

亚玛芬体育 (AS)

户外赛道标杆集团

证券研究报告

2025 年 05 月 24 日

投资评级

6 个月评级

买入 (维持评级)

作者

孙海洋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518070004

sunhaiyang@tfzq.com

相关报告

1 《亚玛芬体育-公司动态研究:乐观展望 2025》 2025-02-27

2 《亚玛芬体育-公司动态研究:FY24 收入靠指引上限,加速成长可期》 2025-01-20

3 《亚玛芬体育-公司动态研究:大中华区成长靓丽,上调 FY24 收入指引并预计 FY25 低中双数增长》 2024-11-23

公司发布 25 年第一季度业绩

营收 15 亿美元,同比+26% (固定汇率,下同),调整后毛利率 58%,同比+3pct,调整后 OPM16%,同比+5pct,调整后净利 1.5 亿美元,同比+196%,摊薄后 EPS 0.27 美元。

公司业绩强劲,收入和利润均超预期,得益于始祖鸟和 Salomon 鞋类市场加速以及冬季运动装备业绩扎实,同时 FY25Q2 延续强劲势头。

户外性能盈利改善显著,大中华区领跑

分品类,技术服装营收 7 亿美元,同比+32%,调整后 OPM24%,同比+1pct;户外营收 5 亿美元,同比+29%,调整后 OPM15%,同比+10pct;球拍营收 3 亿美元,同比+13%,调整后 OPM7%,同比+3pct。

分地区,美洲营收同比+12%,大中华区营收同比+43%,EMEA 营收同比+12%,亚太营收同比+49%。

分模式,批发营收同比+12%,DTC 营收同比+39%。

门店:技术服装直营 220 家,同比+30 家,户外 243 家,同比+104 家,球拍 55 家,同比+36 家;技术服装同店增长+19%,户外+28%,球拍+12%。拓店以及同店增长驱动 DTC 高增。

库存 13 亿美元+15%;净债务 5 亿美元。

上调 25 年指引

鉴于第一季度的上行空间以及持续的运营和财务势头,公司提高了全年收入和每股收益预期,营收同比+15-17%,毛利率 56.5-57%,OPM11.5-12%,摊薄后 EPS0.67-0.72 美元。技术服装营收增长 20-22%,OPM21%;户外增长 10%,OPM10%;球拍增长中单,OPM3-4%。

FY25Q2 指引:营收同比 16-18%,OPM3-4%,摊薄后 EPS 0-0.02 美元。

调整盈利预测,维持“买入”评级

公司业绩强劲,一季度上调全年指引,我们预计公司 FY24-26 年收入分别为 60 亿美元、69 亿美元、79 亿美元 (原值 52 亿美元、60 亿美元、69 亿美元);

调整后净利 3.8 亿美元、5.1 亿美元、6.3 亿美元 (原值为 2.4 亿美元、3.9 亿美元、5.4 亿美元);

对应 EPS 分别为 0.69 美元/股、0.92 美元/股、1.14 美元/股 (原值为 0.5 美元/股、0.8 美元/股、1.1 美元/股);

对应 PE 分别为 54X、41X、33X。

风险提示:消费疲软,竞争加剧,品牌整合失败,关税加征等风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com