

—我們眼中的全球消費品 (2)

2007 年 10 月 20 日

All Day I Dream About Sport

- **全球第二、歐洲第一的運動產品運營商**：阿迪達斯 1949 年誕生於德國，目前已經有近 60 年的歷史，按照銷售額計算，阿迪達斯目前是全球第二大，歐洲第一大的運動產品運營商。截止至 2007 年 12 月，阿迪達斯在全球共實現 103 億歐元的銷售收入，並實現 5.5 億歐元的淨利潤。
- **輕資產模式的執行者，但是在加強自營店的數量**：阿迪達斯所採用的也是輕資產模式，但是其 20% 的產品是通過自營銷售，工廠也有一部分位於歐洲及美國，可見其更加注重速度。目前其希望能夠加強自營門店的數量和比重。
- **行銷和研發是其核心能力**：其每年投入銷售額的 12% 用於行銷，並成功贊助足球世界盃、歐洲杯以及奧運會等一些累重大賽事；另外，其每年投入近 1 億歐元用作產品的研發，目前每個季度可以設計出 2000-3000 個 SKU，而這些產品能夠完成當年總銷售額的 75%。
- **1995-2007 年公司收入及淨利潤複合年均增長率分別為 15.7% 及 13.2%**：公司在過去 14 年中銷售額錄得了 5.8 倍的增長，其中收入和淨利潤的年均複合率達到 15.7% 及 13.2%。
- **歷史上估值基本位於預測市盈率 20-30 倍區間**：阿迪達斯在過去 12 年基本都處於預測市盈率 20-30 倍的區間，只有極少數時間超過了 30 倍或者低於 20 倍。

★1 歐元=9.1 元人民幣

李嶽

86755-33367200

David.li@firstshanghai.com.hk

王柏俊, Patrick

86755-33367200

patrickwong @firstshanghai.com.hk

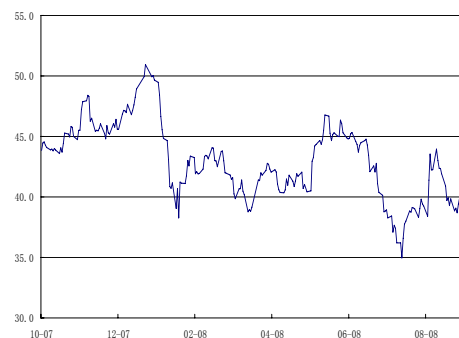
主要資料

行業	服裝零售
股價	32.4 歐元
股票代碼	ADSG
已發行股本	2.0 億股
市值	64.2 億歐元
52 周高/低	27.5—51.6 歐元
07 年每股淨現值	15.3 歐元
主要股東	Ashley Michael (2.9%) Capital Research (2.5%)

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入 (亿欧元)	10084	10299	10771	11341	12062
变动 (%)	52	2	5	5	6
净利润 (亿欧元)	483	551	640	751	829
基本每股收益 (欧元)	2.44	2.78	3.23	3.79	4.19
变动 (%)	14	14	16	17	10
基于32.4欧元的市盈率 (倍)	13.3	11.7	10.0	8.5	7.7
每股派息 (欧元)	0.37	0.39	0.48	0.54	0.61
息率 (%)	1.14	1.20	1.48	1.67	1.87

來源: 公司資料, Bloomberg

股價表現


來源: 彭博

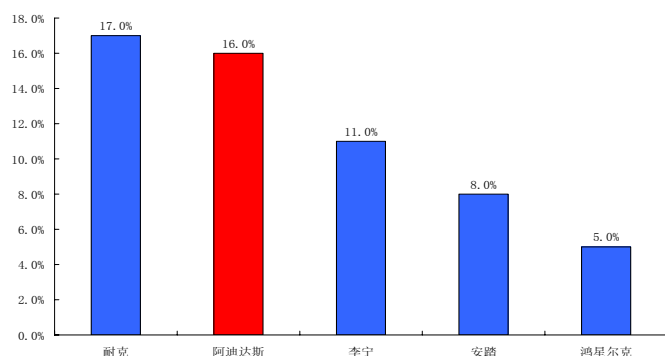
全球第二大的運動產品運營商

全球第二大的運動產品運營商，歐洲第一

阿迪達斯 1949 年誕生於德國，目前已經有近 60 年的歷史，按照銷售額計算，阿迪達斯目前是全球第二大的運動產品運營商。截止至 2007 年 12 月，阿迪達斯在全球共實現 103 億歐元的銷售收入，並實現 5.5 億歐元的淨利潤。

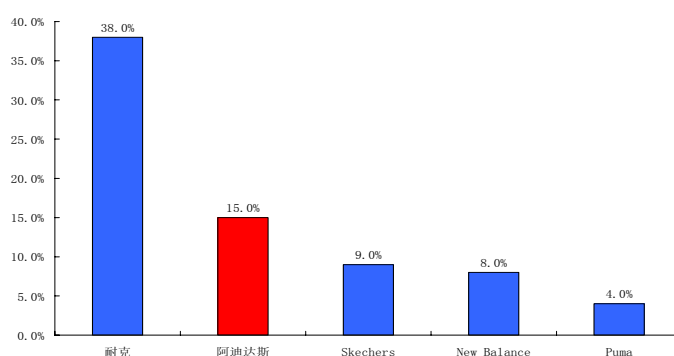
阿迪達斯集團在全球的銷售規模和市場份額僅次於耐克，例如按照 ZOU Marketing 的統計，Adidas 品牌在美國的市場份額達到 15%。如果再加上 Reebok 品牌，那麼預計市場份額將會接近 20%，而在增長最為強勁的中國，其也擁有極高的市場份額，Adidas 品牌市場份額達到 16%，如果加上銳步品牌，預計整體市場份額將會超過耐克，達到 20%。另外，如果按照整體銷售額來看，其在歐洲地區的銷售額為 43.7 億歐元（約 59.0 億美元），而耐克為 56.0 億美元，低於阿迪達斯集團。

圖 1: 中國五大運動品牌



資料來源：Zou Marketing

圖 2: 美國五大運動品牌



資料來源：Zou Marketing

多品牌戰略

如其他超級公司一樣，阿迪達斯也採用多品牌戰略，旗下共擁有 3 個主要品牌，並分為 7 個子系列，三個品牌在各個不同的領域各領風騷，相互補充。

Adidas 品牌成立於 1949 年，是公司的主打品牌，定位在大眾化的專業體育運動行業以及休閒系列，品牌的含義是“我整天夢想著運動（All Day I Dream About Sport）”。旗下子品牌包含 Adidas 三道杠系列、Adidas 三葉草系列以及 Y-3 系列，分別定位為專業體育、休閒以及高檔休閒。2007 財年阿迪達斯品牌共實現銷售 71.1 億歐元銷售。

銳步品牌 1895 年成立於英國，2005 年被阿迪達斯公司以 31 億歐元收購，Reebok 單詞本身的含義是非洲一種擅長奔跑的羚羊。旗下品牌包括三個系列，分別定位專業運動以及休閒。2007 財年銳步品牌共實現銷售額 23.7 億歐元。

Taylormade 品牌成立於 1979 年，1999 年被阿迪達斯公司收購，其是全球最著名的球杆以及高爾夫球的品牌。其旗下也有兩個子品牌，分別定位為運動裝備

以及服裝、鞋子。

從阿迪達斯的品牌戰略來看，我們認為其雖然是多品牌戰略，但是：

- 1、阿迪達斯單品牌還是佔據絕對比重。
- 2、雖然有多個系列，但是還是以運動系列的比重最高。
- 3、多品牌戰略的基礎是收購，而不是自己創立。即便是 1999 年收購 Taylormade 時，阿迪的銷售額也已經達到 53 億歐元。

圖 3: 阿迪達斯旗下品牌

主打品牌	标志	銷售額 (銷售占比)	子系列	品牌標示	品牌	銷售額 (占此系列)	定位
Adidas		71.1 亿欧元 69%	運動系列		Sport Performance	56.9 亿欧元 80%	專業體育、特別是足球
			休閒系列		Sport Style	14.2 亿欧元 20%	休閒，還包括 Y-3
阿迪達斯集團 (103 亿欧元)	Reebok	23.7 亿欧元 23%	運動系列		Reebok	18.7 亿欧元 79%	專業體育、特別是籃球
			曲棍球系列		Reebok-CCM Hockey	2.1 亿欧元 9%	全球最大的曲棍球產品運營品牌
			休閒系列		Rockport	2.8 亿欧元 12%	休閒系列
Taylormade		18.5 亿欧元 18%	高級系列		Taylormade	13.1 亿欧元 71%	定位更加高端和專業，裝備為主
			大眾系列		Adidas Golf	5.4 亿欧元 29%	普通的高爾夫運動產品，服裝為主

資料來源：公司資料

歐洲業務還是佔據主要位置

阿迪達斯集團的業務遍佈全球，不過其銷售額還是主要在歐洲完成，其歐洲業務銷售額達到了 43.6 億歐元，占到公司總銷售額的 42.3%。同期耐克在歐洲的銷售為 41.3 億歐元，略小於阿迪達斯集團。

分品牌看，如果不計算貨幣匯率變動的調整，Adidas 品牌 2007 年的銷售額為 71.1 億歐元，同比增長 12%，其中在拉丁美洲和亞洲地區錄得了最快速的增長，分別為 39.0% 及 17%。Reebok 品牌則沒有增長，在拉丁美洲和亞洲地區增長分別達到 32.0% 及 24.0%，但是在美國和歐洲分別有 1% 及 5% 的倒退，其中銳步品牌 2006 年只併入了 11 個月（而在計算了匯率變動的表中，兩年都是按照 12 個月計入的）。

圖 4: 阿迪達斯分地區銷售情況概覽

百万欧元	欧洲	北美	亚洲	拉丁美洲	总数
2003年	3,365	1,562	1,116	179	6,267
2004年	3,068	1,332	1,192	224	5,860
2005年	3,166	1,561	1,523	319	6,636
2006年	4,162	3,234	2,020	499	10,084
2007年	4,360	2,929	2,254	657	10,299
占比	42.3%	28.4%	21.9%	6.4%	100.0%
耐克	4,132	4,690	2,119	849	11,790
占比	35.0%	39.8%	18.0%	7.2%	100.0%

資料來源：公司資料

如果分品牌來看，Adidas 在歐洲的銷售額佔據總體銷售額的 50%，也就是 36.0 億歐元，亞洲業務佔據 24%，實現 17.1 億元銷售，北美和拉丁美洲分別占到 18%及 8%。而 Reebok 在歐洲的銷售額僅僅占到 32%，北美的業務佔據 53%為 12.3 億歐元。

圖 5: 阿迪達斯分地區銷售增長情況概覽

未作货币调整	欧洲	北美	亚洲	拉丁美洲	总数
Adidas	8.0%	5.0%	17.0%	39.0%	12.0%
Reebok	-1.0%	-5.0%	24.0%	32.0%	0.0%
Taylormade	5.0%	-9.0%	20.0%	32.0%	1.0%
总数	7.0%	-2.0%	18.0%	38.0%	7.0%
货币调整后	欧洲	北美	亚洲	拉丁美洲	总数
Adidas	7.0%	-3.0%	11.0%	34.0%	7.0%
Reebok	-3.0%	-13.0%	18.0%	21.0%	-4.0%
Taylormade	3.0%	-14.0%	11.0%	20.0%	-4.0%
总数	5.0%	-9.0%	12.0%	32.0%	2.0%

資料來源：公司資料

未作貨幣調整中，銳步反映的是 07 年 12 個月對 06 年 11 個月的銷售增長，而在貨幣調整後，則是 12 個對比

以鞋類產品為主，但是在服裝方面似乎更加有優勢

阿迪達斯集團的產品結構中，鞋子依然佔據了最高的比重，達到 46.1%。這一點和我們之前所分析的一致（參照我們之前發出的耐克報告）。

但是正如公司自己所說得那樣，其在服裝方面似乎有著更大的優勢，從最近幾年的銷售數字看，其在服裝方面的銷售增長似乎更加穩定，基本都是為在 5%-15%之間。

圖 6: 阿迪達斯分產品銷售情況概覽

百万欧元	鞋子	服装	配件	总数
2003年	2,767	2,222	1,278	6,267
增长	-5.3%	10.8%	-39.1%	-6.5%
2004年	2,620	2,462	778	5,860
增长	13.7%	13.6%	10.5%	13.2%
2005年	2,978	2,798	860	6,636
增长	58.9%	46.7%	44.9%	52.0%
2006年	4,733	4,105	1,246	10,084
增长	0.4%	6.3%	-5.1%	2.1%
2007年	4,751	4,365	1,182	10,299
占比	46.1%	42.4%	11.5%	100.0%

資料來源：公司資料

兩個品牌 08 年訂貨情況參差不齊

08 年全年的訂貨會在 07 年均已完成，08 年阿迪達斯品牌主要贊助了歐洲杯足球賽和北京奧運會，因此今年的整體增長情況還是不錯，整體增長在 17% 左右（貨幣調整前），但是銳步品牌的增長依然疲軟，將會下降 8%。

公司表示 08 年上半年其同店銷售同比有雙位數的增長。

圖 7: 阿迪達斯分品牌 08 年訂單情況概覽

Adidas品牌	欧洲	北美	亚洲	整体	Reebok品牌	欧洲	北美	亚洲	整体
未作货币调整					未作货币调整				
鞋子	14.0%	-5.0%	29.0%	13.0%	鞋子	9.0%	-30.0%	6.0%	-12.0%
服装	20.0%	4.0%	30.0%	20.0%	服装	-13.0%	19.0%	20.0%	3.0%
整体	18.0%	-2.0%	28.0%	17.0%	整体	-1.0%	-20.0%	12.0%	-8.0%
Adidas品牌	欧洲	北美	亚洲	整体	Reebok品牌	欧洲	北美	亚洲	整体
已作货币调整					已作货币调整				
鞋子	11.0%	-14.0%	22.0%	8.0%	鞋子	6.0%	-36.0%	0.0%	-18.0%
服装	17.0%	-6.0%	23.0%	15.0%	服装	-16.0%	8.0%	14.0%	-3.0%
整体	15.0%	-11.0%	22.0%	12.0%	整体	-4.0%	-27.0%	5.0%	-14.0%

資料來源：公司資料

第三季度是銷售旺季，也是利潤的主要貢獻期

根據最近兩年的銷售數字看，第三季度是銷售的主力季節，同時也是最大的利潤貢獻季。例如對於 Adidas 品牌來說，第三季度的銷售可以達到 20.1 億歐元，占到全年的 28.3%，而經營利潤則占到 42.9%。

圖 8: 阿迪達斯分季度業績情況概覽

Adidas品牌					Reebok品牌					Taylor品牌				
百万 欧元	一季度	二季度	三季度	四季度	百万 欧元	一季度	二季度	三季度	四季度	百万 欧元	一季度	二季度	三季度	四季度
2006年	1,776	1,532	1,941	1,378	2006年	454	595	778	645	2006年	201	264	194	197
销售 占比	26.8%	23.1%	29.3%	20.8%	销售 占比	18.4%	24.1%	31.5%	26.1%	销售 占比	23.5%	30.8%	22.7%	23.0%
2007年	1,819	1,635	2,012	1,648	2007年	524	514	728	567	2007年	180	239	190	197
销售 占比	25.6%	23.0%	28.3%	23.2%	销售 占比	22.5%	22.0%	31.2%	24.3%	销售 占比	7.7%	10.2%	8.1%	8.4%
2006年	828	679	926	597	2006年	162	190	283	228	2006年	86	119	85	86
毛利 毛利率	46.6%	44.3%	47.7%	43.3%	毛利 毛利率	35.7%	31.9%	36.4%	35.4%	毛利 毛利率	42.9%	45.0%	43.7%	43.7%
2007年	859	754	992	765	2007年	193	201	293	216	2007年	79	107	84	91
毛利 毛利率	47.2%	46.1%	49.3%	46.4%	毛利 毛利率	36.8%	39.1%	40.2%	38.1%	毛利 毛利率	43.9%	44.7%	44.3%	46.0%
2006年	279	135	365	9	2006年	17	(4)	58	15	2006年	2	33	15	22
经营 利润率	15.7%	8.8%	18.8%	0.7%	经营 利润率	3.7%	-0.7%	7.5%	2.3%	经营 利润率	1.0%	12.5%	7.7%	11.2%
2007年	270	191	395	64	2007年	6	(1)	84	21	2007年	(1)	27	15	24
利润 经营利润率	14.8%	11.7%	19.6%	3.9%	利润 经营利润率	1.1%	-0.2%	11.5%	3.7%	利润 经营利润率	-0.6%	11.3%	7.9%	12.2%

資料來源：公司資料

商業模式：更加注重速度

與耐克以及其他運動品牌一樣，阿迪達斯所採用的也是輕資產模式，也即外包生產及零售環節，但是其依然保持了一部分零售。

生產：95%外包，但並不是都放在低成本國家

阿迪達斯 95%產品都是通過外包工廠來生產的，2007 年與其合作的工廠共有 377 間，相比 06 年的 547 間下降了 31%，主要是因為在 07 年將以前 Reebok 的工廠和 Adidas 工廠進行了整合。所有工廠中，71%位於亞洲，17%位於歐洲，12%位於美國。

如果按照生產的產品數量來計算，2007 年公司共銷售 2.01 億雙鞋，06 年同期為 2.0 億雙，主要因為 Adidas 品牌產品的銷量增長較多。亞洲工廠所生產的鞋子佔據總銷量的 96%（中國佔總量的 49%），美國和歐洲工廠分別佔據 2%。

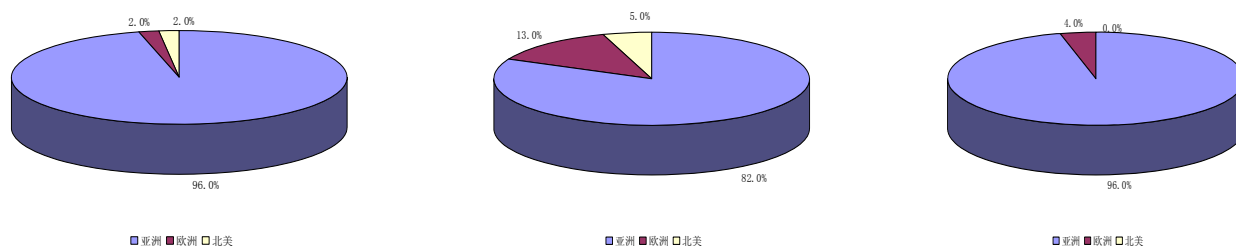
而對於服裝來說，07 年公司共生產 2.5 億件，06 年為 2.3 億件。亞洲工廠佔據了 82%（中國佔據總量的 32%），美國和歐洲分別佔據 5%及 13%。

我們看到公司的工廠並非全部建在發展中國家，公司表示一方面是因為其過去的工廠大都位於歐洲，因此還有一部分老廠保持，另一方面是因為其對一些要求更快速度和更高技術含量的產品進行本地化生產（美國和歐洲）。

公司能夠把更多的鞋子放在亞洲來生產，也印證了我們之前的觀點——鞋子的壁壘更高，諸如耐克、阿迪達斯這樣的公司具有領導力，因此對於商業模式的選擇方面可以不注重速度。

另外，公司對於生產的要求很高，會經常進行工廠拜訪，07 年其共有 1007 次工廠訪問以保證工廠能夠很好的配合公司的發展。

圖 9: 阿迪達斯各地工廠生產產量比重概覽 (依次為鞋子、服裝及配件)



資料來源：公司資料

銷售：80%以上外包，但是在加強自營店的數量

阿迪達斯的分銷模式和耐克類似，也是更多的依靠分銷商。以 Adidas 品牌為例，其 07 年銷售額的 83%是通過分銷商來完成的，而 Reebok 品牌的 84%是通過分銷商來完成的。

但是公司對於自營門店似乎更加重視，其在 07 年經營著 1003 間 Adidas 品牌門店及 430 間 Reebok 品牌門店，同比增加 228 間及 147 間。而銷售額也分別增長 28%及 31%。

公司表示增加自營門店數量主要是爲了更好的掌握消費者的喜好，我們認爲這背後的一個原因可能是公司在服裝方面的優勢較大所致。

自營門店中，運動概念店和工廠店占到最高比重，Adidas 的運動概念店數量最多，但是工廠店貢獻的銷售收入最多，達到 49%。

圖 10: 阿迪達斯及銳步自營零售店概覽



資料來源：公司資料

更加注重速度的商業模式

公司並不完全將生產放置在發展中國家，同時也不完全外包銷售，這種模式使得他能夠在某些方面有更強的終端控制力和更快的反應速度。

阿迪達斯在中國

阿迪達斯集團在中國的發展非常迅速，根據我們的統計，截止至 2008.2.27 公司總的門店數量達到 4556 間，其中 Adidas 品牌 4006 間，Reebok 品牌 550 間，

但是根據公司的數位，總門店數量已經達到 5900 間。按照公司的規劃，2010 年其總門店數量將要達到 7000 間。

在中國，阿迪達斯的最大零售商為寶勝以及百麗，分別佔據其在中國的 25%。

圖 11: 阿迪達斯及銳步在中國門店分佈概覽 (2008.2.27)

	上海	北京	广东	新疆	江苏	青海	陕西	内蒙古	甘肃	山西		
Adidas	314	218	378	24	321	7	64	38	9	47		
Reebok	65	57	21	5	64	0	13	4	1	5		
	浙江	天津	重庆	四川	湖北	湖南	广西	安徽	福建	辽宁		
Adidas	408	95	107	226	161	114	77	91	150	264		
Reebok	52	22	3	19	14	7	11	20	14	37		
	云南	西藏	吉林	黑龙江	河北	江西	贵州	宁夏	山东	海南	河南	
Adidas	83	3	107	130	116	69	44	7	215	30	89	
Reebok	7	0	15	25	15	6	8	0	28	2	10	

資料來源：公司資料

注：紅色代表直轄市

行銷與研發共助競爭壁壘

品牌定位及形象

正如我們之前對耐克所分析的那樣，品牌定位是企業生存的核心要務。阿迪達斯的定位為大眾化的專業體育產品運營商，相比耐克來說，阿迪達斯的產品更加成熟，更加穩重。

阿迪達斯的口號為“Impossible is nothing”，而其目前使用的標誌為經典的三道杠，相比之前的三葉草更加凸現了阿迪達斯的陽剛和穩重。1994年之前，公司陷入困境，瀕臨破產，其中很重要的一個原因就是三葉草形象不夠幹練，也不夠富有激情，因此94年在更換了標誌之後，其再次獲得復活。

對體育資源形成壟斷

阿迪達斯將每年銷售收入的約13%用於推廣行銷，主要的形式為簽約全世界最著名的球隊和球員，以及贊助各種頂級賽事。例如07年公司投入在這方面的費用總額高達13.8億歐元。

06年世界盃足球賽其也是獨家贊助商，同年其足球產品的銷售增長了30%至12億歐元，效果十分明顯。08年其成功的贊助了歐洲杯和北京奧運會。另外，繼贊助北京奧運會及德國世界盃之後，其又成功獲得2012年倫敦奧運會以及2010年南非世界盃的贊助權。

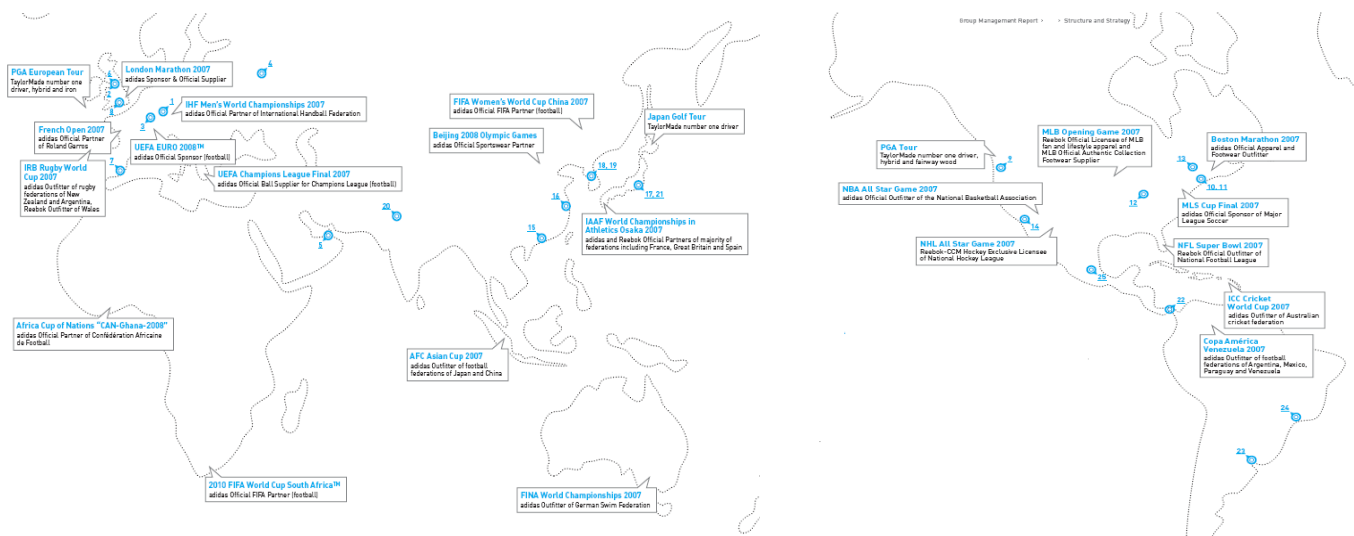
這種對於體育資源的壟斷使其形成了極高的壁壘，很難打破。

圖 12: 阿迪達斯旗下球隊 AC 米蘭及休士頓火箭隊



資料來源：公司資料

圖 13: 阿迪達斯最近幾年贊助賽事情況概覽



資料來源：公司資料

對研發的專注保證了其持久生命力

在我們看來，行銷和研發是構成一家運動產品企業壁壘的核心因素。

公司對於研發的持續投入也是較大的，其 07 年共投入 8400 萬歐元（銷售額的 0.8%）用作產品的研發，其中的 65%為研發人員的成本，總研發人員數量達到 976 人。除了自有的研發人員之外，其還同全球頂級的研發機構合作進行研發，例如其與 Sports Technology Research Group of the University of Loughborough and Sheffield 進行緊密的合作，進行足球等產品的研發。其每季約開發 2000-3000 個 SKU。

研發本身對於銷售的推動作用是毋庸置疑的，例如 Adidas 品牌 2007 年的銷售額中，有 77%是最新的產品，3 年以及 3 年以上科技所創造的商品只占到了 6%，而 Reebok 品牌的情況也類似，分別為 61%及 10%。

圖 14: 2007 年阿迪達斯集團獲得的產品獎項概覽

Award	Magazine	Product	Segment
Best Motion Stabilizing Shoe	Running Network US	adiSTAR Control 4 running shoe	adidas
Best Updated Shoe	Runner's World US	Supernova Cushion running shoe	adidas
Best Updated Shoe	Runner's World UK	adiSTAR Cushion & running shoe	adidas
Best Cushioning Shoe	Running Network US	Premier Road Cushion KFS	Reebok
Best Debut Shoe Trail Category	Runner's World US	Premier Minocqua TR	Reebok
Best Apparel Company	Golf Week	adidas Golf apparel	TaylorMade-adidas Golf

資料來源：公司資料

圖 15:2008 年阿迪達斯集團主要新產品概覽

Product	Brand	Launch Date
Predator [®] PowerSwerve football boot	adidas	Nov. 2007
adiPure football boot	adidas	Dec. 2007
UEFA EURO 2008™ Match Ball, EUROPASS	adidas	Dec. 2007
adiSTAR Control 4 running shoe	adidas	Jan.
adidas Originals "Handbags For Feet" collection	adidas	Jan.
adidas Originals Denim by Diesel apparel collection	adidas	Feb.
Stella McCartney "Golf" apparel collection	adidas	Feb.
adidas Originals "adidas Grün" collection	adidas	Mar.
adiZero CS running shoe	adidas	Mar.
F50 TUNIT™ football boot	adidas	Mar.
miCoach training system	adidas	Mar./Apr.
Women's Yatra training collection	adidas	Jul.
adiSTAR Revolt running shoe	adidas	Sep.
Team Signature Creator basketball shoe	adidas	Oct.
Men's training adidas TECHFIT™ POWERWEB	adidas	Dec.
Freestyle Cities Collection	Reebok	throughout 2008
Awon Pink Ribbon collection	Reebok	Jan./Feb.
Hex Ride Rally running shoe	Reebok	Feb.
KFS Sprintfit II Pro football boot	Reebok	Feb. – Jul.
Vince Young Electrify SD (American football boot)	Reebok	May
Voltron Men's footwear collection	Reebok	Jun.
Premier Verona KFS running shoe	Reebok	Jul.
Yao Pump Omni Hex Ride basketball shoe	Reebok	Aug.
Women's American football apparel collection	Reebok	Aug./Sep.
Big Papi 2M (baseball footwear)	Reebok	Oct.
Rbk OPS 7K Sickick Stick	Reebok-CCM Hockey	Nov. 2007
CCM Vector U+ Stick	Reebok-CCM Hockey	May
Rockport Signature Series	Rockport	Mar.
Tour Preferred [®] Red and Black balls	TaylorMade-adidas Golf	Jan.
Burner [®] and Burner [®] TP balls	TaylorMade-adidas Golf	Jan.
TOUR360 LTD adidas Golf shoe	TaylorMade-adidas Golf	Feb.
TECHFIT™ POWERWEB adidas Golf apparel line	TaylorMade-adidas Golf	Mar.
r7 [®] CGB MAX Limited driver	TaylorMade-adidas Golf	Apr.
r7 [®] CGB MAX Rescue hybrid	TaylorMade-adidas Golf	Apr.
Tour Burner [®] TP driver	TaylorMade-adidas Golf	Apr.
Tour Burner [®] iron	TaylorMade-adidas Golf	Apr.

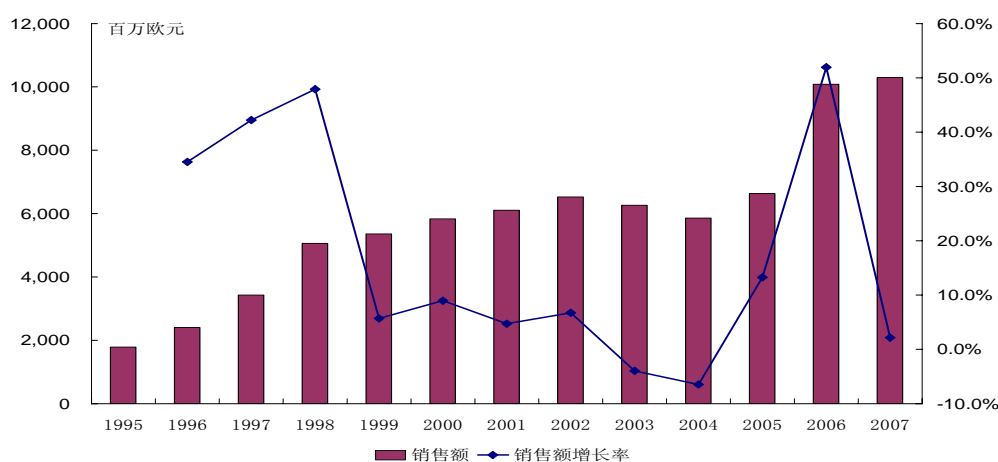
資料來源：公司資料

財務分析

銷售收入：年均複合增長率 15.7%

阿迪達斯銷售收入從1995年的17.9億歐元增長至2007年的103.0億歐元，年均複合增長率高達15.7%。06年收入大幅增長的主要原因是併入了Reebok品牌，如果扣掉收購品牌的影響，其年均複合增長率約為10%。

圖 16: 1995-2007 年阿迪達斯銷售金額增長率概覽



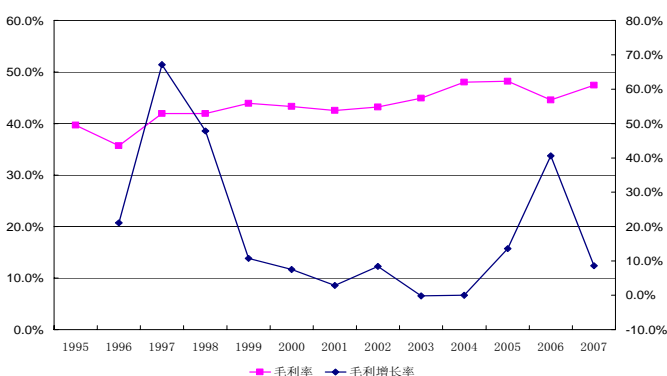
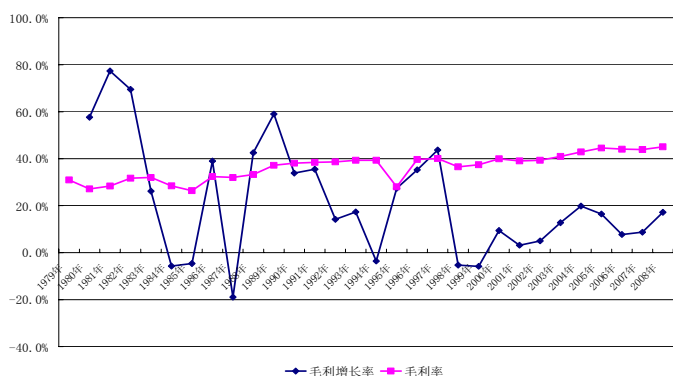
資料來源：公司資料

毛利率：穩步抬升

公司的毛利率持續提升，從95年的39.7%提升至2007年的47.4%。我們發現其毛利率十分穩定，並不像耐克那樣的波動，僅在96年經濟較差的時候有了明顯的下降，我們認為這可能和公司的戰略有關，也即其注重穩定而非成長。

圖 17: 79-08 年耐克毛利增長率以及毛利率概覽

圖 18: 95-07 年阿迪毛利增長率以及毛利率概覽



資料來源：公司資料

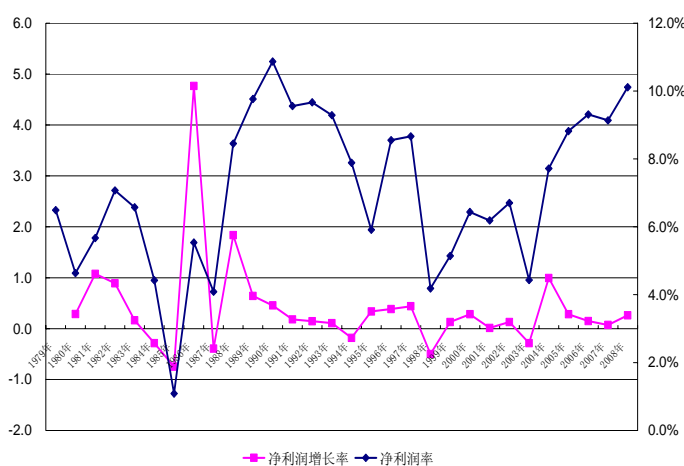
資料來源：公司資料

淨利潤率：維持在 3%-7%

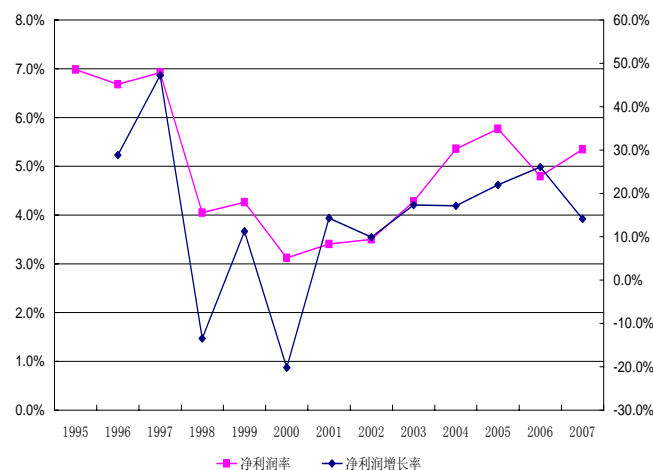
公司的淨利潤在07年達到5.5億歐元，利潤率達到5.4%。

公司的淨利潤在過去12年中波動較大，有2次出現了利潤倒退，但是整體來說利潤率情況比較穩定，基本都維持在3%-7%之間。

圖 19: 79-08 年耐克淨利增長率以及淨利率概覽 **圖 20: 95-07 年阿迪淨利增長率以及淨利率概覽**



資料來源：公司資料



資料來源：公司資料

存貨周轉情況、應付賬齡和應收賬齡

2007年公司應收賬齡、存貨周轉天數以及應付賬齡分別為52天、109天以及54天，同比都有所上升，這主要是因為Reebok部分的周轉情況較差。

另外，其周轉情況要比Nike為差，例如存貨周轉天數要比耐克高出近20天，我們認為一方面是因為其自營門店較多，另一方面還是因為其供應鏈還是不夠成熟。

我們發現公司01年的存貨周轉天數有所上升，而相應的是02、03年銷售增長率大幅下降，並出現了倒退，但是毛利率並未下降，我們認為這可能是因為公司在01年全球經濟受到衝擊之後，公司並沒有及時打折促銷，而是採用“穩健”策略，最終導致銷售下滑，並傳導至品牌商端。

圖 21: 阿迪達斯周轉情況概覽

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
應收天數	68	96	71	69	66	55	43	52
存貨天數	129	133	121	124	124	127	93	109
應付天數	56	60	64	67	63	68	47	54

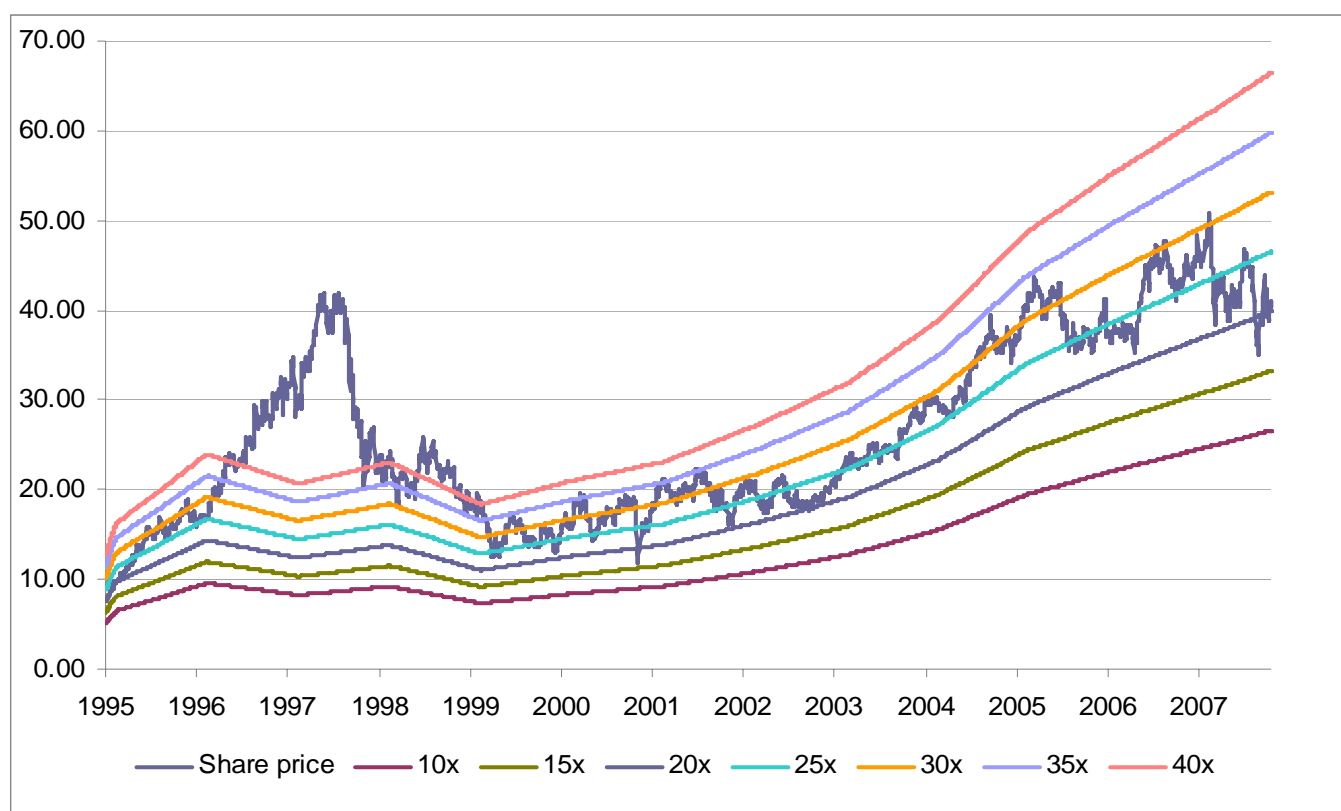
資料來源：公司資料

估值分析

歷史估值研究

- 1、過去 14 年中，大多數時間其預測市盈率位於 20-30 倍區間。
- 2、長期來看，20 倍是比較安全的。

圖表 22：阿迪達斯歷史估值帶



資料來源：公司資料

阿迪達斯的一些啓示

以下結論都是基於對阿迪達斯的研究得出的，不排除在研究了彪馬之後有改變的可能性。

銷售能力很重要，即便偶爾損失一些毛利也是必要的

正如我們之前所述，耐克更加注重銷售，而阿迪達斯似乎更加注重毛利率的穩定性。但最終的結果是阿迪達斯在經濟不好的幾年裏毛利率也十分穩定，但是銷售規模增速和市場份額卻遠遠落後於耐克。

與國際足聯、歐足聯以及奧會的緊密關係促成了其對重大賽事的壟斷

與這些重要官方機構的長期合作和緊密地聯繫也使其能夠長期稱霸歐洲市場，耐克花費了很大時間和精力也未能超越。

能否控制成本成爲重要的決定性因素

阿迪達斯歷史上有 3 次幾乎倒閉，很重要的原因是當耐克等企業成長起來之後，競爭變得激烈，能否很好的控制生產成本和費用成爲關鍵因素，但是長期處於壟斷地位的阿迪達斯並沒有意識到這些問題。不過拯救這個企業的也是將工廠挪至亞洲國家同時削減費用。

在關鍵問題上出現了誤判

阿迪達斯長期稱霸體育用品行業，但是伴隨著耐克等企業成長起來，挑戰變得也越來越多，消費者消費也變得多樣，但是公司並沒有敏銳的察覺到這一點。例如其一直將自己視作專業體育產品，消費群體就是專業的和業餘的運動員，當全球慢跑運動流行起來之後，耐克和銳步抓住了這個機會，並將阿迪達斯超越。

另外，邁克爾喬丹一直是阿迪達斯的崇拜者，整個大學都是身穿阿迪達斯的運動裝，因此 83 年需要代言運動品牌時首選是阿迪達斯，但是耐克出價 100 萬美元豪賭，阿迪達斯並沒有意識到這個球星所能帶來的經濟效用，因此放棄，最終促成了耐克的飛躍。

專注更加重要，收購往往在企業有足夠規模之後再進行

阿迪達斯旗下品牌銳步和 Tylormade 品牌均是通過收購獲得的。我們認爲在運動品行業，品牌壁壘極高，因此最佳的擴張模式是把自有品牌做大之後，再去收購一些在原有品牌不強的領域具有明顯優勢的品牌，而不是從頭做一個品牌，耐克的做法也是如此。

附錄 1：主要財務報表

损益表						财务分析					
<欧元> <百万>, 财务年度截至<12月31日>											
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	10,084.0	10,299.0	10,771.4	11,341.2	12,062.1	盈利能力					
毛利	4,495.0	4,882.0	NA	NA	NA	毛利率 (%)	44.6%	47.4%	NA	NA	NA
其他业务收入	90.0	102.0	NA	NA	NA	EBITDA 利率 (%)	10.7%	11.2%	11.9%	12.6%	12.9%
销售及管理费用	(3,566.0)	(3,911.0)	NA	NA	NA	净利率 (%)	4.8%	5.4%	5.9%	6.6%	6.9%
其他收入	55.0	80.0	NA	NA	NA	营运表现					
营运收入	881.0	949.0	1,062.8	1,208.8	1,308.0	SG&A/收入 (%)	-35.4%	-38.0%	NA	NA	NA
净财务收入 (开支)	(158.0)	(134.0)	NA	NA	NA	实际税率 (%)	-31.4%	-31.9%	NA	NA	NA
联营公司	0.0	0.0	NA	NA	NA	股息支付率 (%)	17.7%	18.5%	NA	NA	NA
税前盈利	723.0	815.0	936.7	1,087.4	1,198.9	库存周转天数	92.8	109.8	NA	NA	NA
所得税	(227.0)	(260.0)	NA	NA	NA	应付账款天数	44.0	53.7	NA	NA	NA
少数股东应占利润	13.0	4.0	NA	NA	NA	应收账款天数	43.1	50.9	NA	NA	NA
净利润	483.0	551.0	640.2	751.3	828.9	财务状况					
折旧及摊销	(193.0)	(204.0)	(220.2)	(225.2)	(243.9)	净负债/股本	-0.40	-0.34	NA	NA	NA
EBITDA	1,074.0 #	1,153.0	1,284.2	1,432.3	1,551.3	收入/总资产	1.20	1.24	NA	NA	NA
增长						总资产/股本	2.96	2.75	NA	NA	NA
总收入 (%)	52.0%	2.1%	4.6%	5.3%	6.4%	盈利对利息倍数	5.58	7.08	NA	NA	NA
EBITDA (%)	31.1%	7.4%	11.4%	11.5%	8.3%						
净利润 (%)	26.1%	14.1%	16.2%	17.4%	10.3%						
资产负债表						现金流量表					
<欧元> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<欧元> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	311.0	295.0	NA	NA	NA	EBITDA	1,074.0	1,153.0	1,284.2	1,432.3	1,551.3
应收账款	1,415.0	1,459.0	NA	NA	NA	其他项目	(67.0)	(175.0)	NA	NA	NA
存货	1,607.0	1,629.0	NA	NA	NA	营运资金变化	52.0	57.0	NA	NA	NA
其他流动资产	592.0	755.0	NA	NA	NA	所得税	(297.0)	(255.0)	NA	NA	NA
总流动资产	3,925.0 #	4,138.0	NA	NA	NA #	营运现金流	762.0	780.0	NA	NA	NA
固定资产	689.0	702.0	NA	NA	NA	资本开支	(166.0)	(200.0)	NA	NA	NA
无形资产	3,193.0	2,921.0	NA	NA	NA	其他投资活动	(2,822.0)	(85.0)	NA	NA	NA
其他	572.0	565.0	NA	NA	NA	投资活动现金流	(2,988.0)	(285.0)	NA	NA	NA
总资产	8,379.0 #	8,325.0	NA	NA	NA	负债变化	1,099.0	(424.0)	NA	NA	NA
短期负债	0.0	0.0	NA	NA	NA	股本变化	6.0	0.0	NA	NA	NA
应付帐款、应付票据	(752.0)	(849.0)	NA	NA	NA	股息	(70.0)	(86.0)	NA	NA	NA
所得税	(283.0)	(285.0)	NA	NA	NA	其他融资活动	0.0	0.0	NA	NA	NA
其他应付帐款	(1,157.0) #	(1,295.0)	NA	NA	NA	融资活动现金流	1,035.0	(510.0)	NA	NA	NA
总短期负债	(2,192.0)	(2,429.0)	NA	NA	NA	现金变化	(1,214.0)	(16.0)	NA	NA	NA
长期银行贷款	(2,578.0)	(2,146.0)	NA	NA	NA	期初持有现金	1,525.0	311.0	NA	NA	NA
其他负债	(773.0)	(716.0)	NA	NA	NA	期末持有现金	311.0	295.0	NA	NA	NA
总负债	(3,351.0) #	(2,862.0)	NA	NA	NA #						
少数股东权益	8.0	11.0	NA	NA	NA						
股东权益	2,828.0	3,023.0	NA	NA	NA						
账面值	14.3 #	15.3	NA	NA	NA						
营运资金	6,117.0	6,567.0	NA	NA	NA						

資料來源：公司資料、Bloomberg

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。