

製鞋與成衣產業

Adidas (ETR: ADS ; 未評等)

公司簡介：愛迪達為一間德國運動用品製造商，包含成衣、鞋類及運動配件。

再度下調 FY22 財測，主因中止 Yeezy 商品合作

- ▶ 3Q22 營收 64 億歐元，年增 11%，係因受惠運動復甦、主要市場需求放緩但仍穩健；EPS 1.91 歐元，年減係營業費用年增 20%。
- ▶ 3Q22 庫存年增 72%，係受通膨影響、平均成本提升；公司表示將持續減少 2023 年春夏款訂單、降低 outlet 下單以去化庫存。
- ▶ 繼 10 月底再度下調 2022 年營收展望至年增低個位數，主因中止 Yeezy 合作，第四季為該商品銷售旺季。

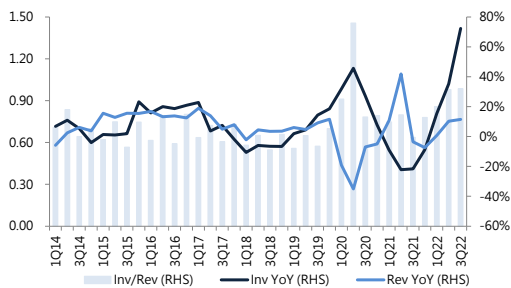
報告內文個股資訊

產業	公司	代碼	評等	目標價*
紡織	百和	9938 TT	持有- 落後同業	52
	寶成	9904 TT	未評等	--
	志強-KY	6768 TT	未評等	--
	申洲國際	2313 HK	持有- 超越同業	97.5*

資料來源：元大投顧

註：*為當地貨幣。

關鍵圖表：3Q22 庫存年增 72%



資料來源：公司資料、元大投顧

主要市場需求放緩但仍穩健，鞋類配件動能強

Adidas (ETR: ADS) 11/9 公布 3Q22 財報，營收 64 億歐元(年增 11%/季增 15%)，不計匯率年增 4%，係因 1) 運動復甦：鞋類/配件分別年增 9/15%，服飾則年減 4%；2) 主要市場成長放緩但仍穩健：歐洲/北美地區(佔比 38/27%)營收年增 7%/8%，中國(佔比 15%)解封復甦不如預期，營收年減 27%，亞太(佔比 9%)營收年增擴張至 15%；3) 足球/跑步類別產品年增 36%/42%。3Q22 毛利率 49.1%，年減 1.0ppt，主因 1) 運費與原物料成本增加；2) 較高折扣；3) 不利銷售通路組合；繼續營業部門 EPS 0.34 元，年減 86%，主因 1) 一次性費用；2) 匯率因素；3) 公司持續投資於數位化與消費者體驗導致營業費用年增 20%。

3Q22 庫存水位年增 72%，2H22 將持續改善滿足強勁市場需求

3Q22 存貨年增 72% (不計匯率 63%)，主因 1) 公司供應鏈交期相對疫情前延長 1 個月，導致公司須預先採購；2) 去年越南停工低基期；3) 美元升值；4) 平均成本受運價、FOB 採購價、產品組合改變而提升。存貨產品類別以成衣為多，鞋類庫存問題較不嚴重。以地區別，庫存影響最嚴重地區為北美。公司表示將持續減少採購 2023 年春夏款、降低超過 1000 間 outlet 的訂單；公司亦戰略性銷售長青產品，如打包至明年銷售維持毛利率，預期 3Q22 將為庫存高峰，4Q22 中止 Yeezy 合作庫存仍高，1Q23 將見明顯下降，2Q23 有望回歸正常水準。

10/25 中止 Yeezy 商品合作，再度下修 FY22 營收獲利財測

公司再次下修 FY22 不計匯率營收財測，自年增中個位數至年增低個位數(2Q22 給予財測為年增中高個位數)，主因公司 10/25 中止 Yeezy 商品合作，第四季為該類商品銷售旺季。FY22 毛利率/營利率亦下修 0.5ppt/1.5ppt 至 47.0%/2.5%，使繼續營業部門稅後淨利自 5 億歐元下修至 2.5 億，年減 83%。

Adidas 3Q22 庫存年增 72%，顯示其分銷渠道的庫存增加。因此，我們認為其主要中系服裝供應商如申洲(2313 HK，持有)會受到影響，係因 Adidas 貢獻申洲 2H22 總營收約 19%。

Adidas 台系供應鏈：9938 百和(營收佔約 25%)、6768 志強 KY (約 5 成)、9904 寶成(約 2 成)、4439 冠星(約 5 成)。由於鞋類銷售動能續佳且庫存水位相對成衣較低，製鞋廠志強 2022/10 出貨動能續強，惟百和鞋類輔料 10 月拉貨動能已見月減 2 成，預期製鞋類股也將進入訂單調整期；布料供應商冠星，營收則自 2Q22 起放緩。我們預期終端品牌於 4Q22 恐將進一步下修財測，係美國 1) 同店零售銷售指數年增持續放緩；2) 核心通膨仍居高不下；3) 薪資成長年增率已自今年 3 月放緩，預期後市消費仍有走弱跡象，4Q22 去庫存速度恐低於預期。

胡逸如
Lucy.Hu@yuanta.com

朱家傑 CFA
peter.kk.chu@yuanta.com

李昀儒
Justin.YR.Lee@yuanta.com

財報概覽與展望

圖 1：Adidas 2022 年第 3 季財報與市場預估

(百萬歐元)	3Q22	3Q21	YoY	3Q22 市場預估	差異
營業收入	6,408	5,752	11.4%	6,406	0.0%
營業毛利率	49.10%	50.14%	-1.0 ppt	49.05%	0.0 ppt
營業利益率	8.80%	11.68%	-2.9 ppt	8.82%	0.0 ppt
歸屬母公司稅後純益	347	960	-63.9%	188	-84.6%
調整後每股盈餘 (歐元)	1.91	4.94	-61.3%	1.07	77.8%

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 2：Adidas 各產品別營收年增率

營收 年增	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22
鞋類	3%	5%	1%	9%	4%	-23%	-29%	-2%	-4%	-15%	31%	38%	2%	-8%	13%	-2%	7%	9%
服飾	6%	1%	13%	9%	7%	-17%	-39%	-5%	9%	-12%	28%	85%	4%	1%	20%	-9%	-5%	-4%
配件	13%	12%	10%	92%	25%	15%	-52%	12%	-7%	-8%	-7%	115%	12%	15%	22%	20%	25%	15%
合計	4%	4%	6%	12%	6%	-19%	-35%	-3%	1%	-14%	27%	55%	3%	-3%	16%	1%	4%	4%

資料來源：公司資料、元大投顧

*不計匯率影響。

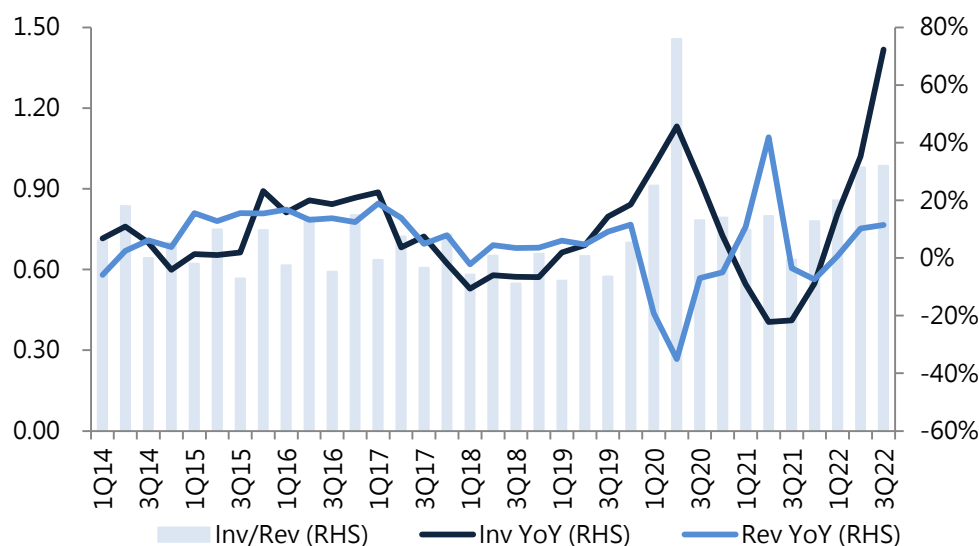
圖 3：Adidas 各地區別營收年增率

營收 年增	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22
歐洲	-3%	0%	3%	14%	3%	-8%	-40%	4%	-6%	-12%	8%	99%	9%	15%	24%	9%	8%	7%
北美	3%	6%	10%	10%	8%	1%	-38%	-1%	2%	-9%	8%	87%	9%	-4%	17%	13%	17%	8%
亞太	12%	8%	8%	13%	10%	-45%	-16%	-7%	1%	-17%	4%	66%	-8%	-6%	8%	-16%	-7%	15%
大中華	16%	14%	11%	18%	-45%	0%	-5%	7%	16%	14%	156%	-16%	-15%	-24%	3%	-35%	-35%	-27%
拉美	-3%	5%	5%	22%	7%	0%	-64%	-13%	7%	-16%	18%	230%	55%	9%	47%	38%	37%	51%

資料來源：公司資料、元大投顧

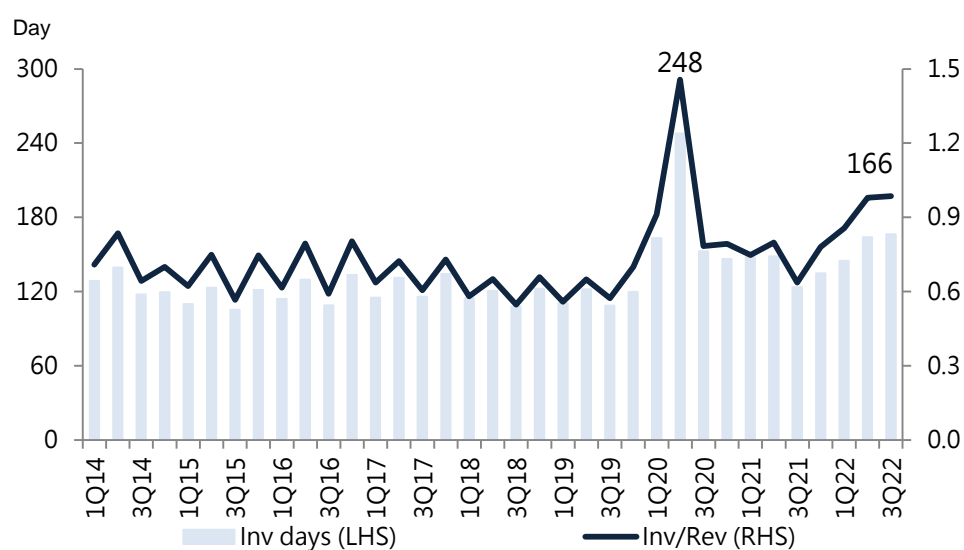
*不計匯率影響。

圖 4：2022 年第 3 季庫存年增 72%·存銷比達 0.99



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：2022 年第 3 季庫存天數上升至 166 天



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：Adidas 下調 2022 年營收獲利展望

2022F	新版 (2022/11/9)	舊版 (2022/10/20)
營收 (不計匯率影響)	年增低個位數	年增中高個位數
營業毛利率	47.0%	47.5%
營業利益率	2.5%	4.0%
繼續營業部門獲利	€2.5 bn	€5.0 bn

資料來源：公司資料、元大投顧

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於大盤。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於大盤。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2022 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或選購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士之個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 106 敦化南路二段
71 號 10 樓

首頁圖片來源：Pixabay