目标.....	15
5.Puma：毛利率提升，维持全年增长预期.....	18
6.VF：业绩持续承压，户外品牌表现好于整体.....	20
7.Deckers：业绩超预期，UGG、HOKA 亮眼.....	23
8.投资分析意见.....	25
9.风险提示.....	27

## 图表目录

图 1: 2024/3-2024/5, Nike 营收同比下滑 1.7%.....	10
图 2: 2024/3-2024/5, Nike 归母净利润同比增长 45.5% .....	10
图 3: 2024/3-2024/5, Nike 毛利率 44.7%, 净利率 11.9%.....	10
图 4: 2024/3-2024/5, Nike 销售及一般行政管理费用率 32.4%.....	10
图 5: 2024/3-2024/5, Nike 品牌营收增速高于 Converse 品牌.....	11
图 6: 2024/3-2024/5, Nike 品牌营收占比 96%.....	11
图 7: 2024/3-2024/5, Nike 品牌服装、装备类营收同比增长 .....	11
图 8: 2024/3-2024/5, Nike 品牌鞋类营收占 68% .....	11
图 9: 2024/3-2024/5, Nike 品牌批发渠道营收增速快于 DTC 渠道.....	12
图 10: 2024/3-2024/5, Nike 品牌 DTC 渠道营收贡献占比 42% .....	12
图 11: 2024/3-2024/5, Nike 品牌在大中华区营收同比增长 2.9% .....	12
图 12: 2024/3-2024/5, Nike 品牌在北美地区营收占比最高.....	12
图 13: 24Q2, Adidas 营收同比增长 8.9%.....	13
图 14: 24Q2, Adidas 归母净利润增长 126% .....	13
图 15: 24Q2, Adidas 毛利率 50.8%、净利率 3.3%.....	13
图 16: 24Q2, Adidas 营销/运营期间费用率 12.1%/33.2% .....	13
图 17: 24Q2, Adidas 鞋类营收双位数增长.....	14
图 18: 24Q2, Adidas 鞋类占比 61.2%.....	14
图 19: 24Q2, Adidas 批发渠道营收增长强劲 .....	14
图 20: 24Q2, Adidas DTC 渠道营收占比 41.2%.....	14
图 21: 2024/5-2024/7, Lululemon 营收同比增长 7.3% .....	15
图 22: 2024/5-2024/7, Lululemon 归母净利润同比增长 15.0%.....	15
图 23: 2024/5-2024/7, Lululemon 毛利率 59.6%, 净利率 16.6% .....	16
图 24: 2024/5-2024/7, Lululemon 销售及一般行政管理费用率 36.8% .....	16
图 25: 2024/5-2024/7, Lululemon 全品类营收均同比增长.....	16
图 26: 2024/5-2024/7, Lululemon 女装营收占比最高, 达 62.3% .....	16
图 27: 2024/5-2024/7, Lululemon 自营门店与电商渠道营收均同比增长 .....	17

图 28: 2024/5-2024/7, 自营门店/电商渠道营收占比为 51.3%/38.4% .....	17
图 29: 2024/5-2024/7, Lululemon 在美国营收同比略下滑 .....	17
图 30: 2024/5-2024/7, Lululemon 大中华区营收占比达 15% .....	17
图 31: 24Q2,Puma 营收同比下滑 0.2% .....	18
图 32: 24Q2,Puma 归母净利润同比下滑 23.8% .....	18
图 33: 24Q2,Puma 毛利率 47%, 净利率 2.0% .....	18
图 34: 24Q2,Puma 经营性费用率 41.5% .....	18
图 35: 24Q2,Puma 在 DTC 渠道保持增长 .....	19
图 36: 24Q2,Puma 批发渠道营收贡献占比 72% .....	19
图 37: 24Q2,Puma 鞋类营收同比下滑 2.6% .....	19
图 38: 24Q2,Puma 鞋类营收占比达 51.8% .....	19
图 39: 24Q2,Puma 在美洲市场恢复正增长 .....	20
图 40: 24Q2,EMEA 地区营收占比最高、为 39% .....	20
图 41: 2024/4-2024/6, VF 营收同比下滑 8.6% .....	20
图 42: 2024/4-2024/6, VF 仍为亏损 .....	20
图 43: 2024/4-2024/6, VF 毛利率 52.0%, 净利率-13.6% .....	21
图 44: 2024/4-2024/6, VF 销售及一般行政管理费率 57.0% .....	21
图 45: 2024/4-2024/6, VF 四大品牌营收均下滑 .....	21
图 46: 2024/4-2024/6, VF 四大品牌营收合计占比达 78% .....	21
图 47: 2024/4-2024/6, VF 各品类营收均下滑 .....	22
图 48: 2024/4-2024/6, VF 户外/运动/工装类收入占比 41%/49%/9% .....	22
图 49: 2024/4-2024/6, VF 各渠道营收均下滑 .....	22
图 50: 2024/4-2024/6, VF 批发及特许经营渠道占比 54% .....	22
图 51: 2024/4-2024/6, VF 主要地区营收均下滑 .....	22
图 52: 2024/4-2024/6, VF 美洲营收占比最高 .....	22
图 53: 2024/4-2024/5, Deckers 营收同比增长 22.1% .....	23
图 54: 2024/4-2024/6, Deckers 归母净利润同比增长 81.9% .....	23
图 55: 2024/4-2024/6, Deckers 毛利率 56.9%、净利润 14.0% .....	23
图 56: 2024/4-2024/6, Deckers 销售、行政及一般费用率 40.9% .....	23
图 57: 2024/4-2024/6, UGG、HOKA 品牌营收双位数增长 .....	24

图 58: 2024/4-2024/6, UGG/HOKA 品牌营收占比 27.0%/66.1%.....	24
图 59: 2024/4-2024/6, Deckers 批发/DTC 渠道营收同比增长 21%/24% ...	24
图 60: 2024/4-2024/6, Deckers DTC 渠道营收占比 37.6%.....	24
图 61: 2024/4-2024/6, Deckers 美国市场营收同比增长 23.0%.....	25
图 62: 2024/4-2024/6, Deckers 在美国营收占比 62.5% .....	25
表 1: 全球运动品牌公司 24Q2 业绩概览 .....	8
表 2: 全球运动品牌公司库存跟踪 .....	9
表 3: Adidas 按地区营收分拆 .....	14
表 4: 全球运动服饰公司估值表 .....	26

# 1.全览：需求稳健、库存健康，运动品牌业绩分化

**国货运动品牌：二季度需求端延续稳健增长趋势、需求韧性强，差异化的高端品牌与二线高性价比品牌表现更优。**24Q2 国内零售基数走高，但国货运动品牌终端表现仍具备韧性，24Q2 安踏/FILA/特步/361°品牌（线下）零售额同比增长高单位数/中单位数/10%/约 10%，且 K 型分化趋势持续，具有差异化定位的高端品牌和高性价比品牌增长更加迅速，特步、361°增速更高。此外，受益于户外运动热度高涨，功能性品类增长势头强劲，安踏旗下高端户外品牌当前基数低、正处于高速发展阶段，带动 24Q2 安踏旗下其他品牌增长 40%-45%。同时，二季度国货运动品牌库存健康、折扣改善，带动毛利率改善，运营质量较高。**展望 24Q3 及下半年，在终端零售基数缓和、赛事催化及新品加持下，运动服饰销售趋势有望延续，尤其今年夏季防晒服热度提升，国货品牌纷纷加码布局，在奥运期间品牌也顺势推出新产品，有望带动终端销售。**

**国际运动品牌：二季度库存维持健康水平，但终端零售偏弱的背景下品牌表现持续分化。**当下库存对国际运动品牌的影响减弱，但终端零售环境偏弱，消费者更偏好新鲜产品，复古休闲运动风格再度受到消费者欢迎，此外新锐品牌聚焦专业功能性细分赛道，仍处于全球市场的高速开拓期，自身业绩同局部市场、阶段性需求波动的关联性尚不强，在当前能够穿越周期实现强劲增长，二季度 Deckers（HOKA 品牌母公司）、Adidas、Lululemon 营收增速领跑，传统品牌中 Nike、Puma、VF 收入出现个位数下滑。产品成本降低、折扣收窄带动毛利率改善，利润端整体趋势改善。

从 24Q2 营收增速来看，Deckers 增长 22%领跑，新锐代表 Lululemon 维持高单位数增长，老牌中 Adidas 恢复情况较好、环比增长提速，Nike、Puma、VF 增速相对较弱。分段统计：1) 增速>10%：Deckers(22.1%)。2) 增速 0~10%：Adidas(8.9%)、Lululemon(7.3%)。3) 增速<0%：Puma(-0.2%)、Nike(-1.7%)、VF(-8.6%)。

从 24Q2 利润增速来看，折扣、成本改善带动毛利率修复，利润亦持续改善。分段统计：1) 增速>0%：Adidas(126%)、Deckers(81.9%)、Nike(45.5%)、Lululemon(15.0%)。2) 增速<0%：Puma(-23.8%)、VF(亏损同比大幅增加)。

从 24Q2 末的库存情况看，国际运动品牌报表端库存依然维持健康水平，下半年旺季备货积极、库存环比增加。24Q2 末，Nike/Adidas/Lululemon/Puma/VF/Deckers 存货金额分别同比下滑 11.1%/下滑 18.0%/下滑 14.0%/下滑 8.6%/下滑 24.3%/增长 1.7%，环比分别下滑 2.7%/增长 2.6%/增长 6.2%/增长 9.8%/增长 19.5%/增长 58.8%。目前大部分品牌的库存仍然处于健康水平，随着库存的优化，终端销售折扣收窄、带动毛利率同比提升，批发渠道也将逐步恢复增长。

**下文将更深入分析 Nike、Adidas、Lululemon、Puma、VF、Deckers 六家国际运动品牌公司，进一步窥探其在分地区、分品类、分渠道的边际变化及库存情况。**

表 1: 全球运动品牌公司 24Q2 业绩概览

	公司	营业收入		归母净利润		
		自然年区间	2023.12~2024.2	2024.3~2024.5	2023.12~2024.2	2024.3~2024.5
国际	Nike (亿美元)		124.3	126.1	11.7	15.0
	YoY		0.3%	-1.7%	-5.5%	45.5%
		自然年区间	2024Q1	2024Q2	2024Q1	2024Q2
	Adidas (亿欧元)		54.6	58.2	1.7	1.9
	YoY		3.5%	8.9%	扭亏为盈	126%
		自然年区间	2024.2~2024.4	2024.5~2024.7	2024.2~2024.4	2024.5~2024.7
	Lululemon (亿美元)		22.1	23.7	3.2	3.9
	YoY		10.4%	7.3%	10.7%	15.0%
		自然年区间	2024Q1	2024Q2	2023Q4	2024Q2
	Puma (亿欧元)		21.0	21.2	0.9	0.4
YoY		-3.9%	-0.2%	-25.5%	-23.8%	
	自然年区间	2024Q1	2024Q2	2023Q4	2024Q2	
VF (亿美元)		23.7	19.1	-4.2	-2.6	
YoY		-13.4%	-8.6%	-	-	
	自然年区间	2024Q1	2024Q2	2023Q4	2024Q2	
Deckers (亿美元)		9.6	8.3	1.3	1.2	
YoY		21.2%	22.1%	39.0%	81.9%	
国内		自然年区间	2024Q1	2024Q2		
	安踏体育:					
	安踏品牌		+中单位数	+高单位数		
	FILA 品牌		+高单位数	+中单位数		
	其他品牌		+25%~30%	+40%~45%		
		自然年区间	2024Q1	2024Q2		
	李宁:					
	李宁品牌		+低单位数	-		
		自然年区间	2024Q1	2024Q2		
	特步国际:					
特步品牌		+高单位数	+10%			
	自然年区间	2024Q1	2024Q2			
361度:						
361°品牌线下		+高双位数	+约10%			
361°童装品牌线下		20%~25%	+约中双位数			

资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究; 注: Nike、Lululemon 财务年度期末分别为 5 月、1 月, 因此调整口径后与自然年度仍略有偏差; 国内港股上市运动品牌营收增速为披露的销售流水情况, 与实际营收可能存在偏差

**表 2：全球运动品牌公司库存跟踪**

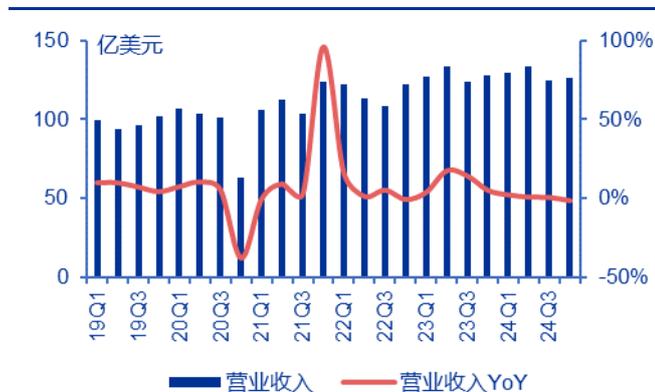
	Nike	FY21Q4	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4
自然年截止时间	2021/5/31	2021/8/31	2021/11/30	2022/2/28	2022/5/31	2022/8/31	2022/11/30	2023/2/28	2023/5/31	2023/8/31	2023/11/30	2024/2/29	2024/5/31	
存货金额 (亿美元)	68.5	67.0	65.1	77.0	84.2	96.6	93.26	89.05	84.54	86.98	79.79	77.26	75.19	
存货金额YoY	-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%	
存货周转率 (次)	3.5	3.9	3.8	3.4	3.3	3.1	3.3	3.3	3.4	3.4	3.6	3.5	3.6	
存货周转天数 (天)	104.2	93.1	94.7	106.2	109.0	115.1	108.8	107.8	105.0	106.9	101.1	101.6	101.0	
Adidas	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	
自然年截止时间	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	
存货金额 (亿欧元)	40.54	36.64	40.09	45.42	54.83	63.15	59.73	56.75	55.40	48.49	45.25	44.27	45.44	
存货金额YoY	-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%	
存货周转率 (次)	2.4	2.6	2.5	2.5	2.3	2.2	2.4	2.0	1.9	2.1	2.1	2.4	2.4	
存货周转天数 (天)	152.6	138.6	144.5	145.0	157.2	160.3	151.4	180.1	187.2	170.3	168.1	151.3	147.7	
Lululemon	FY21Q2	FY21Q3	FY21Q4	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	
自然年截止时间	2021/7/31	2021/10/31	2022/1/31	2022/4/30	2022/7/31	2022/10/31	2023/1/31	2023/4/30	2023/7/30	2023/10/31	2024/1/31	2024/4/30	2024/7/31	
存货金额 (亿美元)	7.9	9.4	9.7	12.8	14.6	17.4	14.5	15.8	16.6	16.6	13.2	13.5	14.3	
存货金额YoY	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%	
存货周转率 (次)	3.2	2.9	3.3	2.7	2.6	2.3	3.0	2.2	2.3	2.3	2.9	2.8	2.8	
存货周转天数 (天)	114.0	122.4	109.7	135.7	140.5	154.0	120.0	160.3	158.9	155.1	124.4	128.6	130.9	
Puma	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	
自然年截止时间	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	
存货金额 (亿欧元)	13.9	13.6	14.9	16.2	19.8	23.5	22.5	21.5	21.5	18.7	18.0	17.9	19.6	
存货金额YoY	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%	
存货周转率 (次)	2.6	2.8	2.7	2.6	2.4	2.3	2.4	2.1	2.1	2.3	2.3	2.5	2.4	
存货周转天数 (天)	139.3	128.4	133.4	138.6	150.4	155.6	147.5	168.8	168.8	156.0	157.9	146.4	152.0	
VF	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	
自然年截止时间	2021/6/30	2021/9/30	2022/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	
存货金额 (亿美元)	12.2	14.6	12.9	14.2	23.4	27.5	25.9	22.9	27.9	24.8	21.5	17.7	21.1	
存货金额YoY	-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%	
存货周转率 (次)	3.4	3.9	4.6	4.3	2.2	2.4	2.7	3.0	1.6	2.1	2.3	2.5	1.9	
存货周转天数 (天)	107.3	93.4	78.7	82.9	162.2	147.6	131.0	121.1	232.0	174.3	158.1	145.6	190.5	
Deckers	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	
自然年截止时间	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	
存货金额 (亿美元)	4.6	6.4	5.5	5.1	8.4	9.3	7.2	5.3	7.4	7.3	5.4	4.7	7.5	
存货金额YoY	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%	
存货周转率 (次)	2.7	2.6	3.7	3.9	1.9	2.2	3.0	3.5	2.1	2.7	3.7	3.8	2.3	
存货周转天数 (天)	135.6	137.4	96.0	91.6	189.5	166.6	118.1	103.9	174.0	135.2	97.6	95.3	155.5	
安踏体育	21H1		2021		22H1		2022		23H1		2023		24H1	
2020.HK	2021/6/30		2021/12/31		2022/6/30		2022/12/31		2023/6/30		2023/12/31		2024/6/30	
存货金额 (亿元)	53.8		76.4		81.9		84.9		64.9		72.1		80.1	
存货金额YoY	7.5%		39.3%		52.3%		11.1%		-20.8%		-15.1%		23.5%	
存货周转率 (次)	3.1		2.9		2.5		2.6		2.9		3.0		3.2	
存货周转天数 (天)	116.4		124.9		144.6		136.1		123.8		121.1		113.1	
李宁	21H1		2021		22H1		2022		23H1		2023		24H1	
2331.HK	2021/6/30		2021/12/31		2022/6/30		2022/12/31		2023/6/30		2023/12/31		2024/6/30	
存货金额 (亿元)	13.1		17.7		19.8		24.3		21.2		24.9		23.1	
存货金额YoY	-12.4%		31.8%		51.2%		37.0%		7.3%		2.7%		9.1%	
存货周转率 (次)	6.8		6.8		6.6		6.3		6.3		5.8		5.9	
存货周转天数 (天)	53.1		52.9		54.4		56.8		57.0		62.2		60.8	
特步国际	21H1		2021		22H1		2022		23H1		2023		24H1	
1368.HK	2021/6/30		2021/12/31		2022/6/30		2022/12/31		2023/6/30		2023/12/31		2024/6/30	
存货金额 (亿元)	11.0		15.0		23.1		22.9		24.1		17.9		22.0	
存货金额YoY	-9.3%		53.6%		111.0%		52.7%		4.1%		-21.6%		-8.7%	
存货周转率 (次)	4.6		4.7		3.5		4.0		3.2		4.1		3.9	
存货周转天数 (天)	77.5		76.3		104.0		89.2		113.4		88.5		92.4	
361度	21H1		2021		22H1		2022		23H1		2023		24H1	
1361.HK	2021/6/30		2021/12/31		2022/6/30		2022/12/31		2023/6/30		2023/12/31		2024/6/30	
存货金额 (亿元)	6.3		8.9		9.1		11.8		11.8		13.5		14.6	
存货金额YoY	-28.1%		16.8%		43.1%		32.7%		30.3%		14.2%		23.2%	
存货周转率 (次)	5.2		4.2		4.8		4.0		4.3		3.9		4.3	
存货周转天数 (天)	69.6		86.0		75.7		90.1		84.6		91.9		83.7	

资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：存货周转率为至该财季的累计周转率，用（期间营业成本/期间存货平均余额）、再进行年化计算得到

## 2.Nike: 短期销售承压, 下调全年业绩指引

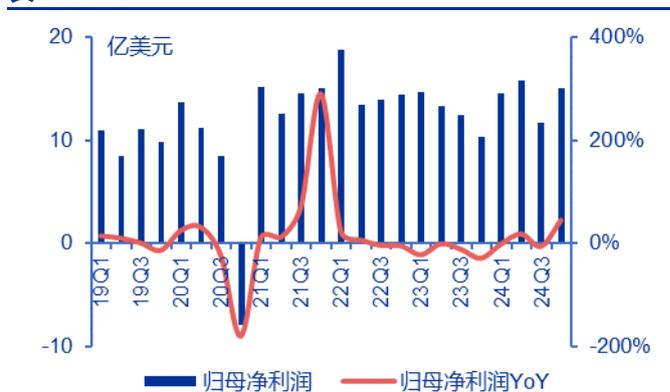
**FY24Q4 营收低于预期, 下调 FY25 营收指引, 预计 FY25Q1 营收同比下滑 10%。** 2024/3-2024/5 (FY24Q4), 实现营收 126 亿美元 (约人民币 894 亿元), 同比下滑 1.7%, 剔除汇率因素收入同比持平, 低于预期 (公司预期营收同比略增, 财报口径); 归母净利润 15.0 亿美元 (约人民币 106 亿元), 同比增长 45.5%。由于产品调整、渠道组合变化导致短期业绩承压, 公司下调 FY25 年业绩指引, 预计 FY25 (24.6~25.5) 营收同比下滑中单位数 (此前预期为增长), 其中, 预计 FY25H1 (24.6~24.11) 营收同比下滑高单位数 (此前预期为下滑低单位数), FY25Q1 (24.6~24.8) 营收同比下滑约 10%。

图 1: 2024/3-2024/5, Nike 营收同比下滑 1.7%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究; 注: FY24Q4 为 2024 年 3 月-5 月, 下同

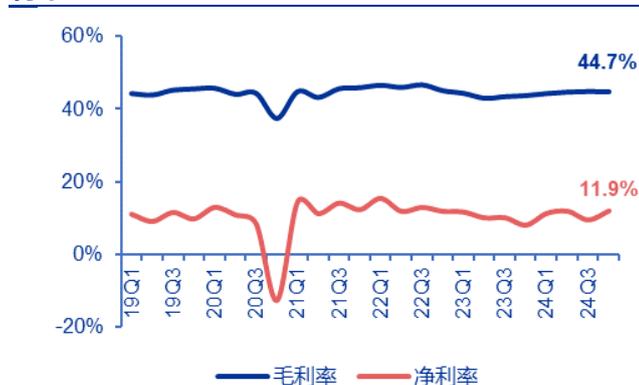
图 2: 2024/3-2024/5, Nike 归母净利润同比增长 45.5%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**毛利率同比改善。** 2024/3-2024/5 (FY24Q4), 公司毛利率 44.7%, 同比提升 1.1pct, 主要源于策略性定价、海运费降低, 但 DTC 渠道毛利率降低; 体育营销减少、工资费用减少导致销售及一般行政管理费用率同比下降 1.7pct 至 32.4%, 最终净利率同比提升 3.9pct 至 11.9%。受益于策略性定价及产品成本降低, 公司预计 FY25 毛利率同比提升 0.1-0.3pct, 同时为了增强品牌势能增加投入导致销售及一般行政管理费用率同比略有提升。

图 3: 2024/3-2024/5, Nike 毛利率 44.7%, 净利率 11.9%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

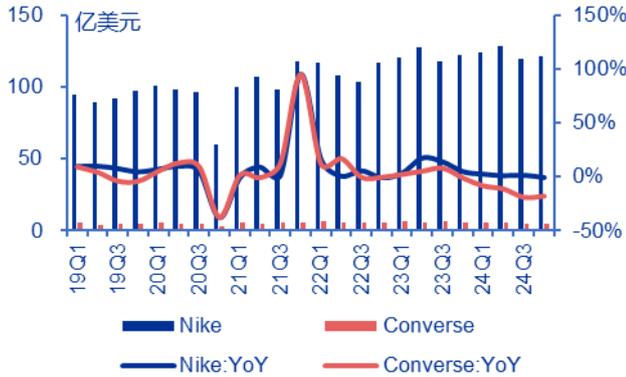
图 4: 2024/3-2024/5, Nike 销售及一般行政管理费用率 32.4%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

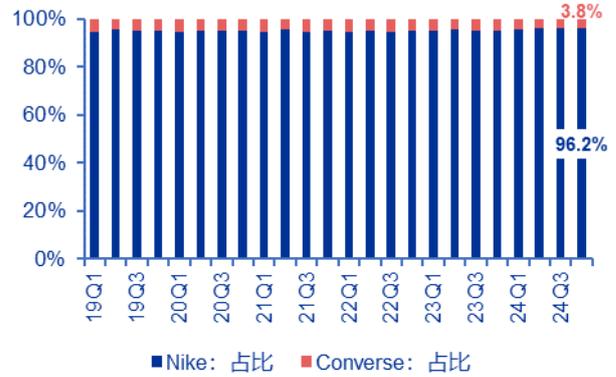
**分品牌：Nike 品牌终端表现好于 Converse 品牌。** 2024/3-2024/5 (FY24Q4) ， Nike 品牌营收同比下滑 0.6%至 121 亿美元 (剔除汇率因素同比增长 1%) ， 贡献营收占比 96.2%。 Converse 品牌营收同比下滑 18.1%至 4.8 亿美元 (剔除汇率因素同比下滑 17%) ， 增速弱于主品牌。

**图 5：2024/3-2024/5， Nike 品牌营收增速高于 Converse 品牌**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 6：2024/3-2024/5， Nike 品牌营收占比 96%**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

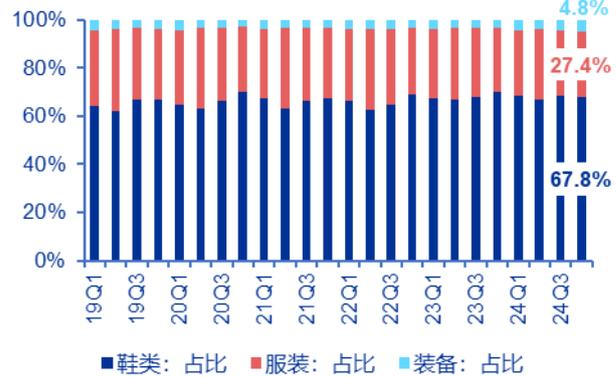
**分品类：装备类营收增速领跑，服装类恢复增长。** 2024/3-2024/5 (FY24Q4) ， Nike 品牌鞋/服装/装备类营收为 82.4/33.2/5.8 亿美元， 同比下滑 3.6%/增长 2.8%/增长 34.4%， 增速环比分别回落 6.0pct/提升 5.4pct/提升 13.6pct， 剔除汇率因素鞋/服装/装备类营收分别同比下滑 2%/增长 4%/增长 35%， 三大品类营收占比分别为 67.8%/27.4%/4.8%。装备类营收增速领跑， 北美/EMEA (欧洲、中东和非洲) /大中华区/亚太地区装备类收入增长 47%/28%/28%/11%； 服装类收入自 FY23Q4 以来首次恢复正增长， 大中华区/北美/亚太及南美/EMEA 地区服装类收入分别增长 5%/4%/2%/1%。

**图 7：2024/3-2024/5， Nike 品牌服装、装备类营收同比增长**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

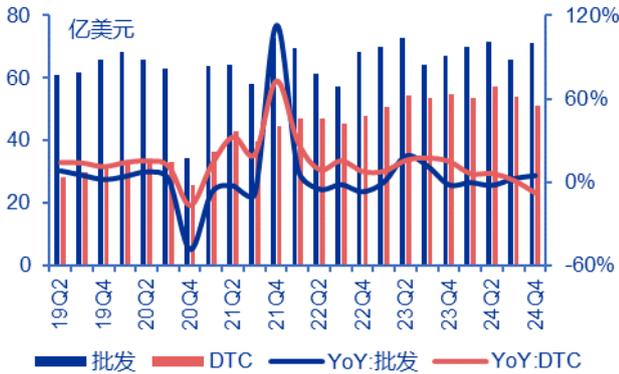
**图 8：2024/3-2024/5， Nike 品牌鞋类营收占比 68%**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

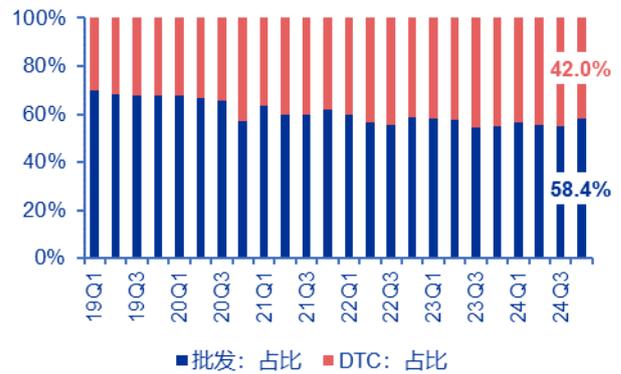
**分渠道：批发渠道维持增长，DTC 渠道面临压力。** 2024/3-2024/5 (FY24Q4) ， Nike 品牌 DTC 渠道/批发渠道营收分别同比下滑 8%/增长 5%至 51/71 亿美元。剔除汇率因素后， DTC 渠道/批发渠道营收分别同比下滑 7%/增长 8%， 在 DTC 业务中， 电商/自有门店收入分别同比下滑 10%/下滑 2%。重视经销伙伴， 批发渠道维持增长。

图 9：2024/3-2024/5，Nike 品牌批发渠道营收增速快于 DTC 渠道



资料来源：公司公告，申万宏源研究

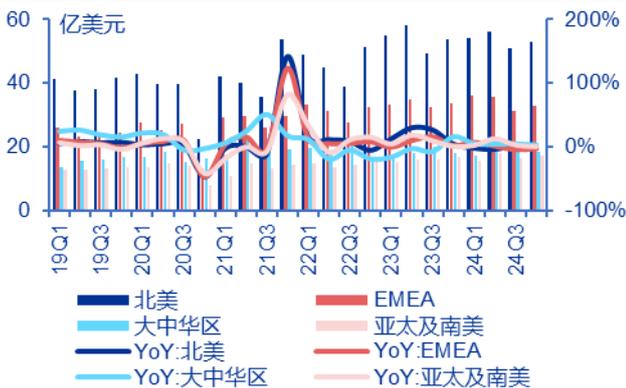
图 10：2024/3-2024/5，Nike 品牌 DTC 渠道营收贡献占比 42%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

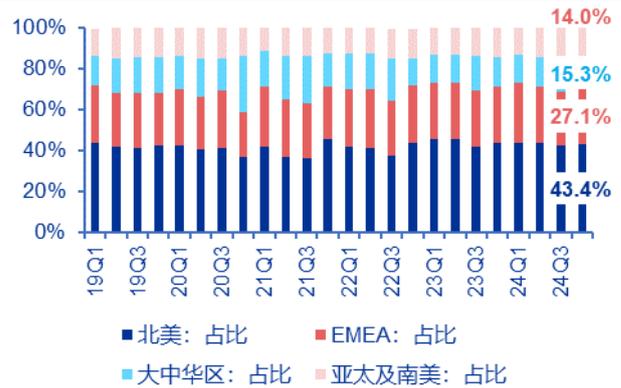
**分地区：大中华区收入增速领跑，欧美地区收入下滑。** 2024/3-2024/5 (FY24Q4)，Nike 品牌在主要销售地区表现分化，北美/EMEA（欧洲、中东和非洲）/亚太及南美地区营收分别同比下滑 1.4%/下滑 1.7%/增长 0.5%至 52.8/32.9/17.1 亿美元（剔除汇率因素分别同比下滑 1%/增长 1%/增长 4%），增速环比回落 4.6pct/提升 1.6pct/回落 2.3pct，营收贡献占比 43.4%/27.1%/14.0%。大中华区营收同比增长 2.9%至 18.6 亿美元（剔除汇率因素同比增长 7%），延续增长态势，营收占比为 15.3%。大中华区收入增长主要来自于电商、批发渠道增长，分拆渠道看，大中华区自有门店/电商/批发渠道营收分别下滑 6%/增长 8%/增长 15%（均为剔除汇率因素口径），其中，电商渠道增长受益于 618 大促提前，剔除这一影响实际上电商销售不及预期；北美地区 DTC 渠道拖累较多，分拆渠道看，北美地区自有门店/电商/批发渠道营收分别下滑 5%/下滑 11%/增长 6%（均为剔除汇率因素口径）。

图 11：2024/3-2024/5，Nike 品牌在大中华区营收同比增长 2.9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：2024/3-2024/5，Nike 品牌在北美地区营收占比最高



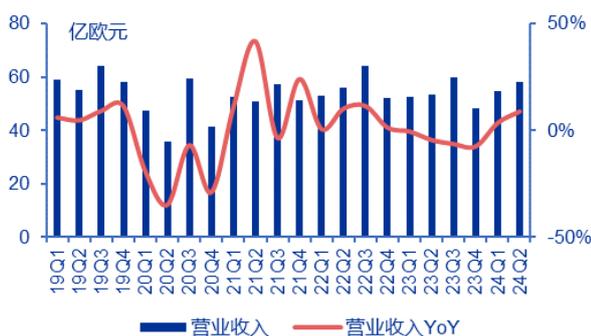
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**存货：库存金额同环比仍在降低，库存周转持续改善。** 截至 2024 年 5 月末，公司存货金额 75 亿美元，同比降低 11.1%、环比降低 2.7%，主要反映了库存量同比降低，库存周转持续改善。截至 FY24Q4，已连续 4 个季度末库存金额同比双位数下降。

### 3.Adidas: 业绩超预期，再度上调全年业绩指引

**24Q2 营收增长提速，再度上调 2024 年业绩预期。**2024 年 4-6 月 (FY24Q2)，公司营收同比增长 8.9%至 58.2 亿欧元 (约人民币 458 亿元)，增速环比提升 5.4pct，剔除汇率影响营收同比增长 11% (其中 Adidas 品牌增长 16%)；24Q2 归母净利润为 1.9 亿欧元 (约人民币 15 亿元)，同比增长 126%，业务恢复好于预期。基于 24Q2 超预期的业绩表现，公司再次上调 2024 年业绩指引，预计营收增长高单位数 (原为增长中至高单位数，均为剔除汇率因素口径)、经营性利润约 10 亿欧元 (原为 7 亿欧元)。

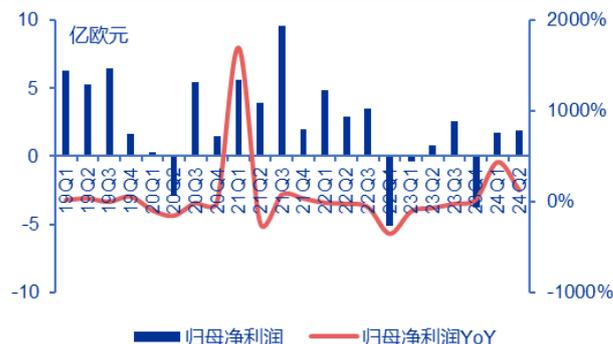
图 13: 24Q2, Adidas 营收同比增长 8.9%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: FY24Q2 为 2024 年 4-6 月, 下同

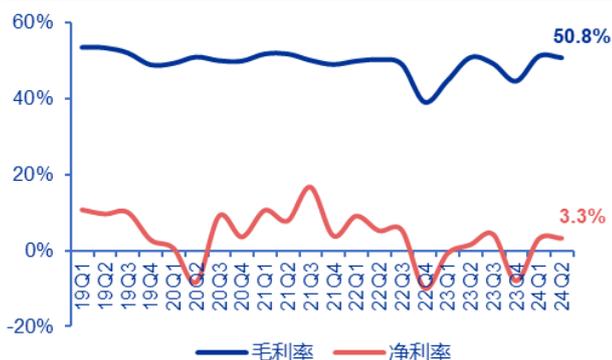
图 14: 24Q2, Adidas 归母净利润增长 126%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

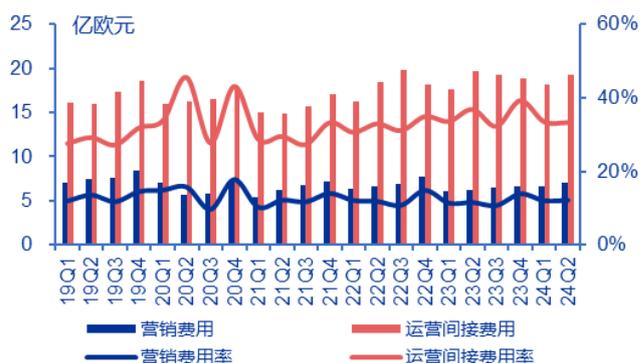
**毛利率稳健、费用率优化。**2024 年 4-6 月 (FY24Q2)，毛利率同比下滑 0.1pct 至 50.8%，主要受到 Yeezy 业务收缩的影响，若剔除 Yeezy 业务、可比口径毛利率同比提升 1.5pct，来自于销售改善、运费降低及产品成本优化等。营销费用率/运营间接费用率分别提升 0.6pct/下滑 3.6pct 至 12.1%/33.2%，最终净利率同比提升 1.7pct 至 3.3%。

图 15: 24Q2, Adidas 毛利率 50.8%、净利率 3.3%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 16: 24Q2, Adidas 营销/运营期间费用率 12.1%/33.2%

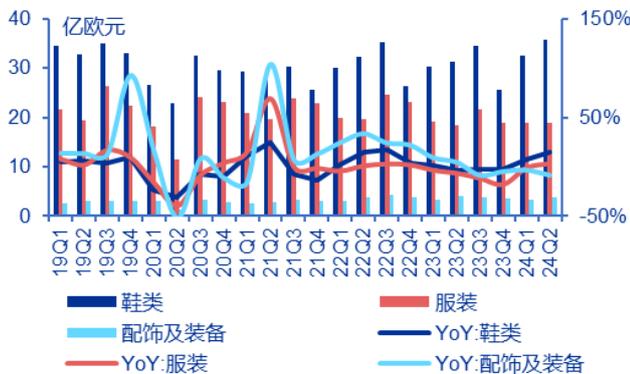


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**分品类: 鞋类增长强劲, 服装类营收增速转正。**2024 年 4-6 月 (FY24Q2)，鞋类/服装类/配饰及装备类营收分别同比增长 14.7%/增长 3.0%/下滑 8.6%至 35.7/18.9/3.7 亿欧元，增速环比提升 7.6pct/提升 4.4pct/降低 5.1pct，营收贡献占比为 61.2%/32.4%/6.3%。剔除汇率因素鞋类/服装/配饰类营收分别同比增长 17%/增长 6%/下滑 8%，鞋类增长主要系 Originals 和足球品类增长势头强劲，跑步、训练、篮球类均

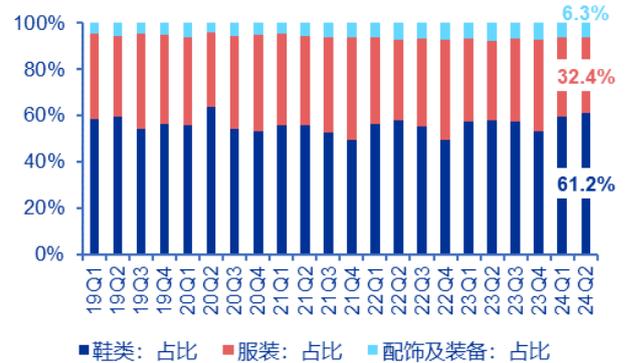
有增长；服装品类中，足球衣受益于欧洲杯、美洲杯赛事催化实现双位数增长，但北美地区批发渠道仍有拖累。

图 17: 24Q2, Adidas 鞋类营收双位数增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

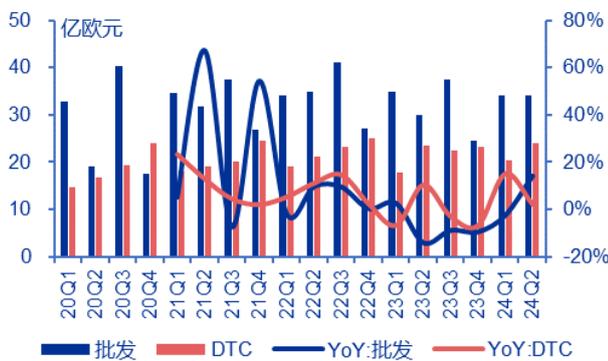
图 18: 24Q2, Adidas 鞋类占比 61.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

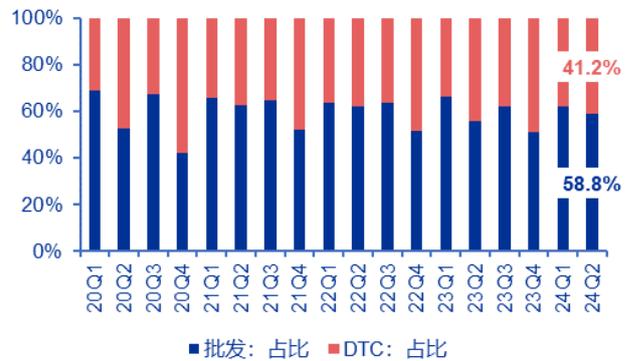
**分渠道：批发渠道恢复正增长，受电商渠道影响 DTC 渠道增长放缓。** 2024 年 4-6 月 (FY24Q2)，批发/DTC 渠道营收分别同比增长 14.3%/2.1%至 34.2/23.9 亿欧元，增速环比提升 16.7pct/降低 13.1pct，营收贡献占比分别为 58.8%/41.2%。剔除汇率因素口径下，批发/DTC 渠道收入增长 17%/4%，其中，自有门店/电商渠道增长 15%/下滑 6%，自有门店增长系品牌概念店销售表现亮眼，电商渠道主要受 Yeezy 业务规模收缩的影响。

图 19: 24Q2, Adidas 批发渠道营收增长强劲



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20: 24Q2, Adidas DTC 渠道营收占比 41.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**分地区：欧洲、新兴市场增长强劲，北美地区仍下滑。** 2024 年 4-6 月 (FY24Q2)，欧洲/北美/大中华区/新兴市场/南美/日韩地区营收分别同比增长 20.1%/下滑 6.9%/增长 7.4%/增长 24.9%/增长 12.8%/下滑 1.8%至 19.1/13.0/8.2/7.5/6.7/3.2 亿欧元。剔除汇率因素各地区营收分别同比增长 19%/下滑 8%/增长 9%/增长 25%/增长 33%/增长 6%。北美地区下滑主要受到 Yeezy 业务规模收缩的影响，剔除这一影响批发和自营渠道均增长。

表 3: Adidas 按地区营收分拆

单位: 亿欧元	23.1~23.3	23.4~23.6	24.1~24.3	24.4~24.6
FY	23Q1	23Q2	24Q1	24Q2
欧洲	15.09	15.92	17.33	19.12
YoY:欧洲			14.8%	20.1%
北美	11.77	13.98	11.22	13.02
YoY:北美			-4.7%	-6.9%

大中华区	8.84	7.66	8.97	8.22
YoY:大中华区			1.5%	7.4%
新兴市场	6.72	6.00	7.12	7.49
YoY:新兴市场			5.9%	24.9%
南美	5.95	5.96	6.15	6.72
YoY:南美			3.3%	12.8%
日韩	3.47	3.26	3.39	3.21
YoY:日韩			-2.1%	-1.8%
其他业务	0.80	0.48	0.32	0.23
YoY:其他业务			-60.0%	-51.5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**存货：库存同比进一步改善。**截至 24Q2 末，公司存货余额 45.4 亿欧元，同比下降 18.0%，环比增长 2.6%，库存管理持续改善，为未来营收增长奠定基础。

## 4.Lululemon：美国市场面临竞争，下调全年目标

**FY24Q2 营收略低于预期，下调全年业绩目标。**2024/5-2024/7 (FY24Q2)，公司实现营收 23.7 亿美元（约人民币 168 亿元），同比增长 7.3%，剔除汇率因素营收同比增长 8%；实现归母净利润 3.9 亿美元（约人民币 28 亿元），同比增长 15.0%。FY24Q2 收入个数增长、略低于公司此前预期（预期为实现营收 24-24.2 亿美元）。公司下调 FY24 全年营收预期，预计营收增长 8%-9%至 103.75-104.75 亿美元（原为营收增长 11%-12%至 107-108 亿美元），下调稀释后 eps 至 13.95-14.15 美元（原为 14.27-14.47 美元）；其中，预计 FY24Q3 营收增长 6%-7%至 23.4-23.65 亿美元，稀释后 eps 为 2.68-2.73 美元。

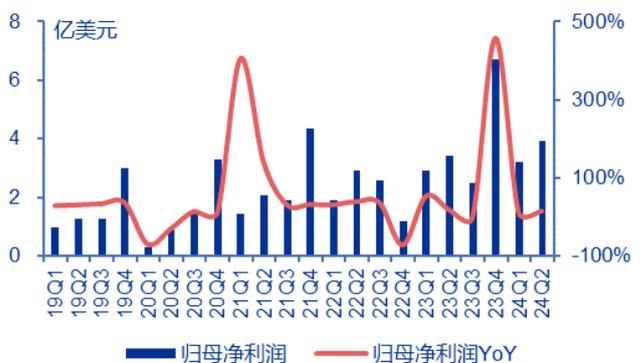
图 21：2024/5-2024/7，Lululemon 营收同比增长 7.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：FY24Q2 为 2024 年 5-7 月，下同

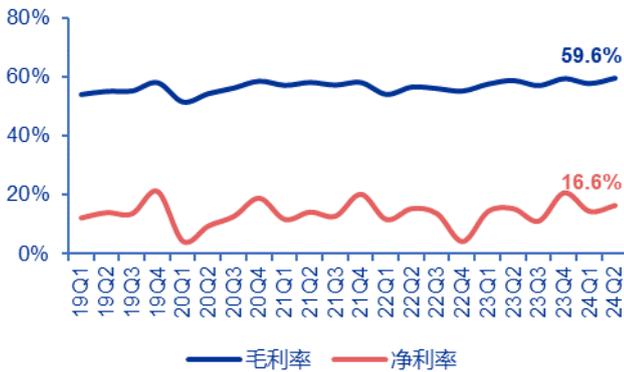
图 22：2024/5-2024/7，Lululemon 归母净利润同比增长 15.0%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**利润率同比改善。**2024/5-2024/7 (FY24Q2)，毛利率同比提升 0.8pct 至 59.6%，环比提升 1.8pct，其中，产品成本降低使得毛利率提升了 1.3pct。渠道成本优化带动销售及一般行政费用率同比降低 0.2pct 至 36.8%。最终净利率同比提升 1.1pct 至 16.6%。

图 23：2024/5-2024/7，Lululemon 毛利率 59.6%，净利率 16.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

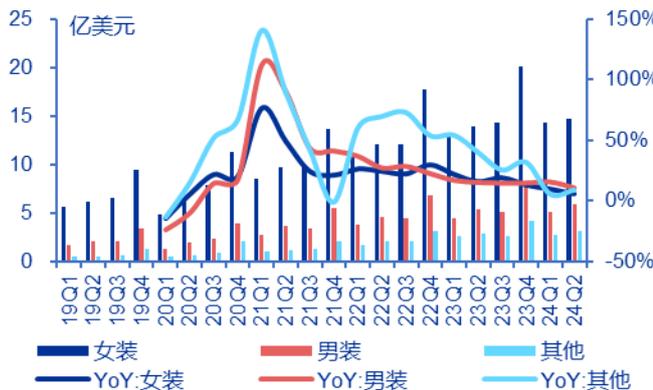
图 24：2024/5-2024/7，Lululemon 销售及一般行政管理费用率 36.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

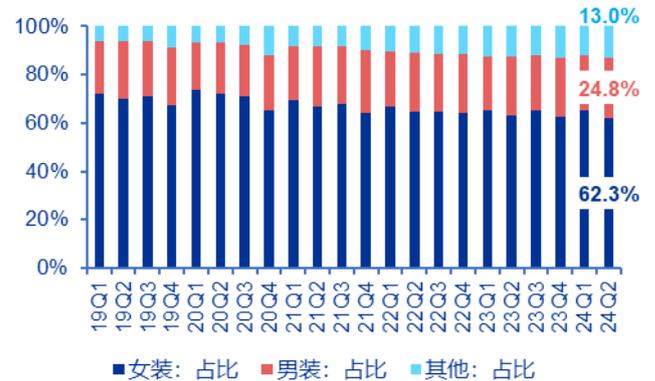
**分品类：全品类营收增长，品类持续扩张。** 2024/5-2024/7 (FY24Q2)，女装/男装/其他品类（包括配件、鞋类等）营收分别同比增长 5.7%/10.7%/9.0%至 14.8/5.9/3.1 亿美元，增速环比降低 3.9pct/降低 4.7pct/提升 3.4pct，三大品类营收贡献占比分别为 62.3%/24.8%/13.0%。

图 25：2024/5-2024/7，Lululemon 全品类营收均同比增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

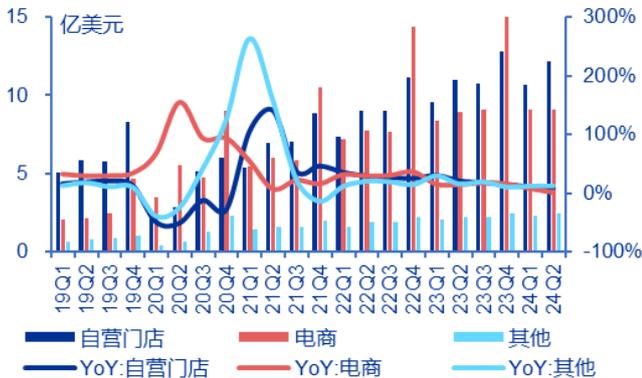
图 26：2024/5-2024/7，Lululemon 女装营收占比最高，达 62.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

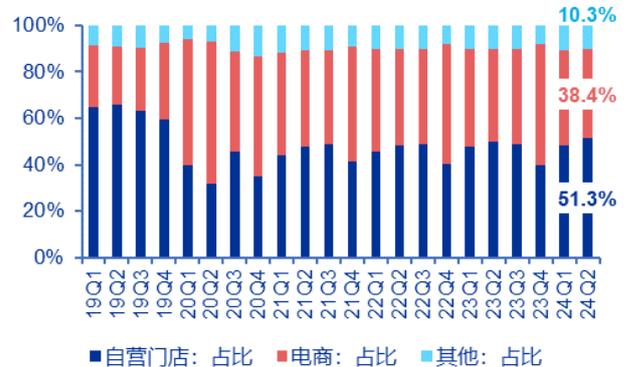
**分渠道：各渠道均增长，全球线下自营门店已达 721 家。** 2024/5-2024/7 (FY24Q2)，线下自营/电商/其他渠道营收分别增长 10.8%/1.9%/12.0%至 12.2/9.1/2.4 亿美元，各渠道营收贡献占比分别为 51.3%/38.4%/10.3%。FY24Q2 全球门店新增 10 家，至 2024 年 7 月末全球自营门店数已达 721 家，较 2023 年 7 月末净增 49 家。自创立以来，Lululemon 坚持垂直零售策略，直面终端消费者，以快速获取市场反馈，提升产品竞争力，并通过品牌活动、社区活动不断加深与消费者的联系。

图 27: 2024/5-2024/7, Lululemon 自营门店与电商渠道营收均同比增长



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

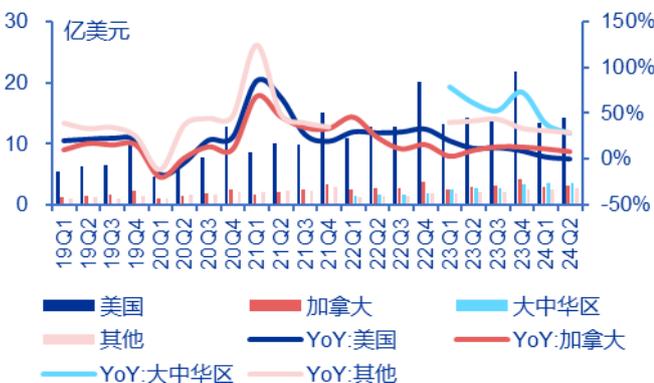
图 28: 2024/5-2024/7, 自营门店/电商渠道营收占比为 51.3%/38.4%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

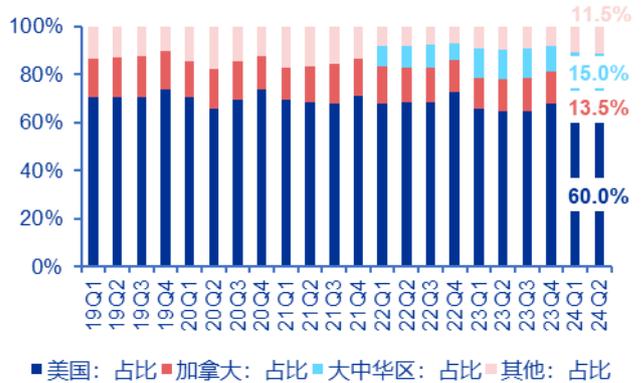
**分地区: 美国市场面临竞争压力, 持续发力中国市场。** 2024/5-2024/7 (FY24Q2), 美国/加拿大/大中华区/其他地区营收分别同比下滑 0.2%/增长 8.3%/增长 28.4%/增长 29.0%至 14.2/3.2/3.6/2.7 亿美元, 营收贡献占比 60.0%/13.5%/15.0%/11.5%, 美国市场女装产品推新降速、面临新锐品牌竞争导致阶段性承压, 在北美核心市场贡献 73%收入的基础上, 公司加速布局中国、亚太和欧洲等新市场。FY24Q2 大中华区营收增速强劲、占比 15%, 其中中国大陆收入增长 34%、可比收入增长 21%、新开门店 5 家。

图 29: 2024/5-2024/7, Lululemon 在美国营收同比略下滑



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 30: 2024/5-2024/7, Lululemon 大中华区营收占比达 15%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**存货: FY24Q2 末存货金额同比下滑、库存健康。** 截至 2024 年 7 月末, 存货金额 14.3 亿美元, 同比下滑 14.0%、环比增长 6.2%, 库存水平符合预期。由于 FY23Q3 库存同比下滑基数较低, 公司预计 FY24Q3 库存同比增长中双位数。

## 5.Puma: 毛利率提升, 维持全年增长预期

**24Q2 表现收入略下滑, 维持 2024 年收入增速预期。**2024 年 4-6 月 (FY24Q2), 公司实现营收 21.2 亿欧元 (约人民币 167 亿元), 同比下滑 0.2%, 降幅环比收窄 3.7pct, 剔除汇率影响后营收同比增长 2.1%; 实现归母净利润 0.4 亿欧元 (约人民币 3.3 亿元), 同比下滑 23.8%, 降幅环比收窄 1.7pct。公司维持全年业绩预期, 预计 2024 年收入增长中单位数 (剔除汇率因素口径), EBIT 为 6.2-6.7 亿欧元。

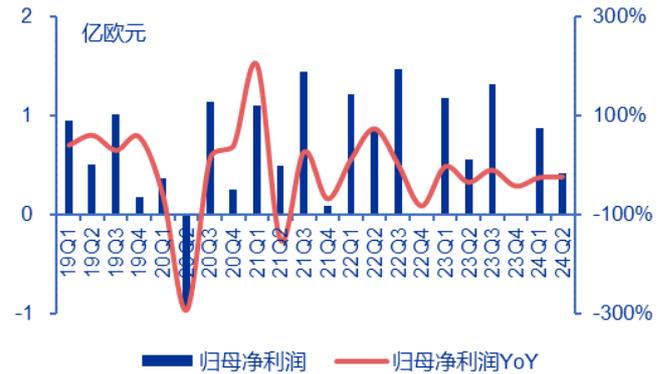
图 31: 24Q2,Puma 营收同比下滑 0.2%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: FY24Q2 为 2024 年 4-6 月, 下同

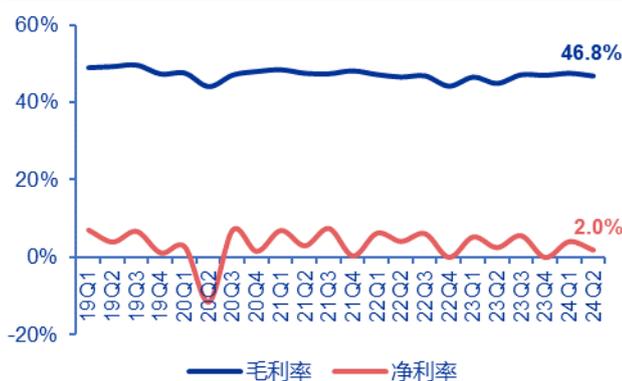
图 32: 24Q2,Puma 归母净利润同比下滑 23.8%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

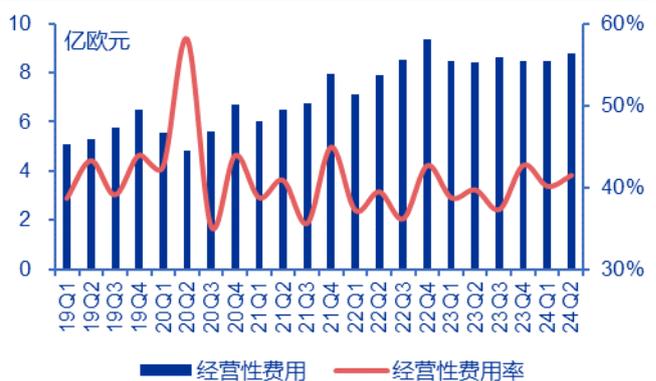
**成本压力缓解, 毛利率逐步改善。**2024 年 4-6 月 (FY24Q2), 毛利率同比提升 2.0pct 至 46.8%, 原材料及运费成本降低、产品渠道组合优化部分抵消了汇率的负面影响。经营性费用率同比提升 1.8pct 至 41.5%, 最终净利率同比下降了 0.6pct 至 2.0%。公司预计 24Q3 毛利率将继续改善, 但受运费增加、关税变化以及消费疲软等不利因素影响, 改善幅度将低于 24H1。

图 33: 24Q2,Puma 毛利率 47%, 净利率 2.0%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 34: 24Q2,Puma 经营性费用率 41.5%

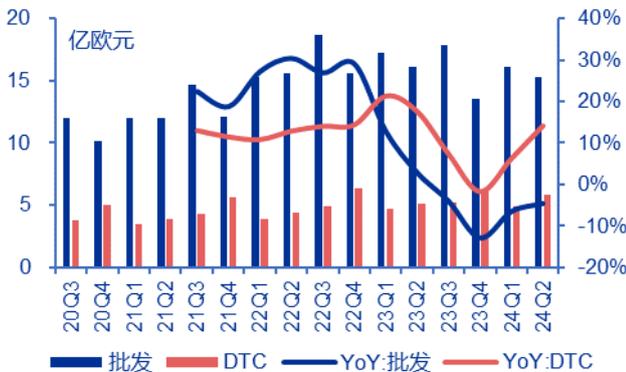


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**分渠道: DTC 渠道健康增长, 批发渠道营收幅度收窄。**2024 年 4-6 月 (FY24Q2), 批发/DTC 渠道营收分别同比下滑 4.7%/增长 14.0%至 15.3/5.9 亿欧元, 增速环比提升 1.9pct/7.9pct, 营收贡献占比分别为 72.2%/27.8%, 剔除汇率因素影响营收分别下滑 3.3%/增长 19.5%。除 EEMEA (包括东欧、中东、非洲、印度、东南亚、澳大利亚、新

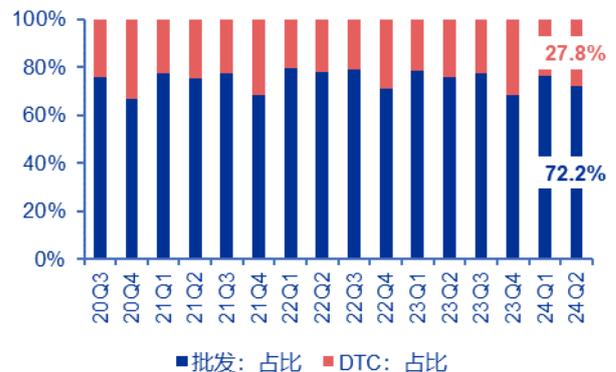
西兰) 地区外, 其他地区批发渠道收入持平或增长; DTC 渠道终端表现强劲, 其中自有门店/电商渠道分别增长 16.5%/25.6% (均为剔除汇率因素口径)。

图 35: 24Q2,Puma 在 DTC 渠道保持增长



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

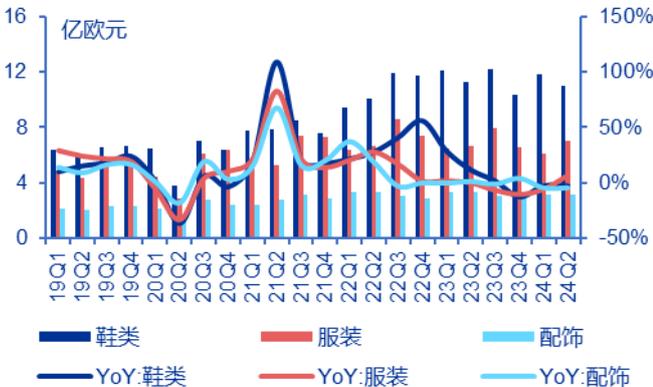
图 36: 24Q2,Puma 批发渠道营收贡献占比 72%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

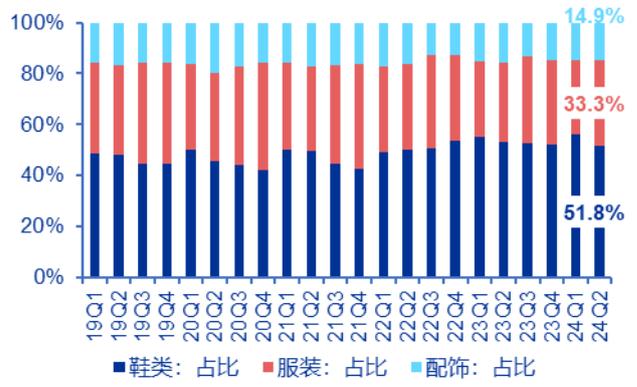
**分品类: 服装营收增速转正, 鞋类受高基数影响承压。** 2024 年 4-6 月 (FY24Q2), Puma 鞋类/服装/配饰营收分别同比下滑 2.6%/增长 6.4%/下滑 5.0%至 11.0/7.1/3.1 亿欧元, 增速环比降低 0.2pct/提升 12.5pct/提升 0.1pct, 各品类营收贡献占比分别为 51.8%/33.3%/14.9%, 服装类营收占比同比提升了 4.4pct。剔除汇率因素, 鞋类/服装/配饰营收分别同比持平/增长 9.2%/下滑 4.7%, 鞋类营收增速放缓受 23Q2 高基数影响, 公司预计全年鞋类增长中单位数 (剔除汇率因素口径)。

图 37: 24Q2,Puma 鞋类营收同比下滑 2.6%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

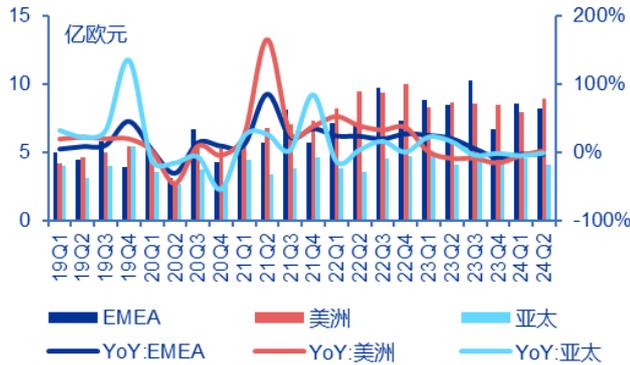
图 38: 24Q2,Puma 鞋类营收占比达 51.8%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

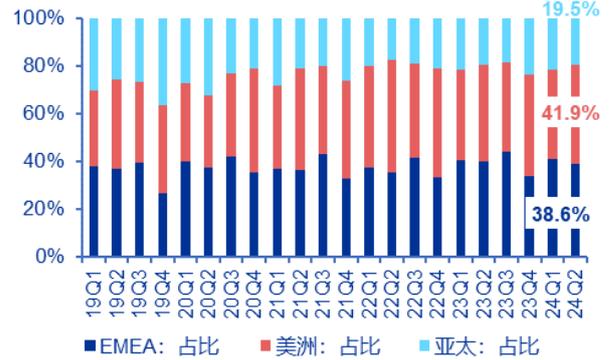
**分地区: 美洲市场恢复正增长。** 2024 年 4-6 月 (FY24Q2), EMEA/美洲/亚太地区营收分别同比下滑 3.3%/增长 3.0%/下滑 0.3%至 8.2/8.9/4.1 亿欧元, 增速环比回落 0.1pct/提升 7.6pct/提升 3.7pct, 营收贡献占比分别为 38.6%/41.9%/19.5%, 剔除汇率因素影响, EMEA/美洲/亚太地区分别同比下滑 4.3%/增长 9.0%/增长 1.9%。EMEA 地区收入下滑受 EEMEA 地区高基数拖累、欧洲市场恢复增长, 亚太地区中大中华区持续增长。

图 39: 24Q2,Puma 在美洲市场恢复正增长



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 40: 24Q2,EMEA 地区营收占比最高、为 39%



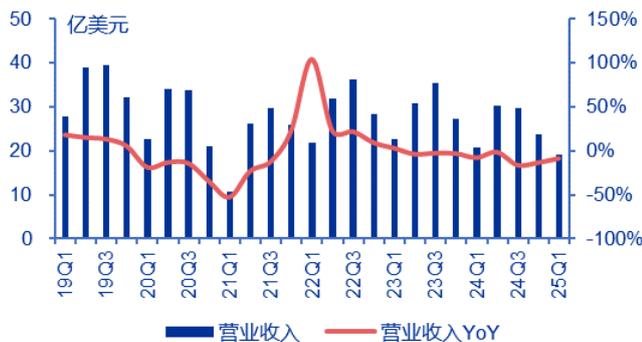
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**存货: 24Q2 末库存维持健康水平。**截至 2024 年 6 月 30 日, 公司存货金额 19.6 亿欧元, 同比下滑 8.6%、环比增长 9.8%, 库存维持健康水平、质量进一步提升, 库存金额环比增长反映下半年订单更强劲。

## 6.VF: 业绩持续承压, 户外品牌表现好于整体

**FY25Q1 业绩持续承压。**2024/4-2024/6 (FY25Q1), 公司实现营收 19.1 亿美元 (约人民币 135 亿元), 同比下滑 8.6%, 剔除汇率因素影响同比下滑 8%; 归母净利润为亏损 2.6 亿美元 (约亏损人民币 18 亿元), 收入下滑主要受 Vans 品牌及美洲地区拖累, 仍为亏损状态。

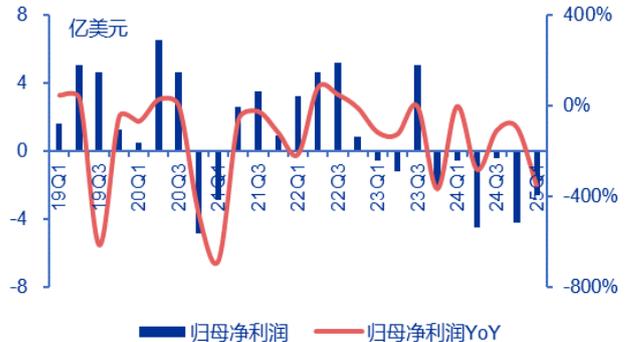
图 41: 2024/4-2024/6, VF 营收同比下滑 8.6%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

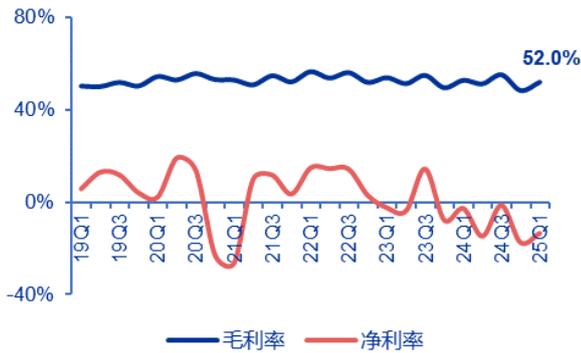
注: FY25Q1 为 2024 年 4-6 月, 下同

图 42: 2024/4-2024/6, VF 仍为亏损

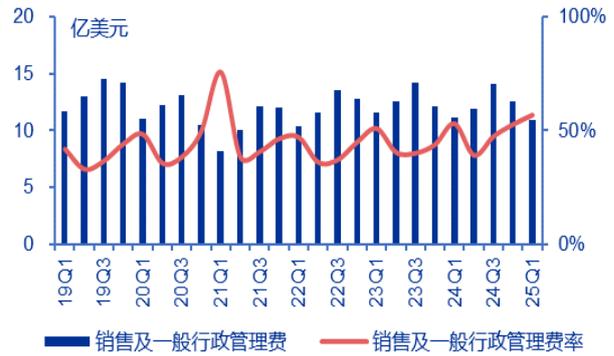


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**毛利率降低、费用率上升导致盈利能力仍承压。**2024/4-2024/6 (FY25Q1), 毛利率同比小幅下滑 0.8pct 至 52.0%, 销售及一般行政管理费率同比提升 3.8pct 至 57.0%, 最终净利率同比下降 10.8pct 至-13.6%。

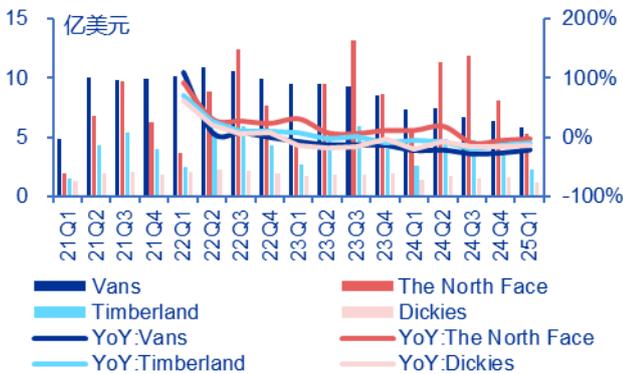
**图 43: 2024/4-2024/6, VF 毛利率 52.0%, 净利率-13.6%**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 44: 2024/4-2024/6, VF 销售及一般行政管理费率 57.0%**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**分品牌: 户外品牌 The North Face 收入降幅最小。** 2024/4-2024/6 (FY25Q1), Vans/The North Face/Timberland/Dickies 营收同比下滑 21.1%/下滑 2.6%/下滑 9.6%/下滑 14.5%至 5.8/5.2/2.3/1.2 亿美元, 四大品牌营收合计占比 78%。户外品牌 The North Face 降幅低于其他品牌, FY25Q1, 其在美洲/EMEA/亚太地区的营收分别同比下滑 10%/下滑 6%/增长 30%, 亚太市场增长明显、但美洲市场疲软。

**图 45: 2024/4-2024/6, VF 四大品牌营收均下滑**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**图 46: 2024/4-2024/6, VF 四大品牌营收合计占比达 78%**


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

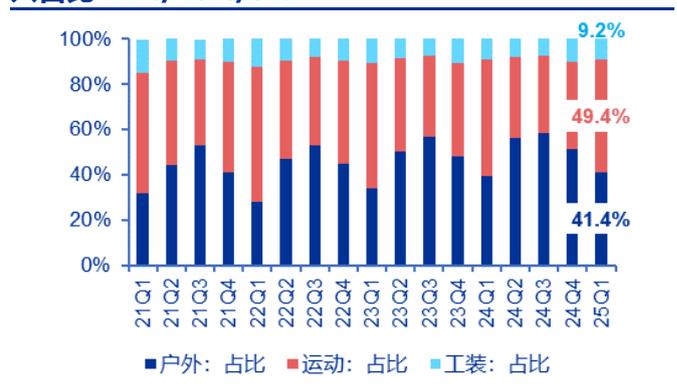
**分品类: 户外类收入降幅最小。** 2024/4-2024/6 (FY25Q1), 户外类营收同比下滑 4.8%至 7.9 亿美元, 运动/工装类营收同比下滑 11.6%/下滑 8.2%至 9.4/1.7 亿美元, 户外/运动/工装类营收占比分别为 41.4%/49.4%/9.2%。

图 47: 2024/4-2024/6, VF 各品类营收均下滑



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

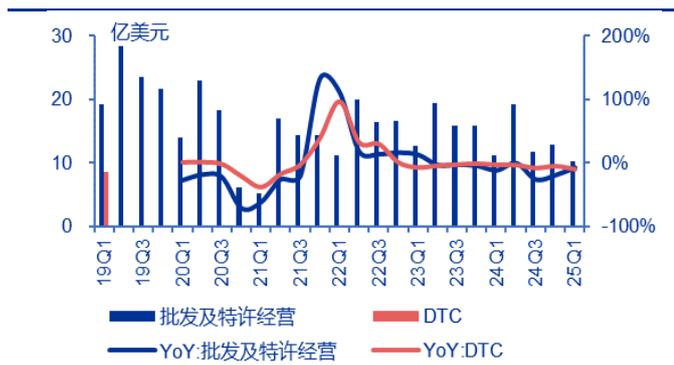
图 48: 2024/4-2024/6, VF 户外/运动/工装类收入占比 41%/49%/9%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

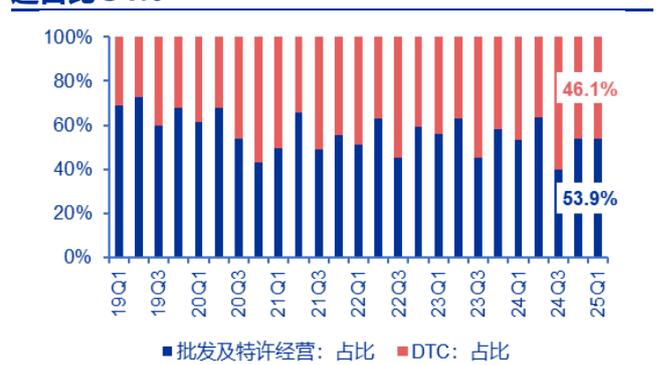
**分渠道: 全渠道均下滑。**2024/4-2024/6 (FY25Q1), 批发及特许经营/DTC 渠道营收分别下滑 7.6%/下滑 9.7%至 10.3/8.8 亿美元, 剔除汇率影响分别下滑 7%/下滑 9%, 各渠道营收占比分别为 53.9%/46.1%。

图 49: 2024/4-2024/6, VF 各渠道营收均下滑



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

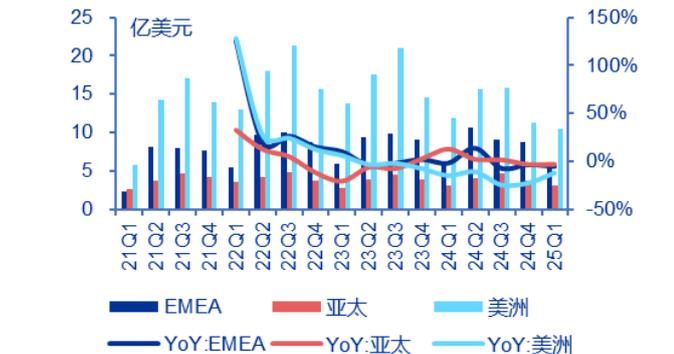
图 50: 2024/4-2024/6, VF 批发及特许经营渠道占比 54%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

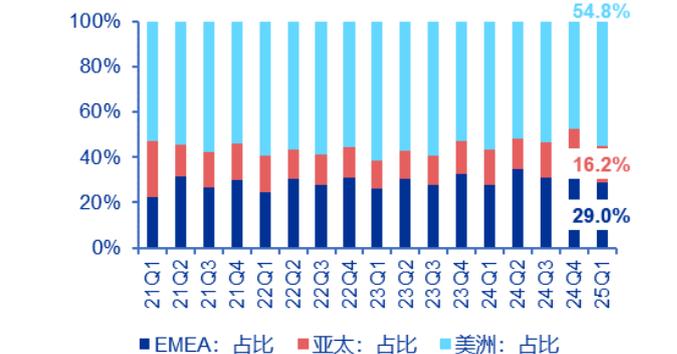
**分地区: 大中华区稳健, 美洲地区需求较弱。**2024/4-2024/6 (FY25Q1), 美洲/EMEA/亚太地区营收分别同比下滑 11.7%/下滑 5.4%/下滑 2.7%至 10.4/5.5/3.1 亿美元, 美洲/EMEA/亚太地区营收贡献占比分别为 54.8%/29.0%/16.2%。美洲市场需求最弱, 中国市场相对更佳, FY25Q1 大中华区收入同比持平 (剔除汇率因素口径增长 4%)。

图 51: 2024/4-2024/6, VF 主要地区营收均下滑



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 52: 2024/4-2024/6, VF 美洲营收占比最高



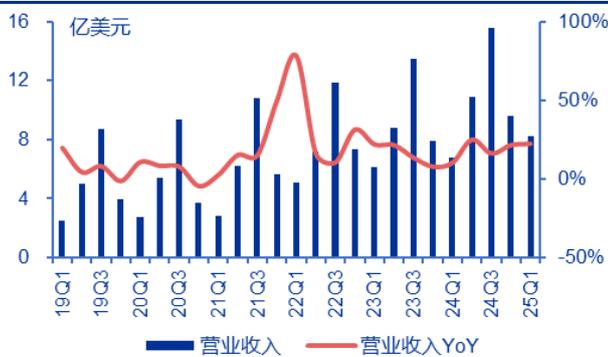
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**存货：库存水平持续改善。**截至 2024 年 6 月 30 日，公司存货金额 21.1 亿美元，同比降低 24.3%，环比增长 19.5%，库存质量提升。

## 7.Deckers: 业绩超预期，UGG、HOKA 亮眼

**FY25Q1 业绩表现优异，维持 FY25 营收目标。**2024/4-2024/6 (FY25Q1)，公司实现营收 8.3 亿美元 (约人民币 59 亿元)，同比增长 22.1%，增速环比提升 0.9pct，剔除汇率因素营收增速为 23.0%，业绩超预期，主要由 UGG 和 HOKA 品牌的强劲增长拉动；实现归母净利润 1.2 亿美元 (约人民币 8.2 亿元)，同比增长 81.9%。基于当前的业绩增长趋势，公司维持业绩目标，预计 FY25 收入增长 10%至 47 亿美元。

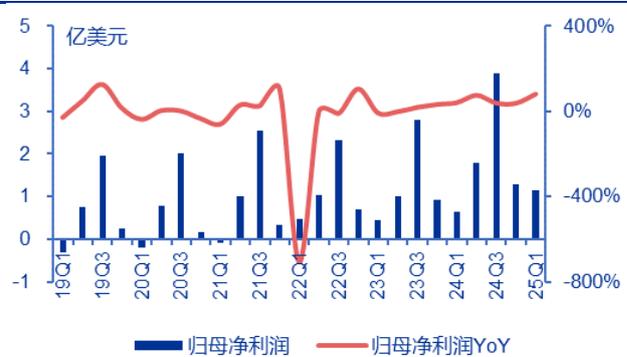
图 53: 2024/4-2024/5, Deckers 营收同比增长 22.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：FY25Q1 为 2024 年 4-6 月，下同

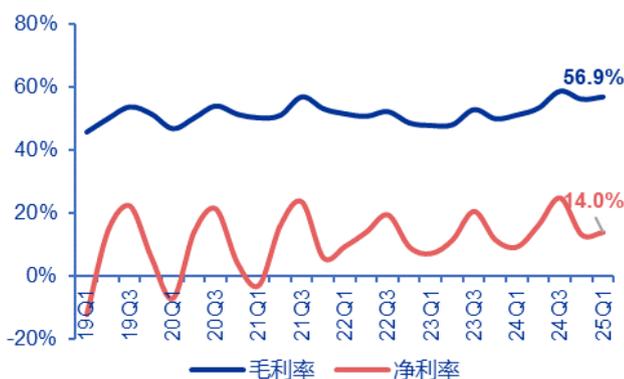
图 54: 2024/4-2024/6, Deckers 归母净利润同比增长 81.9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

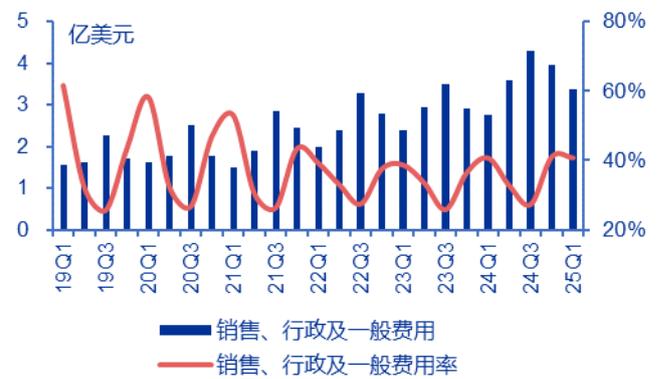
**品牌产品组合优化，毛利率显著提升。**2024/4-2024/6 (FY25Q1)，公司毛利率 56.9%，同比提升 5.7pct，主要系品牌和产品组合优化、UGG 全价销售占比提升、运费减少。销售、行政及一般费用率同比提升 0.1pct 至 40.9%，主要系营销投入增加，同期净利率同比提升 4.6pct 至 14.0%。公司略调整 FY25 全年毛利率/销售、行政及一般费用率预期至 54%/34%~34.5% (原预期分别为 53.5%/34%)。

图 55: 2024/4-2024/6, Deckers 毛利率 56.9%、净利润 14.0%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

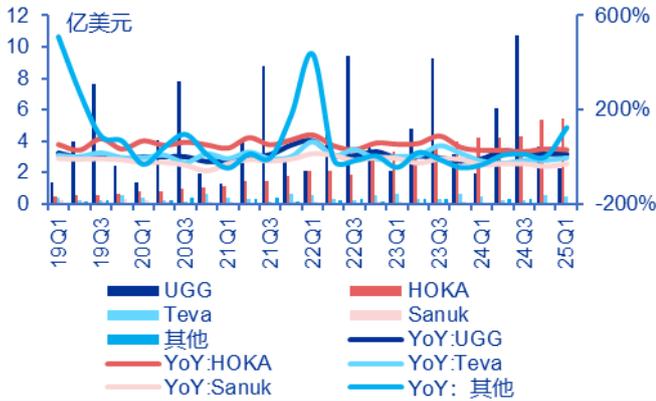
图 56: 2024/4-2024/6, Deckers 销售、行政及一般费用率 40.9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

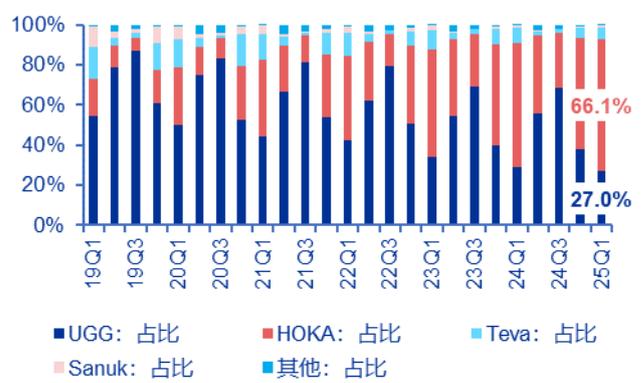
**分品牌：HOKA、UGG 收入增长强劲。** 2024/4-2024/6 (FY25Q1)，HOKA/UGG/Teva 品牌营收分别为 5.5/2.2/0.5 亿美元，同比增长 29.7%/增长 14.0%/下滑 4.3%，营收占比分别为 66.1%/27.0%/5.6%。公司维持主要品牌 FY25 全年收入增速预期，预计 HOKA 增长约 20%、UGG 增长约中单位数。

**图 57：2024/4-2024/6，UGG、HOKA 品牌营收双位数增长**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

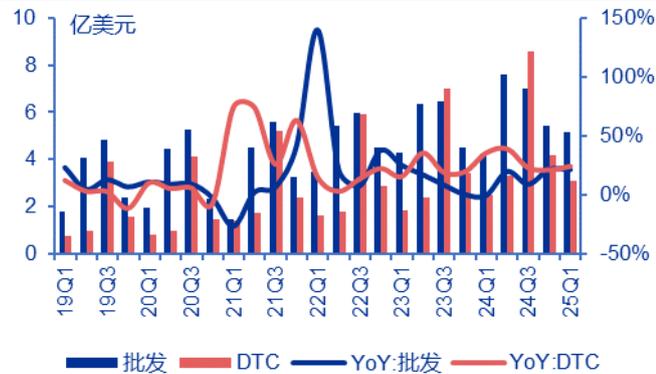
**图 58：2024/4-2024/6，UGG/HOKA 品牌营收占比 27.0%/66.1%**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

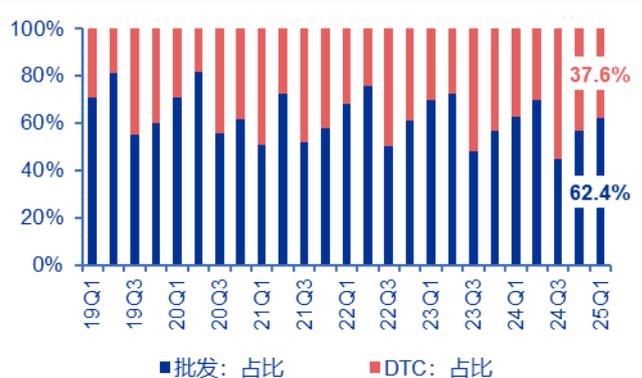
**分渠道：各渠道均实现强劲增长。** 2024/4-2024/6 (FY25Q1)，公司批发渠道/DTC 渠道营收同比增长 21.0%/增长 24.0%至 5.1/3.1 亿美元，增速环比回落 0.4pct/提升 3.0pct，营收贡献占比 62.4%/37.6%。各渠道需求增长，均衡发展。

**图 59：2024/4-2024/6，Deckers 批发/DTC 渠道营收同比增长 21%/24%**



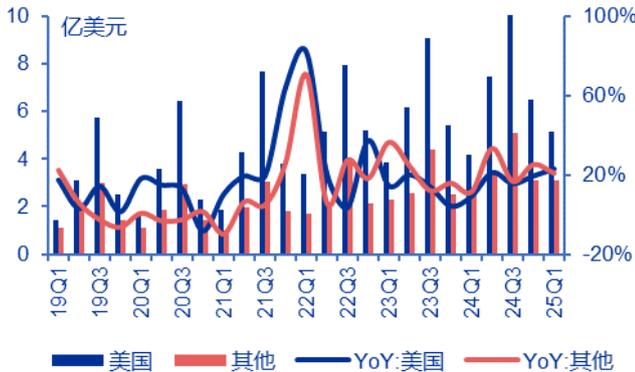
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 60：2024/4-2024/6，Deckers DTC 渠道营收占比 37.6%**

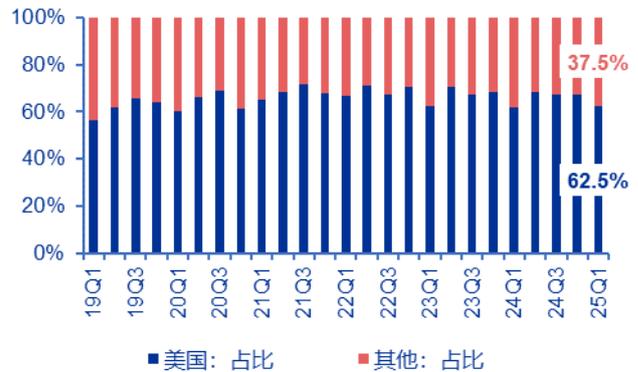


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**分地区：全球需求旺盛，美国市场增速环比提升。** 2024/4-2024/6 (FY25Q1)，美国市场营收同比增长 23.0%至 5.2 亿美元，增速环比提升 3.6pct，其他地区营收同比增长 20.8%至 3.1 亿美元，增速环比回落 4.4pct，美国/其他地区营收占比分别为 62.5%/37.5%。

**图 61：2024/4-2024/6，Deckers 美国市场营收同比增长 23.0%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 62：2024/4-2024/6，Deckers 在美国营收占比 62.5%**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**存货：FY25Q1 末库存金额同比略增，整体库存健康。**截至 2024 年 6 月 30 日，公司存货金额 7.5 亿美元，同比增长 1.7%、环比增长 58.8%，库存水平仍处于健康状态。

## 8. 投资分析意见

**24Q2 全球运动品牌业绩表现分化，库存水平健康，具体呈现以下特点：**

**1) 国货运动品牌：二季度需求端延续稳健增长趋势、需求韧性强，差异化的高端品牌与二线高性价比品牌表现更优。**24Q2 国内零售基数走高，但国货运动品牌终端表现仍具备韧性，24Q2 安踏/FILA/特步/361°品牌（线下）零售额同比增长高单位数/中单位数/10%/约 10%，且 K 型分化趋势持续，具有差异化定位的高端品牌和高性价比品牌增长更加迅速，特步、361°增速更高。此外，受益于户外运动热度高涨，功能性品类增长势头强劲，安踏旗下高端户外品牌当前基数低、正处于高速发展阶段，带动 24Q2 安踏旗下其他品牌增长 40%-45%。同时，二季度国货运动品牌库存健康、折扣改善，带动毛利率改善，运营质量较高。**展望 24Q3 及下半年，在终端零售基数缓和、赛事催化及新品加持下，运动服饰销售趋势有望延续，尤其今年夏季防晒服热度提升，国货品牌纷纷加码布局，在奥运期间品牌也顺势推出新产品，有望带动终端销售。**

**2) 国际运动品牌：二季度库存维持健康水平，但终端零售偏弱的背景下品牌表现持续分化。**当下库存对国际运动品牌的影响减弱，但终端零售环境偏弱，消费者更偏好新鲜产品，复古休闲运动风格再度受到消费者欢迎，此外新锐品牌聚焦专业功能性细分赛道，仍处于全球市场的高速开拓期，自身业绩同局部市场、阶段性需求波动的关联性尚不强，在当前能够穿越周期实现强劲增长，二季度 Deckers (HOKA 品牌母公司)、Adidas、Lululemon 营收增速领跑，传统品牌中 Nike、Puma、VF 收入出现个位数下滑。产品成本降低、折扣收窄带动毛利率改善，利润端整体趋势改善。

**估值比较：国货运动品牌经历估值回调，当前 PE 水平低于国际头部品牌。**当前国货运动品牌安踏体育/李宁/波司登/特步国际/361 度 24 年动态 PE 分别为 13/10/10/9/6 倍，

远低于 Nike/Lululemon/Puma/Deckers 的 26/19/18/29 倍，预计安踏体育/李宁/波司登 / 特步国际 /361 度的 24-26 年归母净利润复合增速分别达 5.5%/7.2%/14.7%/12.6%/14.0%，国内运动服饰行业具备成长性，行业集中度高，下半年随国内终端零售基数压力缓解、国际型体育赛事催化及户外运动渗透率提升，运动品牌零售端有望逐步改善。

**投资分析意见：24Q2 全球运动需求维持增长趋势，但需求多元化下品牌端业绩分化明显，库存维持健康水平。**基于全球运动品牌的发展趋势，提示运动产业链投资方向：**1) 国内功能性户外运动需求强劲，本土运动品牌崛起，推荐：安踏体育、波司登、361 度，建议关注：李宁、特步国际。**当前安踏体育/波司登/361 度 24 年 PE 为 13/10/6 倍，随内需基数压力缓和及体育赛事催化，看好 24H2 运动品牌的成长性。**2) 全球运动链进入补库周期，催化制造端订单景气度，推荐：申洲国际、华利集团、伟星股份，当前 24 年 PE 分别为 13/19/21 倍，随订单好转业绩有望逐步改善，看好头部制造商份额提升。**

表 4：全球运动服饰公司估值表

	证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			CAGR	PEG	评级
			2024/9/17	24E	25E	26E	24E	25E	26E	(24-26)	24E	
国货品牌	2020.HK	安踏体育	1,994	138.6	139.2	154.3	13	13	12	5.5%	2.4	买入
	2331.HK	李宁	341	31.0	33.3	35.6	10	9	9	7.2%	1.4	增持
	1368.HK	特步国际	117	11.5	13.0	14.6	9	8	7	12.6%	0.7	买入
	1361.HK	361 度	68	10.9	12.5	14.2	6	5	4	14.0%	0.4	买入
	3998.HK	波司登	396	36.3	41.9	47.7	10	9	8	14.7%	0.7	买入
	6110.HK	滔搏	147	17.9	19.2	20.9	7	7	6	8.3%	0.9	买入
国际品牌	NKE.N	Nike	1,196	46.1	52.0	57.6	26	23	21	11.8%	2.2	-
	ADS.DY	Adidas	392	6.5	13.5	19.0	60	29	21	71.0%	0.8	-
	LULU.O	Lululemon	328	17.5	18.5	20.1	19	18	16	7.2%	2.6	-
	PUM.DY	Puma	58	3.1	4.2	4.9	18	14	12	24.3%	0.8	-
	VFC.N	VF	71	2.2	3.9	4.9	33	18	14	50.4%	0.6	-
	DECK.N	Deckers	238	8.1	9.0	10.0	29	27	24	11.1%	2.7	-
	SKX.N	Skechers	103	6.5	7.6	8.7	16	14	12	15.3%	1.0	-
	UAA.N	Under Armour	33	0.4	1.6	2.2	77	21	15	128.5%	0.6	-
	ONON.N	On Running	159	2.3	2.6	3.5	69	60	45	24.0%	2.9	-
	AS.N	Amer Sports	70	1.9	3.2	4.3	37	22	16	49.5%	0.7	买入
运动制造	2313.HK	申洲国际	855	58.5	65.3	72.3	13	12	11	11.1%	1.2	买入
	300979.SZ	华利集团	760	39.1	45.2	52.6	19	17	14	16.1%	1.2	买入
	002003.SZ	伟星股份	146	7.0	8.1	9.3	21	18	16	15.2%	1.4	买入
	603558.SH	健盛集团	34	3.3	3.8	4.3	11	9	8	15.3%	0.7	买入

资料来源：Wind, Bloomberg, 申万宏源研究；注：有评级公司盈利预测为申万宏源预测，无评级公司盈利预测为 Bloomberg 一致预期，海外公司货币单位均为本币；港股公司市值单位为本币、盈利预测单位为人民币，故 PE 计算按港币兑人民币的即期汇率 (0.9) 进行了换算

## 9.风险提示

**全球需求增速不及预期，运动产业链景气度走弱。**当前欧美仍有通胀压力，Nike、Adidas 等代表性运动品牌公司业绩增速中枢下移，若海外需求边际转弱，传导至制造端可能导致外需订单下滑；国内零售环境正处于疫后复苏期，若内需改善低于预期，可能影响各品牌在国内市场的销售表现。

**全球运动品牌去库存，影响运动产业链正常运转。**21 年供应链危机叠加 22 年起需求波动，扰断了产业链的运转节奏，跟踪运动品牌库存情况来看，整体库存持续改善，虽然品牌库存优化，但短期终端景气度偏弱、补库偏谨慎，对制造订单的恢复程度存在影响。

**运动服饰行业竞争加剧，多元化格局导致市场集中度下滑。**瑜伽、跑步等专业细分赛道涌现众多新锐品牌，高举功能科技与生活方式，以新型品牌故事快速抢占消费者心智，从而不断冲击现有运动品牌市场份额。如果消费者选择多元化最终导向更激烈的品牌竞争，头部运动品牌的市场份额有可能出现进一步下滑。

**局部地缘政治风险，以及全球贸易的不确定性。**运动服饰品牌销售市场主要集中于欧美、中国市场，供应链布局主要集中于东南亚等地，当前局部地缘政治风险未消除，导致全球贸易存在不确定性，可能对全球运动服饰行业产生不利影响。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读完整篇报告，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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。