

纺织服饰

2025 年 03 月 02 日

亚玛芬体育 (AS)

——业绩表现超预期，25 年指引双位数增长

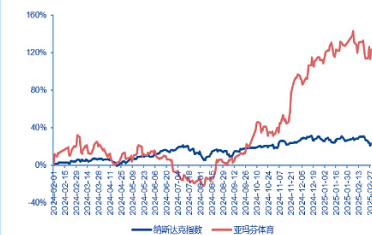
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 2 月 28 日

收盘价 (美元)	29.88
纳斯达克指数	18847.28
52 周最高/最低 (港币)	34.00/10.11
总市值 (亿美元)	163.31
流通股本 (百万股)	546.36
汇率 (人民币/美元)	7.28

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

刘佩 A0230523070002
liupeil@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818x
liupeil@swsresearch.com

投资要点：

- **Amer Sports 发布 24Q4 及全年业绩，业绩表现超预期。1) 全年收入快速增长，利润扭亏为盈。**24 年全年收入 51.83 亿美元，同比增长 18% (固定汇率下增长 19%)，略超此前业绩预告的收入增长 16-17% 高段，净利润 7300 万美元，扭亏为盈，调整后净利润 2.36 亿美元，稀释每股收益 0.47 美元，高于此前指引 0.43-0.45 美元。**2) 24Q4 成长提速。**公司收入 16.36 亿美元，同比增长 23% (固定汇率下增长 24%)，净利润 1500 万美元，同比增长 117%；调整后净利润 9000 万美元，同比增长 388%。
- **分业务看，三大业务部门均势头向好，利润率改善，科技服饰业务领衔高增。**科技服装业务 (代表品牌始祖鸟) 24 年收入同比增长 36% 至 21.94 亿美元，营业利润率同比提升 1.5pct 至 21.0%。户外业务 (代表品牌萨洛蒙) 全年收入 18.36 亿美元，同比增长 10%，24Q4 收入加速增长 13% 至 5.94 亿美元，全年营业利润率同比提升 0.4pct 至 9.4%。球类业务 (代表品牌威尔逊) 24 年全年收入 11.53 亿美元，同比增长 4%，24Q4 收入加速增长 22% 至 2.96 亿美元，全年营业利润率同比提升 0.7pct 至 2.1%。
- **大中华及亚太地区延续强劲表现，DTC 业务为核心增长驱动。**大中华区 24 年收入 13.0 亿美元，同比增长 53.7%，收入占比 25%。亚太地区收入 5.1 亿美元，同比增长 45.5%，收入占比 10%。其中，24Q4 加速增长 52.4% 至 1.76 亿美元。美洲地区收入 18.6 亿美元，同比增长 6.5%，收入占比 36%，24Q4 收入提速至双位数增长。EMEA 地区 24 年收入 15.1 亿美元，同比增长 3.8%，收入占比 29%，24Q4 加速增长 8.1% 至 4.9 亿美元。分渠道看，批发渠道仍为主要渠道，但 DTC 业务为核心增长驱动。24 年批发收入 29.2 亿美元，同比增长 3.7%，收入占比 56%，仍为主要渠道。DTC 渠道增长迅猛，24 年收入 22.7 亿美元，同比增长 42.7%，收入占比 44%，24Q4 收入加速提升 46.4% 至 8.3 亿美元。
- **利润率稳步提升，库存管控较好。**24 年公司毛利率为 55.4%，同比提升 3pct，调整后毛利率为 55.7%。公司销售及管理费用合计同比增长 21% 至 24.3 亿美元，对应费用率同比提升 1.1pct 至 46.9%。最终营业利润为 4.7 亿美金，同比增长 56%，对应营业利润率同比提升 2.2pct 至 9.1%，调整后营业利润率为 11.1%，利润率改善趋势明确。库存管控较好，截止到 24 年底库存同比增加 11% 至 12.2 亿元，低于收入增速。
- **展望 25 年，公司预计收入双位数增长，利润率继续提升。**25 年公司预计收入同比增长 13-15% (不利汇率拖累约 2.5pct)，其中，25Q1 预计收入增长 14-16% (不利汇率拖累约 3pct)。分业务看，科技服装 25 年预计增长 20%，户外业务增长低双位数，球类业务增长低至中单位数。毛利率 25 年预计为 56.5-57.0%，营业利润率 11.5-12.0%，趋势上行。
- **公司为国际化体育用品集团，高端户外品牌布局前瞻，渠道转型效果明显，未来多品牌、多区域有望接力增长，持续看好未来增长潜力，维持“买入”评级。**考虑到公司业绩持续超预期，我们上调 25-26 年盈利预测并新增 27 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 3.5/4.5/6.8 亿美元 (原 25-26 年为 3.2/4.3 亿美元)，维持给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场及渠道拓展不及预期；市场竞争加剧风险；品牌推广不及预期。

财务数据及盈利预测

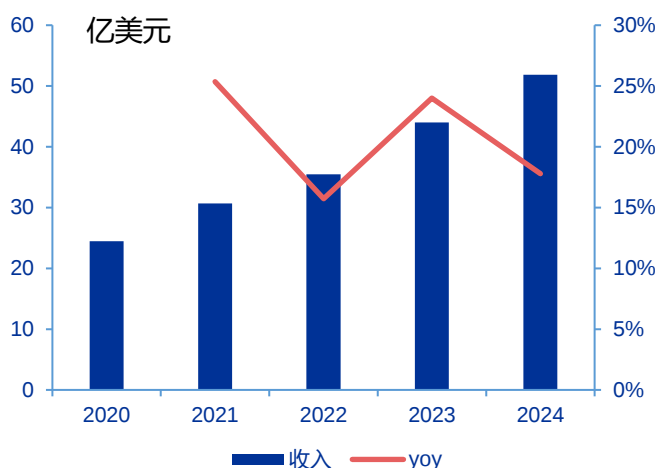
货币单位：美元	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入 (百万元)	4,400	5,183	5,958	6,774	7,587
同比增长率 (%)	24%	18%	15%	14%	12%
归母净利润 (百万元)	-209	73	345	452	679
同比增长率 (%)	-	-	375%	31%	50%
每股收益 (调整后, 元/股)	-0.27	0.47	0.69	0.89	1.22
毛利率 (%)	52.5%	55.4%	56.7%	57.2%	58.3%
市盈率	-	225	47	36	24

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



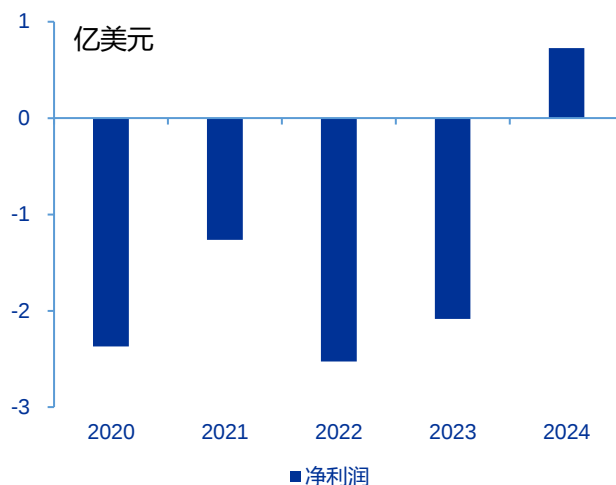
申万宏源研究微信服务号

图 1：2024 年公司收入 51.8 亿美元，同比增长 18%



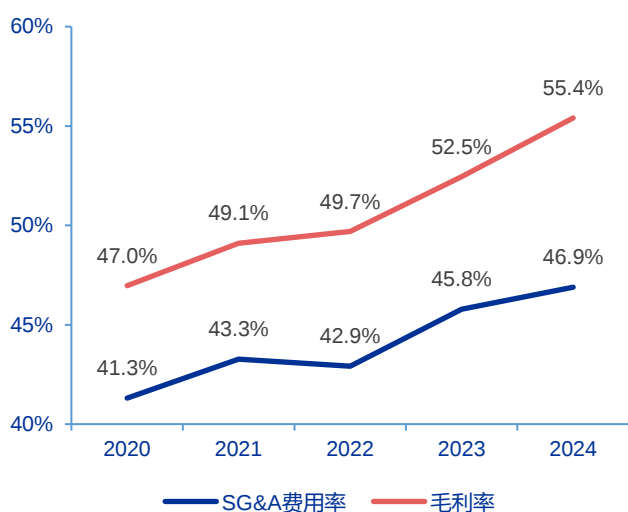
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：2024 年公司净利润 7300 万美元，扭亏为盈



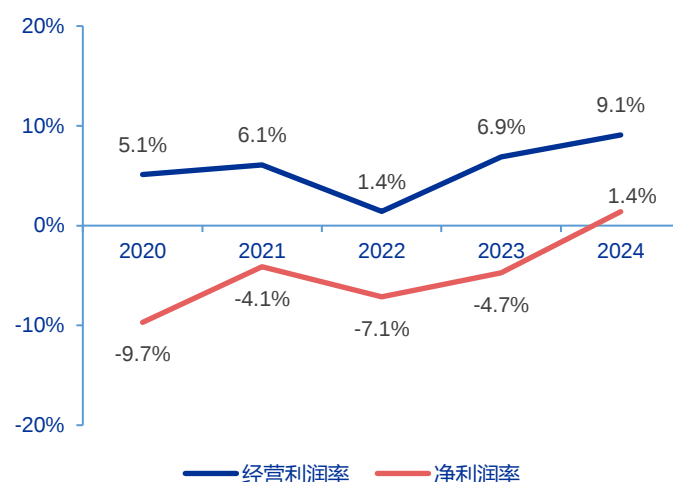
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2024 年公司毛利率同比提升 3pct 至 55.4%，销售及管理费用率合计同比提升 1.1pct 至 46.9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：2024 年公司营业利润率同比提升 2.2pct 至 9.1%，净利率转正



资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并损益表

单位：百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	4368	5183	5958	6774	7587
销售成本	-2092	-2312	-2580	-2899	-3164
毛利润	2276	2872	3378	3875	4423
销售和营销费用	-1382	-2430	-2681	-3049	-3376
管理和其他费用	-601	0	0	0	0
减值损失	-2	-2	-2	-2	-2
其他经营收入	11	31	18	18	18
经营利润	303	471	713	842	1063
经营利润率	0	0	0	0	0
财务收入	6	9	9	10	10
财务费用	-413	-219	-119	-135	-152
净财务费用	-407	-310	-190	-206	-112
税前利润（亏损）	-105	161	523	636	951
所得税	-104	-83	-173	-178	-266
持续经营利润（亏损）	-209	78	350	458	685
非持续经营业务亏损（税后）	0	0	0	0	0
净利润/(亏损)	-209	78	350	458	685
股东	-209	73	345	452	679
非控制权益	0	6	6	6	6

资料来源：公司公告，申万宏源研究

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 索取有关披露资料或登录 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@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.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”）在中华人民共和国境内（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，任何人均无权在任何情况下使用他们。