

# 纺织服装海外跟踪系列四十三

## 亚玛芬一季度业绩好于公司指引，始祖鸟品牌及大中华区引领增长

### ◆ 行业研究 · 行业快评

### ◆ 纺织服饰

### ◆ 投资评级:超配(维持评级)

证券分析师:	丁诗洁	0755-81981391	dingshijie@guosen.com.cn	执证编码: S0980520040004
证券分析师:	刘佳琪	010-88005446	liujiaqi@guosen.com.cn	执证编码: S0980523070003

### 事项:

**公司公告:** 2024年5月21日,亚玛芬体育(Amer Sports)披露截至2024年3月31日的2024财年第一季度业绩:收入同比增长13%至11.8亿美元,经调净利润同比增长44%至0.39亿美元。

**◆ 国信纺服观点:** 1) **业绩和指引核心观点:** 公司一季度收入及盈利超出市场预期和此前指引,始祖鸟品牌、DTC渠道、大中华区引领增长; 2) **2024财年一季度:** 一季度收入同比增长13%至11.8亿美元;毛利率同比提高1.2个百分点至54.0%;受销售管理费用率增长影响经调营业利润率同比下降2.4个百分点至11.0%,但高于公司此前指引;经调净利率同比提升0.7个百分点至3.3%;经调稀释后EPS为0.08美元,去年同期为0.07美元。毛利率持续提升及营业利润率超预期的原因主要在于毛利率最高的始祖鸟品牌增长快于其他品牌、物流成本的降低、采购业绩的改善、渠道和地区结构的变化,同时毛利率受到不利汇率变动及部分业务库存调整所带来的负面影响; 3) **收入结构拆分:** Technical Apparel业务及DTC渠道持续引领增长,大中华区及其他亚太地区表现亮眼; 4) **业绩指引:** 维持2024全年收入指引,经调稀释EPS预计接近此前0.30-0.40美元指引高段; 5) **投资建议:** 公司此次业绩好于市场预期和公司此前指引,彰显了出色的成长性。尤其始祖鸟品牌、DTC渠道和中国市场仍为公司重要的增长和盈利驱动力。此外,公司2024年及未来5年收入增长速度目标领先行业,彰显公司对户外运动行业和公司品牌运营能力的信心;资本结构持续优化,公司计划将致力于在未来几年内,通过提升EBITDA和偿还债务将杠杆比率降低到1.5x或更低水平。看好安踏体育受益合营公司在2024年起盈利贡献的增加,与长期安踏集团国际化业务的发展潜力。

### 评论:

**◆ 业绩和指引核心观点:** FY2024Q1收入及盈利超出市场预期和公司此前指引,始祖鸟品牌、DTC渠道、大中华区引领增长

亚玛芬体育(Amer Sports)是一个全球性的标志性运动和户外品牌集团,旗下品牌包括Arc'teryx、Salomon、Wilson、Atomic和Peak Performance。公司于2024-2-1在纽交所上市,安踏体育持有Amer Sports股份约47.5%。

2024年一季度收入同比+13%,不变汇率收入同比+14%,好于彭博一致预期(+8%)和公司此前指引(+6~8%);毛利率同比提高1.2个百分点至54.0%,好于彭博一致预期(53.6%)和公司此前指引(53.5%);经调营业利润率同比下降2.4个百分点至11.0%,好于彭博一致预期(9.9%)和公司此前指引(9.0-10.0%)。公司收入和盈利超预期,主要基于高利润率的始祖鸟品牌快速增长,一季度始祖鸟品牌所属的Technical Apparel业务收入同比+44%;分渠道和区域看,DTC渠道和大中华区收入增长领先,收入分别同比+41%和51%,均超出彭博一致预期。

**图1: Amer Sports 业绩和指引一图**

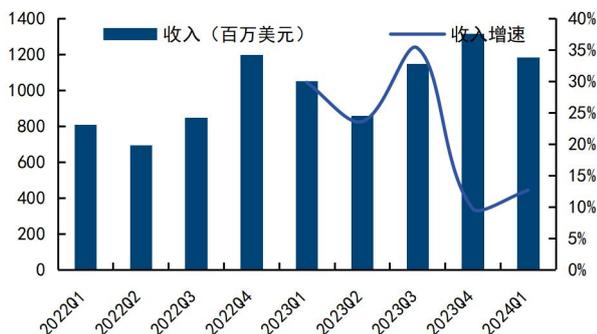
单位: 百万美元		FY23Q1-实际	FY24Q1-实际	彭博预期	Beat/Miss	FY24Q1指引	FY24Q2指引	FY2024指引	FY2024彭博预期
<b>财务数据</b>	<b>金额</b>	<b>1050</b>	<b>1183</b>	<b>1130</b>	<b>4.7%</b>				<b>4966</b>
	YOY		12.6%	7.6%		6-8%	10%	维持: 中双位数	13.7%
	毛利率	<b>52.8%</b>	<b>54.0%</b>	<b>53.6%</b>	<b>0.4%</b>	<b>53.5%</b>	<b>54.0%</b>	维持: 接近54.0% (此前: 53.5-54.0%)	<b>53.8%</b>
	销售管理费用率	40.2%	45.2%	43.7%	1.4%				
	EBITDA	182	171	146	17.4%				
	经调EBITDA	<b>183</b>	<b>182</b>	<b>156</b>	<b>16.4%</b>				
	经调EBITDA增速		-0.5%	-14.6%					
	经调EBITDA比率		15.4%	13.8%	1.6%				
	经调营业利润	<b>141</b>	<b>130</b>	<b>111</b>	<b>16.8%</b>				
	经调营业利润增速		-7.8%	-21.1%					
	经调营业利润率	13.4%	11.0%	9.9%	1.1%	9-10%	0.0%	维持: 10.5-11.0%	10.8%
	财务费用	85	94	105	-10.4%	100-110	45-50	下调: 215-225 (此前: 240-250)	
	财务费用率	8.1%	7.9%	9.3%	-1.3%				
	净利润	19	5	1	242.3%				171
	经调净利润	<b>27</b>	<b>39</b>	<b>8</b>	<b>414.5%</b>				<b>195</b>
	经调净利率	2.6%	3.3%	0.7%	2.6%				
	经调稀释EPS	<b>0.07</b>	<b>0.08</b>	<b>0.02</b>	<b>300.0%</b>	<b>-0.01~0.02</b>	<b>-0.08~-0.04</b>	接近此前指引0.30~0.40美元高段	<b>0.40</b>
<b>分部数据</b>									
<b>分品类收入</b>		<b>1050</b>	<b>1183</b>	<b>1134</b>					
	Technical Apparel	355	510	466	9.3%				
	YOY		43.7%	31.4%		>30%		上调: >25%(此前: >20%)	25.0%
	Outdoor Performance	377	400	377	6.1%				
	YOY		6.1%	0.0%		持平		下调: 中至高单位数增长 (此前: 高单位数增长)	8.4%
	Ball & Racquet Sports	318	273	291	-6.1%				
	YOY		-14.2%	-8.6%		下降双位数		维持: 低到中单位数	4.2%
<b>分渠道收入</b>		<b>1050</b>	<b>1183</b>	<b>1128</b>					
	零售	347	489	450	8.6%				
	YOY		40.9%	29.7%		20%		此前: 30%	26.6%
	批发	703	694	678	2.3%				
	YOY		-1.3%	-3.5%		小幅下滑到持平		此前: 中个位数	5.0%
<b>分市场收入</b>		<b>1050</b>	<b>1183</b>	<b>1113</b>					
	EMEA	357	359	329	9.2%				
	YOY		0.6%	-7.9%					
	北美	410	410	412	-0.5%				
	YOY		0.0%	0.5%					
	大中华区	205	310	275	12.8%				
	YOY		51.2%	34.1%					
	其他亚太地区	78	104	97	7.0%				
	YOY		33.3%	24.6%					
<b>分品类经调营业利润</b>		<b>160</b>	<b>147</b>	<b>132</b>					
	Technical Apparel	83	117	98	19.5%				
	经调营业利润率	23.4%	22.9%	21.0%	2.0%	略高于20%		维持: 略高于20%	19.9%
	Outdoor Performance	31	19	17	11.8%				
	经调营业利润率	8.2%	4.8%	4.5%	0.2%	中单位数		维持: 高单位数	9.1%
	Ball & Racquet Sports	46	11	17	-34.8%				
	经调营业利润率	14.5%	4.0%	5.8%	-1.8%	低到中单位数		维持: 中单位数	4.3%

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 2024 年第一季度业绩: 收入同比增长 13%, 毛利率与经调净利率同比提升

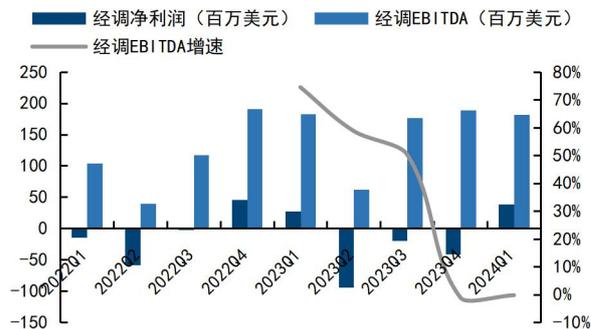
2024 年第一季度收入同比增长 13%至 11.8 亿美元, 按业务划分, 收入和利润增长主要靠始祖鸟品牌所在的 Technical Apparel 业务带动; 按地区划分, 收入增长主要靠大中华区和其他亚太地区带动; 按渠道划分, 主要受 DTC 渠道快速增长推动。毛利率同比提高 1.2 个百分点至 54.0%, 经调营业利润率同比下降 2.4 个百分点至 11.0%; 经调整净利润为 0.39 亿美元, 同比+44.4%, 经调净利率同比提升 0.7 个百分点至 3.3%; 经调稀释后 EPS 为 0.08 美元, 去年同期为 0.07 美元。

图2: 公司季度收入及增速



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司季度经调整EBITDA、经调整净利及增速



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

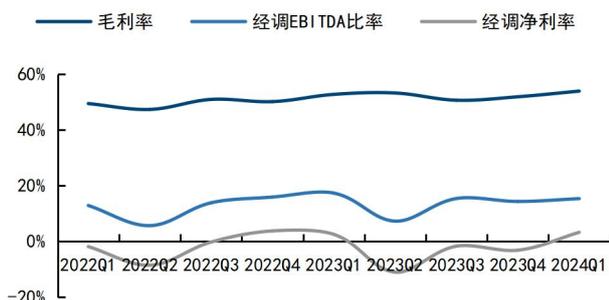
**毛利率持续提升, 销售管理费用率增长致营业利润率下降, 但营业利润率仍高于公司此前指引**

2024 年一季度毛利率同比提升 1.2 个百分点至 54.0%，经调毛利率同比提升 1.1 个百分点至 54.3%。正面因素主要包括：毛利率最高的始祖鸟品牌增长快于其他品牌、物流成本的降低、采购业绩的改善、渠道和地区结构的变化；负面因素包括：Technical Apparel 业务的不利汇率影响，以及与 Outdoor Performance 和 Ball & Racquet 业务相关的库存调整。

SG&A 费用率同比增长 4.9 个百分点至 45.2%，增长的主要因素包括 DTC 渠道收入快速增长致收入占比提升，以及用于支持公司增长的 IT 基础设施投资和新店扩张支出增长。经调营业利润率同比下降 2.4 个百分点至 11.0%，高于此前公司给出的 9.0~10.0% 的指引。财务费用率同比小幅下降 0.1 个百分点至 7.9%。

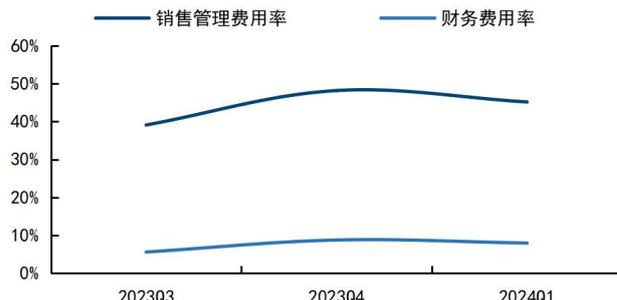
资本结构显著改善，第一季度利用 IPO 的收益偿还了约 14 亿美元的债务，债务净额（即金融机构和关联方贷款减去现金及现金等价物）从年底的 32 亿美元下降到第一季度末的 17 亿美元；以 2024 年调整后营业利润指引的中枢值计算，净债务与调整后 EBITDA 的比率已接近 2.5 倍，公司计划将致力于在未来几年内，通过提升 EBITDA 和偿还债务将杠杆比率降低到 1.5x 或更低水平。

图4: 公司季度利润率水平



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司季度费用率水平



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

**◆ Technical Apparel 业务及 DTC 渠道持续引领增长, 大中华区及其他亚太地区表现亮眼**

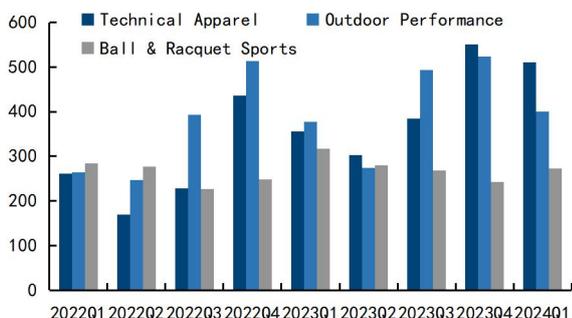
1、分业务收入及营业利润: 1) Technical Apparel 业务: 收入同比增长 44%至 5.1 亿美元, 始祖鸟品牌继续所有地区、渠道、消费群体和产品类别中保持强劲的品牌势头, 推动了业绩的超预期增长。其中 DTC 渠道收入增长 46%, 批发渠道收入增长 40%; DTC 渠道的增长主要得益于门店网络的扩张 (净增 19 家新零售)

售门店），以及现有门店和电商平台销量的强劲增长；批发渠道的增长是基于现有客户和门店强劲的订单量、持续改善的准时交货和库存，公司预计今年第二季度及今年剩余时间内批发渠道将不会继续以这种速度增长。调整后营业利润率同比下降 0.5 个百分点至 22.9%，主要受汇兑损失影响。2) **Outdoor Performance 业务**：收入同比增长 6%至 4.0 亿美元。其中 DTC 渠道收入增长 42%，而批发渠道收入下降 3%，主要受到北美严峻环境的负面影响。调整后营业利润率同比下降 3.5 个百分点至 4.8%，主要受 DTC 渠道收入占比提升导致销售管理费用增加影响。3) **Ball & Racquet 业务**：收入同比下降 14%至 2.7 亿美元，Wilson 品牌继续受制于其核心市场的挑战，而去年同期的收入增长和盈利能力都很强劲，因为去年的库存量有所改善，经销商和消费者都提前购买以避免缺货。调整后营业利润率同比减少 10.4 个百分点至 4.0%，主要因收入减少，以及折扣增加和不利的产品组合也对毛利率产生了负面影响。

**2、分地区收入**：分地区看，增长主要由大中华区和其他亚太地区带动，大中华区收入同比增长 51%，其他亚太地区收入同比增长 33%。北美和 EMEA 地区收入基本持平。

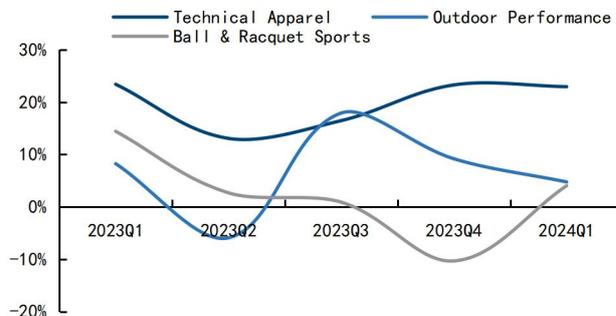
**3、分渠道收入**：DTC 渠道收入同比增长 41%，所有地区 DTC 渠道均实现了双位数的增长；批发渠道收入下降 1%。

图6：分品类收入（百万美元）



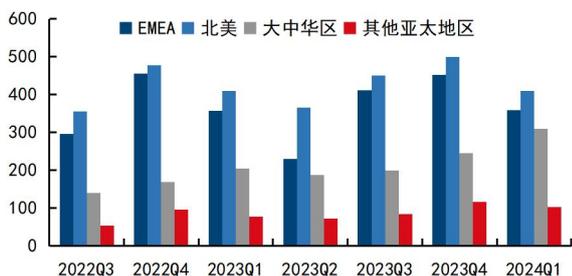
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图7：分品类营业利润率



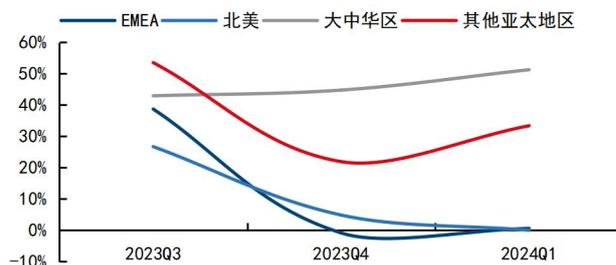
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图8：分地区收入（百万美元）



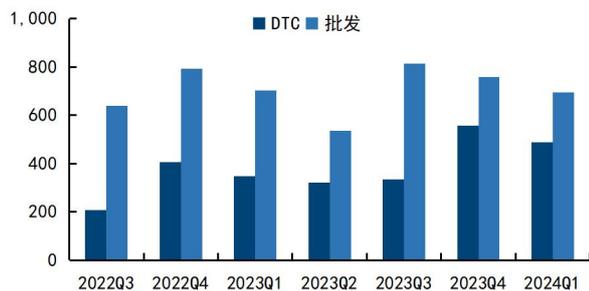
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图9：分地区收入增速



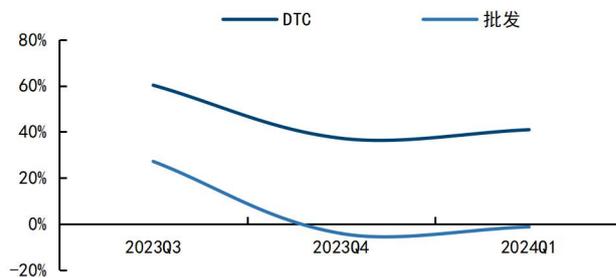
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图10: 分渠道收入 (百万美元)



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图11: 分渠道收入增速



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 业绩指引: 维持 2024 全年收入指引, 经调稀释 EPS 预计接近此前 0.30-0.40 美元指引高段

1、**2024Q2:** 收入预计增长 10%, 包含出售 ENVE 业务所带来的影响; 调整后毛利率约 54.0%; 调整后营业利润率 0.0%; 净财务成本: 0.45-0.50 亿美元; 调整后税前利润的实际税率约为 38%; 经调稀释每股收益 -0.08~-0.04 美元。

2、**2024 全年:** 维持收入增长中双位数的指引, 由于目前只完成了一个季度的工作, 并且要在今年剩余时间内弥补 ENVE 收入的损失, 因此目前没有上调全年收入指引; 小幅上调毛利率指引, 调整后毛利率约 54.0% (此前为 53.5-54.0%); 维持调整后营业利润率 10.5-11.0% 的指引; 下调折旧摊销费用至 2.5 亿美元 (包括 1.1 亿美元的 ROU 折旧) (此前为 2.58 亿美元); 下调净财务成本至 2.15-2.25 亿美元 (此前为 2.4-2.5 亿美元); 上调调整后税前利润的实际税率至 38% (此前为 25%-35%); 经调稀释每股收益预计接近此前 0.30-0.40 美元指引的高段 (其中包括一季度再融资相关的非经常性财务成本对每股收益产生的 0.03-0.04 美元的负面影响)。

### 3、分品类:

**Technical Apparel:** 上调收入指引, 预计 2024 全年收入增长超过 25% (此前: 超过 20%), 维持调整后的分部营业利润率略高于 20% 的指引。

**Outdoor Performance:** 下调收入指引, 预计 2024 全年收入实现中高单位数增长 (此前: 高单位数增长), 维持调整后部门运营利润率实现高单位数的指引。

**Ball & Racquet:** 维持指引, 预计 2024 全年收入低至中单位数增长, 调整后分部营业利润率实现中单位数。

### ◆ 投资建议

公司此次业绩好于市场预期和公司此前指引, 彰显了出色的成长性。尤其始祖鸟品牌、DTC 渠道和中国市场仍为公司重要的增长和盈利驱动力。此外, 公司 2024 年及未来 5 年收入增长速度目标领先行业, 彰显公司对户外运动行业和公司品牌运营能力的信心; 资本结构持续优化, 公司计划将致力于在未来几年内, 通过提升 EBITDA 和偿还债务将杠杆比率降低到 1.5x 或更低水平。看好安踏体育受益合营公司在 2024 年起盈利贡献的增加, 与长期安踏集团国际化业务的发展潜力。

表1: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
AS. N	亚玛芬体育	无评级	115.93	-15.25	-3.82	2.64	4.67	-7.6	-30.3	44.0	24.8
可比公司											
NKE. N	耐克	无评级	671.55	25.51	23.16	26.41	28.58	26.3	29.0	25.4	23.5
ADS. DY	阿迪达斯	无评级	1790.71	24.79	-3.30	25.32	54.56	72.2	-542.5	70.7	32.8
DECK. N	Deckers	无评级	7066.56	104.30	134.00	195.81	217.89	67.8	52.7	36.1	32.4
2020. HK	安踏体育	买入	81.45	2.82	3.69	4.75	4.76	28.9	22.1	17.1	17.1
2331. HK	李宁	买入	21.42	1.55	1.23	1.32	1.48	13.8	17.4	16.2	14.5
1368. HK	特步国际	买入	5.34	0.37	0.41	0.44	0.50	14.6	13.1	12.1	10.7

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 无评级公司的 EPS 预测来自彭博一致预期。

### ◆ 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。

## 相关研究报告：

- 《纺织服装双周报（2405期）-4月服装社零受高基数影响，电商渠道增长亮眼》——2024-05-20
- 《纺织服装年报和一季报总结-制造出口业绩靓丽，品牌消费表现稳健》——2024-05-14
- 《纺织服装海外跟踪系列四十二-阿迪达斯一季度库存下降22%，上调全年收入与利润指引》——2024-05-14
- 《纺织服装5月投资策略暨年报&一季报总结-一季度制造企业景气度回升，品牌表现分化》——2024-05-11
- 《纺织服装品牌力跟踪月报 202404期-比音勒芬加码奥运营销，识货平台李宁增长明显》——2024-05-10

## 免责声明

### 分析师声明

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。

### 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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 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中所提及的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 层  
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