

逆势高增的高端多品牌户外运动集团

---- Amer Sports 深度报告

AS US
Amer Sports
Rating: OUTPERFORM
Target Price: US\$42Kai Sheng
k.sheng@htisec.comXiaorui Hu
amber.xr.hu@htisec.com

本报告导读：

品牌高端硬核定位，本土股东赋能大中华地区业务快速扩张，Arc'teryx DTC 战略显著提振盈利，核心品牌仍具较大拓店及店效提升潜力，盈利水平有望持续提升。

投资要点：

- **投资建议：**我们预测公司 2025-26 年净利润 4.47/5.66 亿美元，同比增 516%/27%，给予 2025 年 PE 估值 52X，对应目标价 42.00 美元，给予“增持”评级。
- **高景气市场开拓+渠道优化扩张，业绩显著提速。**2019 年被收购后精简品牌矩阵，提升品牌定位，重构管理体系，确立大中华和亚太地区为重点发展区域，收购后收入年均增速由 3%提升至 20.6%。Arc'teryx 为主的功能服饰大类领涨。受惠本地龙头大股东，持续积极大中华零售扩张，收入四年翻六倍，收入占比提升 7pct 至 25%，高利润品牌 Arc'teryx、Salomon 中国市占率迅速提升。DTC 占比 2020-2024 年提升 22pct，提振毛利率 8pct，提升幅度均显著高于同业。2025 年拓店节奏不减，店效仍有上行空间。2024 年调整 EBITDA margin 创 2006 年以来新高，上市+定向增发募资大幅减债，未来财务费率有望显著降低，我们预计随区域布局成熟形成规模效应，将产生经营杠杆降低 SG&A 费用率，盈利水平有望进一步提升。
- **多个细分赛道驱动收入增长，盈利水平预计持续改善。**Arc'teryx 经典硬壳稳健，女装+鞋履+商务多线发展。Salomon 鞋服势能强劲，换帅加速鞋履扩张，预计年增双位数，25Q1 鞋履驱动经营利润率同比提升 9.9pct。Wilson 新增鞋服线占比提升，中美积极开店。2020-2024 年，功能服饰/户外性能/球类运动收入 CAGR 分别为 34%/14%/15%。25Q1 业绩增速超 Bloomberg 一致预期，上调 2025 年增速指引为 20-22%/中双%/中单%，经营利润率分别为 21%/9.5%/3-4%，关税对盈利能力影响较小。据 2023 年末指引，预计 2024-2029 年收入 CAGR 分别为中至高双%/高单至低双%/中单%，因高利润率分部占比提升，调整经营利润率将提升 0.3-0.7pct，3-5 年内毛利率提升 3pct。
- **看好主要品牌 DTC 拓店及店效提升潜力。**DTC 主要扩张动力来自 Arc'teryx，2020-2024 年 Arc'teryx DTC 占比提升 26pct 至 71%，所在功能服饰大类 DTC 收入年均增速达 50%，其高端硬核专业定位竞争优势显著，店效 505 万美元显著低于高端定位的 lululemon 及 Moncler，店铺数居同业最低，直营扩张仍有空间，持续积极优化升级现有店铺。Salomon DTC 仍在孵化期，2024 年起积极拓店，长期有望开启高增。
- **户外赛道蓬勃发展，中国规模大增速快，本土化运营为制胜关键。**全球户外运动鞋服 22 年起提速超过整体运动鞋服，亚太是户外运动鞋服第一大市场，未来五年预计以 7.1% CAGR 领涨，与第二大市场北美差距持续扩大。2030 年中国有望超美国成为户外鞋服第一大消费国，2020-2024/2024-2029 年均增速分别为 10.4%/15.3%，显著高于其他主要市场，公司本土龙头股东背景赋予在中国市场的显著竞争优势。
- **风险提示：**零售环境疲软，拓店不及预期，汇率波动，贸易政策变化。

财务摘要（百万美元）

	2022	2023	2024			
营业收入	3549	4368	5183	6012	7011	8228
(+/-)%	15.7%	23.1%	18.7%	16.0%	16.6%	17.4%
毛利润	1764	2276	2872	3421	4018	4740
净利润	-253	-209	73	447	566	712
(+/-)%	-100.1%	17.5%	134.8%	515.9%	26.6%	25.7%

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。（Please see appendix for English translation of the disclaimer）

目录

1. 高端运动细分赛道多品牌公司，易主改革激发势能.....	3
1.1. 坐拥多个领先的高端细分运动品牌，近年矩阵精简优化.....	3
1.2. 巨头联合收购改革，看好二次上市后业绩成长持续性	5
1.3. 收购后收入显著提速，调整 EBITDA margin 创新高	7
2. 产品线丰富，渠道优化拓展，关键市场高速发展.....	9
2.1. 核心品牌强开店+店效提升，收入有望持续高增	9
2.2. Arc'teryx 多品类驱动增长，Salomon、Wilson 鞋服增速亮眼.....	11
2.3. DTC 占比提升提振毛利率，高利润率品牌 Arc'teryx 领增	14
2.4. 本地化股东背景赋能，大中华收入翻六倍	17
3. 户外赛道蓬勃向上，中国有望成为最大市场.....	18
3.1. 全球户外鞋服预计年增 6.8%，中国是最大引擎.....	18
3.2. 中美运动鞋服市场竞争格局	20
3.3. 女子体育赛事关注度空前，女士运动鞋服增长潜力佳	21
4. 分项盈利预测与估值	22
5. 财务预测表	23
6. 风险提示	24

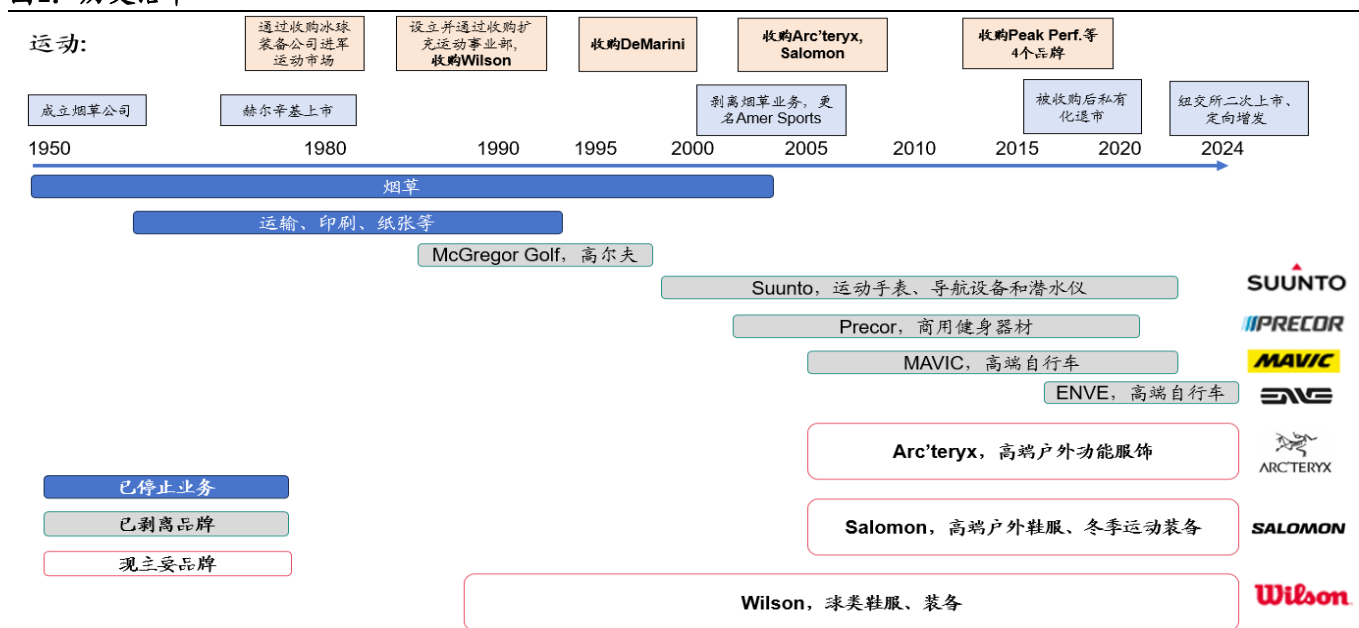
1. 高端运动细分赛道多品牌公司，易主改革激发势能

1.1. 坐拥多个领先的高端细分运动品牌，近年矩阵精简优化

公司 1950 年成立于芬兰，初期主营为烟草业务，后通过收购推动国际化进程，涉猎航运、印刷出版、室内装修、成衣等行业，后于 90 年代中期逐渐剥离非核心业务。1974 年收购冰球装备制造制造商 Koho-Tuote，开始进入运动市场，1986 年收购高尔夫品牌 McGregor Golf，设立并开始通过收购国际知名运动品牌扩充运动事业部，2004 年剥离烟草业务、更名 Amer Sports，正式以运动为主业。

1977 年于芬兰赫尔辛基上市，1984 年于英国伦敦上市，2019 年 5 月被安踏体育、方源资本、Anamered Investments 和腾讯组成的财团（后文简称为“财团”）全资收购，旨在通过改革商业模式、加大品牌投入、扩大展业区域、发展多渠道战略，私有化退市。收购后精简品牌矩阵，剥离 MAVIC（2019 年）、Pecor（2021 年）、Suunto（2022 年）、ENVE（2024 年）等品牌，聚焦核心品牌 Arc'teryx、Salomon、Wilson。2024 年 2 月 1 日在纽约股票交易所二次上市，同年 12 月 6 日完成 4080 万股定向增发，募集资金主要用于偿还债务。

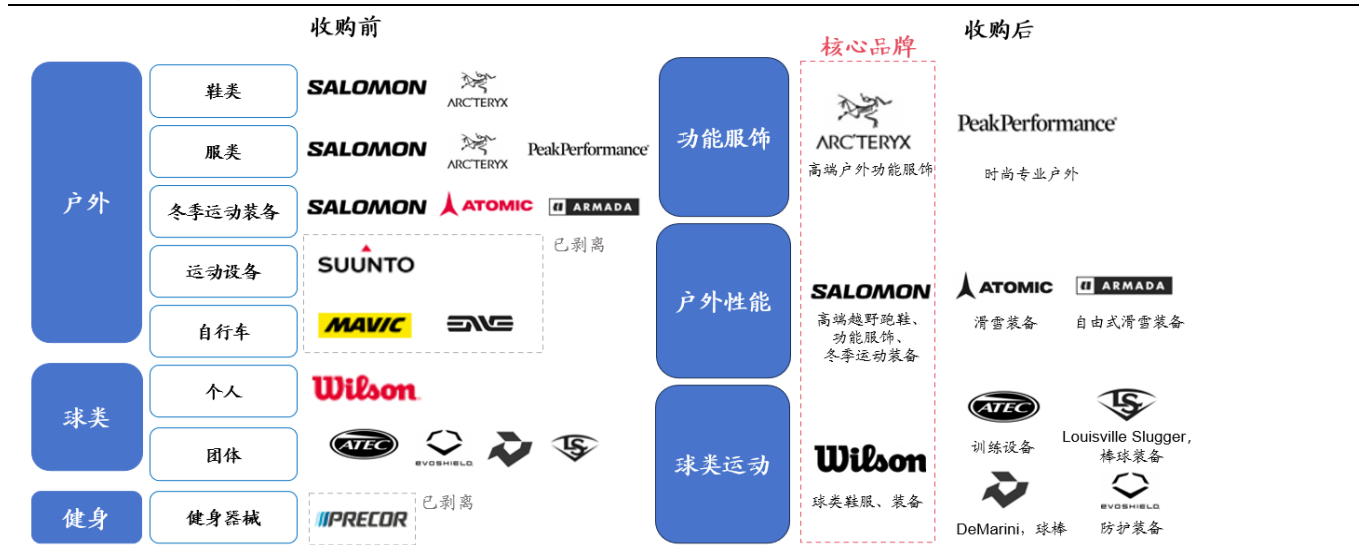
图1：历史沿革



数据来源：公司 2018 年报，公司招股书，公司官网，HTI

精简品牌矩阵，核心品牌高端化。为集中资源于潜力较强的核心品牌，公司精简品牌矩阵，改变原有的按产品种类划分的结构，以功能服饰、户外性能、球类运动三个优势领域为大类，核心品牌分别为 Arc'teryx、Salomon、Wilson，叠加其余主要品牌 Peak Performance、ATOMIC 等，目前共运营 10 个品牌。确立高端化战略，精简多个品牌产品组合，减少低价入门款产品，升级优化已有产品，同时加强高端属性相关营销。

图2: 收购前后品牌矩阵对比

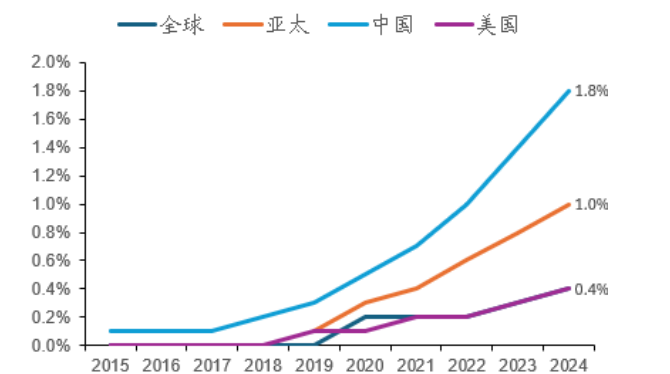


数据来源: 公司官网, 公司招股书, 公司 2016、2018 年报, HTI

核心品牌在各自所属领域占有领先地位, 2023 年起 Arc'teryx 成为最大品牌。据 Circana/Retail Tracking Service 统计, 9M23 Salomon 是美国销售额第二大的户外鞋履品牌。2023 年, Arc'teryx/Salomon/Wilson/ATOMIC/PEAK Performance 品牌收入占比分别为 33.0%/30.0%/25.4%/7.0%/3.4%, Arc'teryx 于 2023 年超越 Salomon 成为最大品牌。Arc'teryx 所在的功能服饰大类 2024 年收入占比 42.3%, 首次超越 Salomon 所在户外性能大类的 35.4%, Wilson 为主的球类运动大类占比 22.3%。

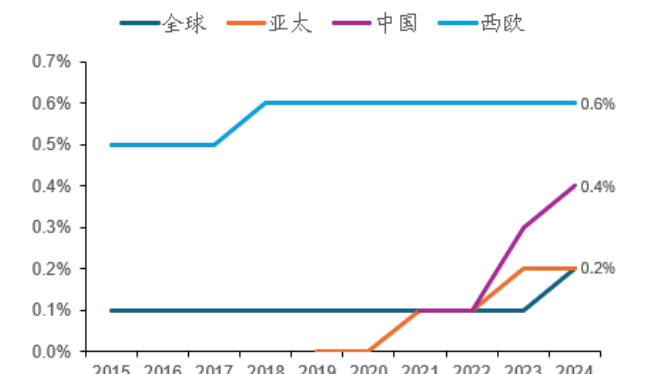
被收购后开发空白市场, 中国运动鞋服市占率显著提升。Arc'teryx 在收购前各地区均市占率较低, 2019-2024 年其在全球运动鞋服市占率逐步提升至 0.4%, 期间亚太/中国/美国市占率分别提升 0.9/1.5/0.3pct, 中国/美国市占率由 29/30 名提升至第 17/10 名, 2024 中国为市占率最高地区。Salomon 在收购前于西欧有较好市占基础, 2019-2024 年其在全球/亚太/中国运动鞋服市占率分别提升 0.1/0.2/0.4pct, 西欧市占率维持最高市占 0.6%, 中国排名由榜外提升至第 26 名。

图3: Arc'teryx 运动鞋服市占率



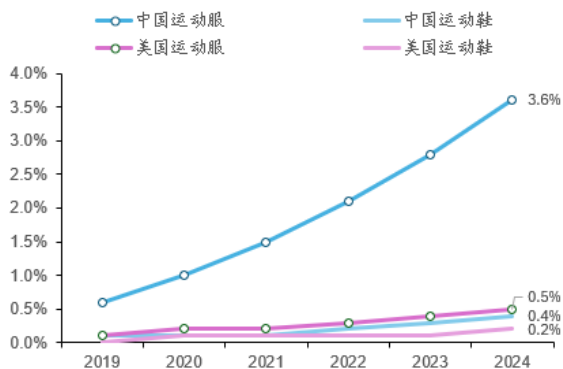
数据来源: Euromonitor, HTI

图4: Salomon 运动鞋服市占率



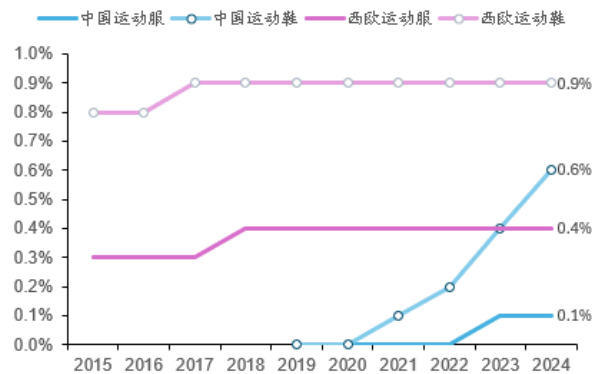
数据来源: Euromonitor, HTI

图5: Arc'teryx 分地区运动鞋服市占率



数据来源: Euromonitor, HTI

图6: Salomon 分地区运动鞋服市占率



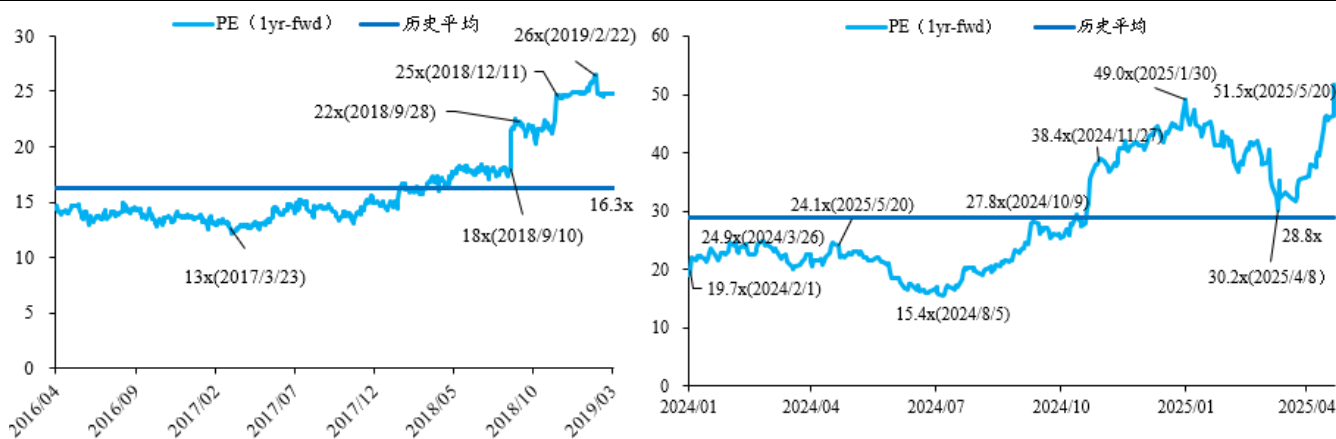
数据来源: Euromonitor, HTI

1.2. 巨头联合收购改革，看好二次上市后业绩成长持续性

财团收购前 PE 均值为 16.3 倍，收购溢价高于行业水平。财团收购前 3 年 1yr-fwd PE 平均值为 16.3 倍，2018 年 9 月前 PE 维持 18 倍以前水平，至财团收购公告前 PE 最高提升至 26.5 倍。2019 年财团收购价格约为 46.6 亿欧元,较公司收购前 3 个月加权平均交易价溢价 43%，对应 2018 年 EV/EBITDA（经调整）、PE 分别为 21 倍、37 倍，高于运动行业平均水平。

二次上市后估值显著提升，24 年 8 月以来显著提升。纽交所二次上市初始 PE 约 19.7 倍，估值局部高点与业绩披露相关性较强，23Q4/24Q1 业绩公布前 PE 提升至 24 倍以上，因 24Q1 净利润不及市场预期，估值于 2.5 个月内回调至 15.4 倍。2024 年 8 月 20 日起公司连续二季度上调全年业绩指引，估值进入上行区间，24Q3 业绩披露后 PE 由 28 倍提升至 39 倍。2024 年 12 月 2 日宣布进行定向增发，拟使用募集资金偿还定期贷款，2025 年 1 月 13 日预披露 24 全年业绩超预期，至 1 月底 PE 提升至 49 倍。因关税冲击 PE 于 2025 年 4 月 8 日降至 30.2 倍，25Q1 业绩公布前 PE 修复至 46 倍，业绩公布后 5 月 20 日 PE 提升至 52 倍。

图7: 历史估值复盘



数据来源: Bloomberg, HTI

同业中净利润增速、EV/EBITDA 居前。在头部运动和中高端鞋服公司中，Amer PE 居第二，2025/26 PE 分别为 51/39 倍。2025-2027 年净利润 CAGR 32%，仅次于 On Running 及业绩修复期的 VF 集团，EV/EBITDA 显著高于多数同业，低于 On Running。

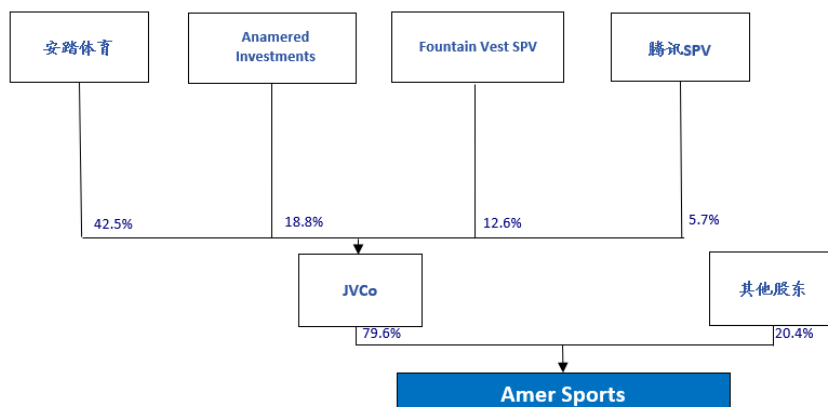
表1: 同业估值对比

	Amer Sports	Nike	Adidas	Lululemon	Deckers	On Running	Columbia	VF	Moncler
25PE	55.5	32.2	28.9	21.6	17.7	69.2	18.5	15.9	22.8
26PE	40.8	25.3	20.0	20.5	16.2	49.7	17.9	12.1	21.3
25-27 净利润 CAGR	32%	27%	32%	6%	8%	38%	8%	36%	9%
25PEG	1.7	1.2	0.9	3.6	2.2	1.8	2.3	0.4	2.6
EV/EBITDA	30.2	16.5	15.6	11.6	11.1	44.4	10.5	11.6	12.2

数据来源: Bloomberg, HTI

注: 使用 2025 年 5 月 27 日一致预期计算, PEG 使用 2025-27 归母净利润增速计算

股权集中, 看好“强运营”与“强品牌”结合势能。目前安踏为首的联合财团控制公司多数股权, 安踏为最大股东, 持股 42.5%, 现任 CEO 加入公司前担任安踏集团主席。安踏是领先的多品牌运动用品集团, 公司与安踏就在大中华区产品采购、共享中后台服务、零售平台相关交易和许可等合作达成协议, 安踏全资子公司 Avid Sports 为 Wilson 和 Salomon 品牌部分产品的东南亚独家分销商, 安踏多次成功收购并运营高端品牌, FILA/Descente+Kolon 收入 CAGR10/CAGR5 达 45%/42% (截至 2023 年)。Anamered Investments 控制人 Dennis J.(Chip) Wilson 为 Lululemon 创始人, 在全球 DTC 零售和性能服饰品牌经营方面有丰富经验, 现为公司董事会成员。我们认为公司有望受惠财团成员在运动零售市场运营、消费投资、数字化零售方面具备的深厚资源, 实现“强运营”与“强品牌”良性结合。

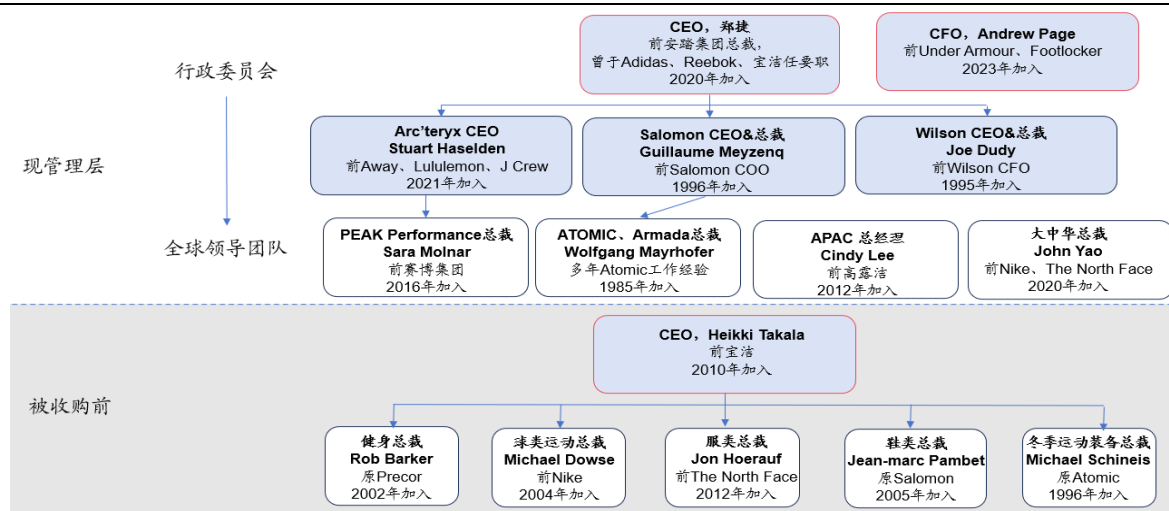
图8: 最新股权结构图


数据来源: wind, 公司招股书, HTI

管理层换血重构, 新团队多元管理经验丰富。被收购前, 公司管理职能以品类划分, 品类高管多为收购品牌原高层管理, 加入公司多年。被收购后主要管理层换血, 外聘新 CEO、CFO、Arc'teryx 主管, Salomon、Wilson 等品牌主管从品牌内部提拔。新管理团队背景较原团队更多元, 从业经验包括知名大众运动品牌 Nike、Under Armour 等, 户外运动品牌 The North Face, 高端运动品牌 Lululemon, 高端休闲品牌 J Crew, 日用消费公司宝洁、高露洁, 高管中有三分之一为近四年内外部聘请。

核心品牌主导, 重点发展大中华和亚太地区。确立“品牌主导, 集团赋能”的战略, 三个主营大类分别由三个核心品牌领导, 核心品牌团队在产品创新、设计研发、采购、营销、地区和渠道发展策略等方面拥有较高的自主权。为确保核心品牌更紧密参与决策流程和公司治理, 2023 年 9 月起 Arc'teryx、Salomon、Wilson 品牌主管被纳入行政委员会。2024 年末执行委员会更名“全球领导团队”并扩充人员, 现包含行政委员会成员、其他核心品牌主管、集团职能部门负责人、重要地区负责人, 大中华和 APAC 负责人是团队内唯二的区域负责人, 彰显重点发展地区的决心。

图9：管理层变化对比图



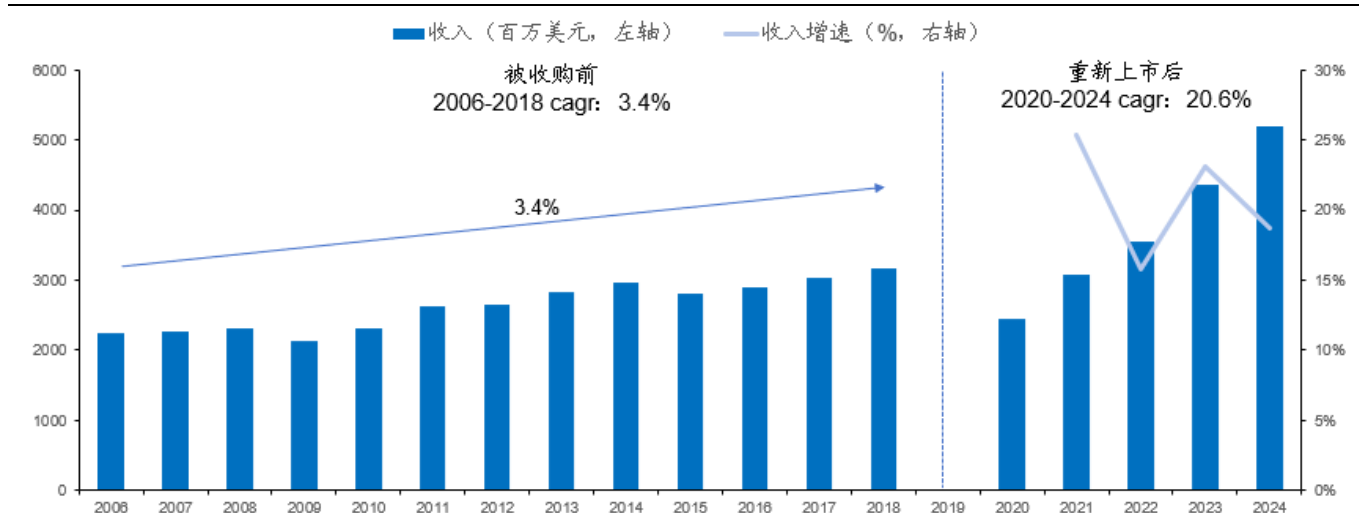
数据来源：公司官网，公司招股书，公司 2018 年报，HTI

1.3. 收购后收入显著提速，调整 EBITDA margin 创新高

收购前收入年增 3%，主由 Salomon 户外鞋服驱动。2006-2018 年公司整体收入 CAGR 约 3.4%，主要增速引擎为户外运动分部（4.8%），而球类/健身 CAGR 分别为 1.0%/2.7%。收购前户外运动是公司主要的收入和盈利来源，2018 年户外收入/EBIT 分别占整体 62%/51%，72%研发费用用于户外运动研发。鞋服是户外运动增长最快的品类，收购前核心品牌均为 Salomon，2009-2018 年户外运动鞋/服收入 CAGR 分别为 12.0%/17.6%，其中户外运动服保持双位数增长，2016 年起户外鞋增速放缓。

收购后收入提速至 20.6%，功能服饰 DTC 领增。2020-2024 年整体收入年均增长 20.6%，其中功能服饰/户外性能/球类运动分别为 33.8%/13.9%/14.6%，功能服饰领增，判断增长主要来自高速市场开拓+品牌知名度提升+新开店及门店升级。直营战略有成，DTC 收入年均增 43.8%，2019-2024 末整体零售店铺数增长 91%。中国、亚太（除中国）、美洲地区收入均持续高增，其中大中华收入 2020-2024 年增长 542%，收入占比提升 17pct 至 25.0%。

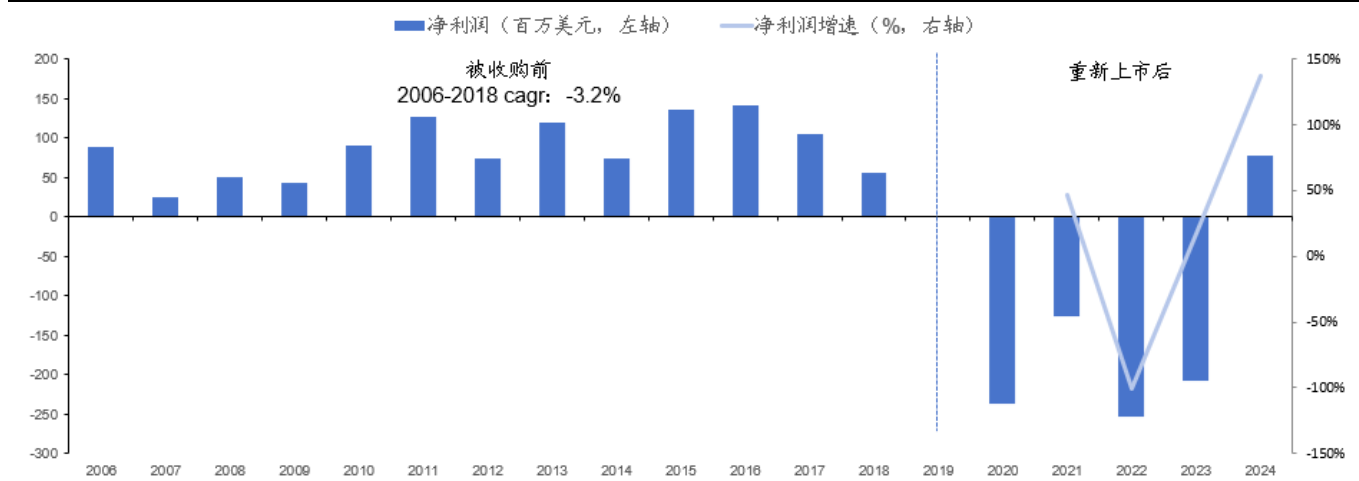
图10：历史年度收入规模及增速



数据来源：Bloomberg，HTI

2020-2023 年，受无形资产减值和利息支出影响，公司利润端承压，净利率-9.7%/-4.1%/-7.1%/-4.7%，2024 公司已实现盈利 0.8 亿美元，对应净利率 1.4%，实现扭亏，25Q1 净利润同比增长 2539%至 1.3 亿美元，净利率同比提升 8.7pct 至 9.1%。

图11：历史年度净利润规模及增速



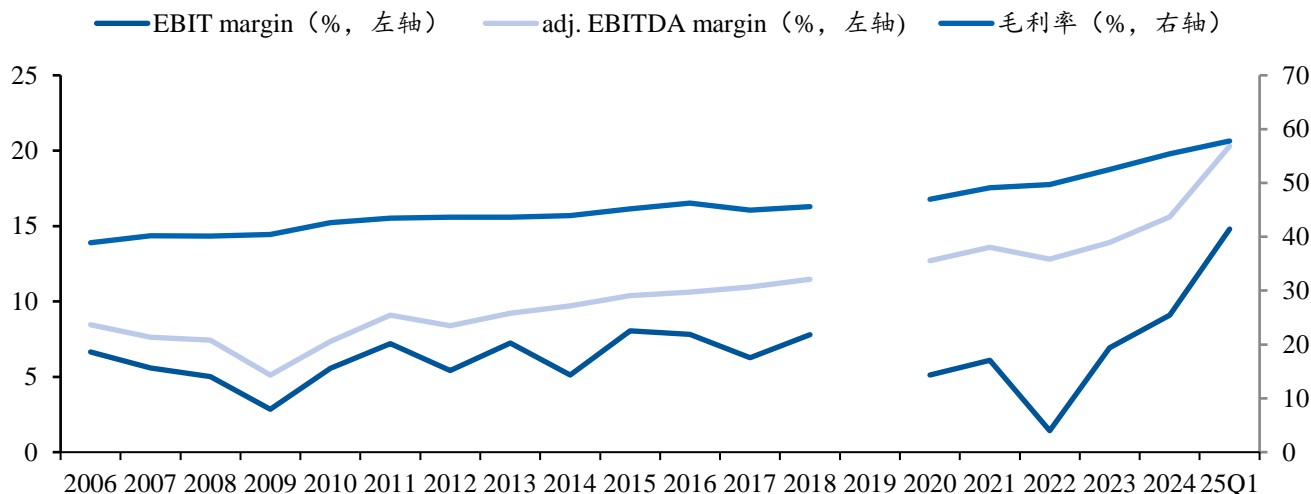
数据来源：Bloomberg, HTI

收购前毛利率稳健提升，EBIT margin 波动较大。收购前公司各品类营业利润率稳定性较低，判断因并购品牌和一次性费用影响，EBIT margin 波动较大。2009 年整体收入因宏观经济不利影响下降 3%，除户外鞋服实现较好增长外所有品类收入均同比下滑，在经营逆杠杆作用下 EBIT margin 达历史最低的 2.9%。此后公司明确称将提升盈利能力，设立 EBIT margin 达 10%的目标，2012-2014 年进行全面重组，控制固定费用+优化现金流+降低冬季运动装备盈亏平衡点，2015 年 EBIT margin 达历史最高的 8.1%。

收购后毛利率大幅提升，调整 EBITDA margin 创新高。2020 年毛利率超收购前最高水平，达 47.0%，2024 年毛利率进一步提升 8.4pct 至 55.4%，我们判断与 DTC 战略和品牌高端化有关。尽管毛利率显著提升，EBIT margin 仍处于历史较低水平，主要受无形资产减值费用及利息支出拖累，调整 EBITDA margin 撇除重组费用、无形资产减值费用、财务费用影响，维持较好提升趋势，2020-2024 年提升 2.9pct 至 15.6%。

利息支出拖累盈利，减债进展顺利，看好盈利水平进一步提升。2022 年 Peak Performance 商誉及商标减值约 2 亿美元，占当年收入 5.6%，EBIT margin 下降至 1.4%。2020-2023 年支付股东借款利息 1.33/1.43/1.39/2.3 亿美元，占收入比重 5.4%/4.7%/3.9%/5.2%，上市成功后与发行相关的股东贷款已偿清。2020-2023 年，公司支付有息贷款利息 1.0/1.0/0.9/1.6 亿美元，分别占收入比 4.2%/3.2%/2.6%/3.6%，24Q3 末公司净有息负债 19.9 亿美元，杠杆率约 2.8 倍，24Q4 公司通过定向增发募集资金偿还 12 亿美元债务，2025 年财务费用预计将因此降低 31.6-33.3%至 1.2 亿美元。25Q1 毛利率提升 3.5pct 至 57.8%，adj EBITDA margin 提升 5.1pct 至 20.3%，我们判断随 DTC 战略发展+经营杠杆逐步体现+有息债务幅度大幅减少，公司盈利水平有望进一步提升。

图12: 历史盈利水平



数据来源: Bloomberg, HTI

2. 产品线丰富，渠道优化拓展，关键市场高速发展

2.1. 核心品牌强开店+店效提升，收入有望持续高增

高端运动赛道高景气度持续，Arc'teryx 收入体量有望至少翻倍。 Adidas、Nike 收入快速增长时段基本重合，我们判断受惠 2010-2018 年大众运动较好增长。2017 年起，运动细分高端品牌 lululemon、Descente 中国、HOKA、columbia、The North Face、On Running 等品牌进入高速成长期，多数实现年均高双位数增长，我们认为规模发展逻辑主要为①丰富产品种类，②重点发展直营，积极开店，③店效提升，④开发国际市场，我们认为 Arc'teryx 近年在上述方向改革拓展、品牌定位具有竞争优势，收入体量（2023: 14 亿美元）有望向 Moncler、Columbia 和 The North Face 看齐，三者 2023 年收入分别为 27/35/37 亿美元，Moncler 为超高端羽绒服品牌，Columbia、The North Face 均为高端专业户外品牌，品牌定位相近。

Salomon DTC 仍在孵化期，大中华强开店+新店型高坪效，长期有望开启高增。 2024 年 Salomon 在巴黎、伦敦、米兰、上海、北京、纽约、东京等主要城市均开设门店，同时在大中华及亚太其他地区大规模开店，25Q1 中国门店数达 218 家，较 24Q1 末的 109 家翻倍，计划 2025 年底开至约 300 家店。中国新 compact 店型能够迅速实现盈利、坪效四倍于行业平均水平，将在欧洲亚太主要城市引进试点。我们认为 Salomon（2023: 13 亿美元）短期内收入有望达同样以专业鞋履为主的 HOKA、UGG、On Running 水平，2023 年收入分别为 18/18/20 亿美元。Salomon 店效显著低于同业水平，Amer 收购前 Salomon 渠道以经销为主，DTC 模式成熟度不及 Arc'teryx，随门店店效提升+门店布局逐渐完善，有望进入高速增长期。

表2: 头部运动和高端户外品牌情况梳理 (百万美元)

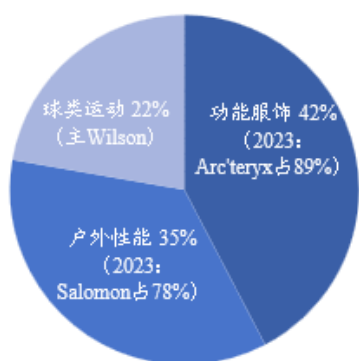
	2024 年收入	快速增长时段	对应 CAGR	增速指引
Arc'teryx	2019	2020 年至今	38%	20-22% (2025)
Salomon	1438	2020 年至今	15%	中双% (2025)
Moncler	2929	2013 年至今	16%	
NIKE	51362*	2010-2018 年	8%	
Adidas	25620	2010-2018 年	8%	高单% (2025)
lululemon	10588	2006 年至今	24%	5-7% (2025)
HOKA	2233	2017 年至今	47%	中双% (2025)
UGG	2531	2020 年至今	10%	中单% (2025)
On Running	2633	2019 年至今	61%	28% (2025)
columbia	3369	2018 年至今	4%	1-3% (2025)
The North Face	3703	2020 年至今	11%	
all birds	190	2019-2022 年	15%	
Descente 中国	1038	2017 年至今	51%	

数据来源: Bloomberg, HTI

注: *指 2023 年收入

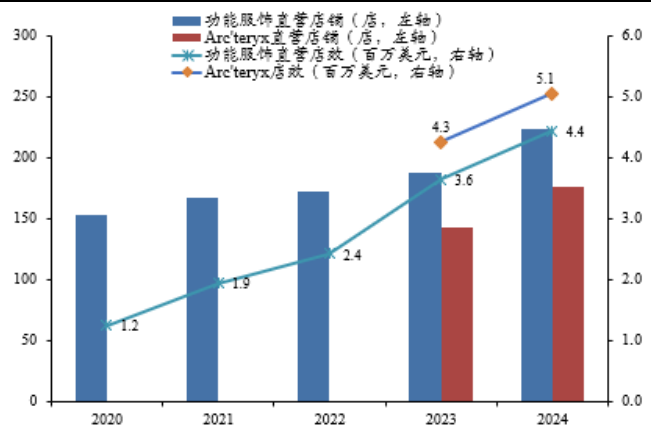
Arc'teryx 直营积极开店+店效提升, 2024 年店效约 505 万美元。店铺面积及坪效显著提升, 2021-9M23 大中华区店均面积提升 26.5%至 260 平方米, 大中华/北美坪效从 2021 年的 622/1251 美元提升至 2024 年合计 1928 美元。2020-2024 年功能服饰直营店效显著提升 (假设 2020/2021 年大类自营门店收入占比与 2022 年持平, 2024 年自营零售占比较 2023 年提升 1pct), 店铺数年均增 9.9%至 2024 年末的 223 家, 其中约 176 家为 Arc'teryx 直营店, 我们测算 Arc'teryx 直营店效至少为 505 万美元。

图13: 2024 年收入结构



数据来源: 公司 2024 年报, HTI

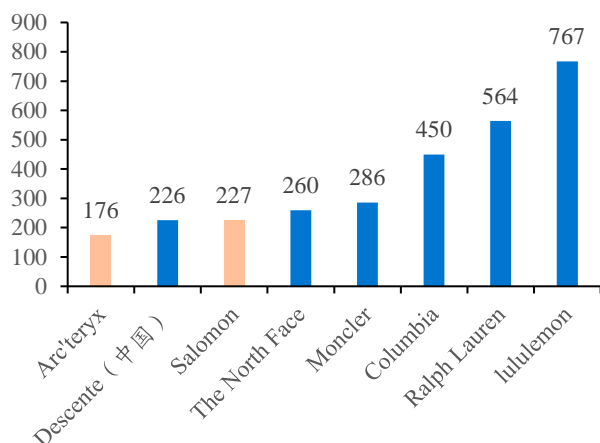
图14: Arc'teryx 2024 年直营店效约 505 万美元



数据来源: 公司公告, Bloomberg, HTI

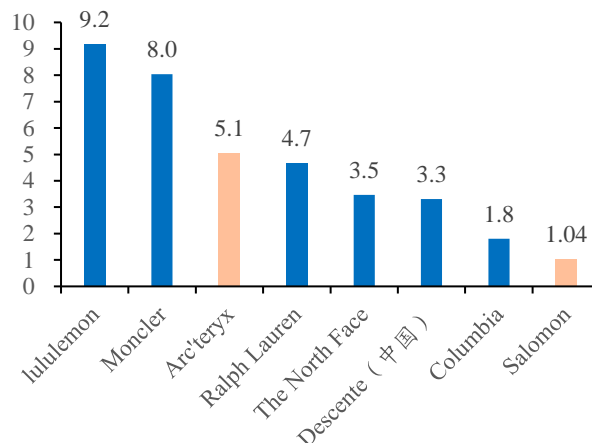
店铺拓展+升级，店数和店效仍有较大提升空间。Arc'teryx 直营店铺数显著少于同业其他品牌，我们认为其店铺数可以向 Moncler 和 North Face 看齐，有至少 48%提升空间。直营门店店效在同业中居第三，低于高端定位的 Moncler、lululemon，Arc'teryx 专业属性优势明显，定价仅次于 Moncler，店效有望进一步提升，DTC 有望在拓店+店效提升逻辑下继续提升占比。2025 年 Arc'teryx 计划净开店约 25 家，开店节奏与 2024 年相当，同时关闭部分非核心店铺，通过同店增长及店效提升驱动持续双位数增长。大中华地区聚焦店铺优化，关闭联营/经销店铺，在黄金地段开自营大店，如将入驻三地的半岛酒店，与众多奢侈品牌相邻，预计 2025 年末店铺数同比下降。

图15: 同业最新财年直营店铺数对比 (店)



数据来源: 各公司 2023-2024 年报, HTI

图16: 同业最新财年直营门店店效对比 (百万美元)



数据来源: 各公司 2023-2024 年报, HTI

2.2. Arc'teryx 多品类驱动增长，Salomon、Wilson 鞋服增速亮眼

创新研发能力强，经典硬壳产品稳健增长。Arc'teryx 设计中心位于温哥华北部的山脉附近，2015 年于附近兴建 ARC'One 工厂，进行样品生产和测试。Arc'teryx 成立以来不断在面料、辅料研发方面取得突破性进展，在透气性、防护性、保暖性等方面推动技术进步。产品品类实现拓宽，1997 年与 Polartec 联合开发出“软壳”产品，1998 年第一代 Alpha SV 硬壳外套问世，2009 年推出男士商务 Veilance 系列，2015 年起推出以 GORE-TEX 面料为主的鞋履产品。同时对已有产品持续创新升级，代表性产品 Alpha SV 硬壳外套 1998 年问世后帮助品牌确立户外功能服饰领先地位，2024 年推出的第八代，较第一代产品重量减轻 30%，面料性能显著提升，耐磨性翻倍，优化立体剪裁大大提高灵活性，获 Fast Company 年度设计创新奖，硬壳外套 24Q2、Q3 均实现较好增长。

目前 Arc'teryx 主要拥有登山攀岩、徒步远足、城市休闲、滑雪、越野跑、System A (专业时尚)、Veilance (高端商务) 系列，覆盖户外运动、商务通勤、都市生活等多元场景。产品归入 Alpha/Beta/Delta/Gamma/Rho 等主要家族，分别对应轻盈攀岩/多场景/抓绒保暖/弹力防风防水/排汗保暖的设计特征，Alpha 家族价位相对高。产品名称通过 AR (多用途)、LD (长距离)、MX (混合天气)、SV (恶劣天气)、SL (超轻薄)、VT (防滑耐穿) 等修饰语定义功能和用途。

图17: Arc'teryx 核心产品和价位带梳理

核心产品: 外套			
<p>硬壳</p> <ul style="list-style-type: none"> 多数使用GORE-TEX面料 注重防风防水, 透气性较差, 适合极端天气/恶劣环境穿着 代表性产品Alpha SV Jacket(1998) 价格: 4500-11000元 	<p>软壳</p> <ul style="list-style-type: none"> 柔软透气面料, 舒适度较高 轻量材料, 活动便捷 适合温和天气高强度活动穿着 可作为中间层叠穿 价格: 2200-6500元 	<p>鞋</p> <ul style="list-style-type: none"> 2015年推出, 现SKU较少 登山鞋新品KRAGG畅销 越野跑、徒步、登山鞋 价格: 1800-2400元 	<p>裤装</p> <ul style="list-style-type: none"> 速干、冲锋、紧身、商务款 功能短裤: 400-2500元 功能长裤: 1600-4600元 
<p>保暖夹克</p> <ul style="list-style-type: none"> 羽绒外套、棉服为主 价格: 2600-12000元 	<p>抓绒服</p> <ul style="list-style-type: none"> 可作保暖层叠穿 价格: 1600-2600元 	<p>配饰</p> <ul style="list-style-type: none"> 小件配饰: 260-850元 专业双肩包: 1800-5000元 	<p>T恤</p> <ul style="list-style-type: none"> 纯色速干和棉质款为主 价格: 800-1400元 

数据来源: Arc'teryx 天猫旗舰店, Arc'teryx 官网, HTI

女装+鞋履矩阵扩充, 收入贡献快速提升。目前 Arc'teryx 产品主要以硬壳和软壳冲锋衣为主, 计划重点扩充女装和鞋履产品矩阵, 25Q1 鞋履/女装收入同比增 41%/38%, 是增速最快的两个品类。女装更换设计团队, 将丰富产品种类和配色, 优化剪裁, 同时积极与女性运动员合作推广品牌。24H2 Arc'teryx 女装收入环比提升 5pct 至 25%, Q3 增速达 50%, Q4 持续双位数领增。公司称长期收入占比目标为 50%。Arc'teryx 2015 年起共享 Salomon 平台推出鞋履产品, 2022 年在俄勒冈设立研发中心, 24Q1 推出首个自主设计制造的登山鞋系列, 其中 KRAGG 款供不应求, 24Q2 鞋履收入占比提升 4pct 至 10%, 中期占比目标为 20%, 现为 Arc'teryx 增速最快的品类, 有望成为重要收入和盈利来源。2025 年 2 月推出四款登山鞋新系列获得成功后, 4 月 22 日宣布成立独立鞋履事业部, 计划大幅扩充鞋履产品线。Arc'teryx 推荐消费者根据叠穿指南搭配产品, 有助产品更好发挥功能特性, 我们认为随 SKU 扩充+品牌认知度提升, 成套购买产品需求有望提升。

高端通勤系列管理层换血, 有望加速发展。Veilance 系列目前仍以男装为主, 产品单价显著高于 Arc'teryx 其他系列产品, 占 Arc'teryx 收入约 5%。2025 年 1 月 29 日 Arc'teryx 宣布重新任命 Veilance 首席产品官、总经理及创意总监, 新任总经理 Marissa Pardini 曾任职于 Vans 及 The North Face, 创意总监 Ben Stubbington 曾任职于 lululemon、Theory, Arc'teryx 有意加速 Veilance 拓展步伐。Veilance 于 25Q1 首次参与巴黎时装周, 对标众多奢侈品牌, 收获较好反响。

图18: Arc'teryx 叠穿系统



数据来源: Arc'teryx 官网, HTI

图19: Veilance 产品价格



数据来源: Arc'teryx 天猫旗舰店, HTI

Salomon 定位稀缺，鞋服势能强劲，带动利润率提升。户外性能分部主要由冬季运动装备（hardgoods）和鞋服（softgoods）两部分组成，冬季运动装备市场占有率较高，规模较为稳定。鞋服产品势能较强，以鞋履为主，在户外性能分布占比由 2022 年的 54%提升至 24Q2 的 66%，Salomon 鞋定位独特，兼备功能性和时尚属性，适合运动和日常穿着，与 MM6 Maison Margiela 联名鞋款曾被 Rihanna 穿着登上超级碗中场表演。Salomon 在纽约、伦敦、巴黎开设时尚精品店，成为首个在香榭丽舍大街开店的户外品牌。2024 年 Salomon 鞋履收入首次超过 10 亿美元，占户外性能收入 54%以上，Salomon 鞋服收入预计将年均增长双位数，冬季运动装备尽管 2024 年因欧美需求不振承压，长期仍将受惠冰雪经济实现年均低单位数的年均增速。25Q1 鞋服带动下 Salomon 中国及亚太均实现 60%收入增长，户外性能调整经营利润率同比提升 9.9pct 至 14.7%，有望持续带动盈利提升。

Salomon 团队精细化管理，换帅加速鞋履扩张。Salomon 鞋履和冬季运动装备将分拆为两个独立团队，Salomon 首席产品官 Guillaume Meyzenq 将于 2025 年起升任品牌 CEO，其已在品牌工作 28 年。Meyzenq 出生于阿尔卑斯山脉，热爱滑雪及户外运动，深刻了解品牌核心价值，对 Salomon 鞋履过去五年收入翻番有突出贡献，主导研发目前占品牌鞋履销售 1/3 且增速最快的 Sports Style（运动风尚）系列上任后将大力发展 Salomon 鞋履。

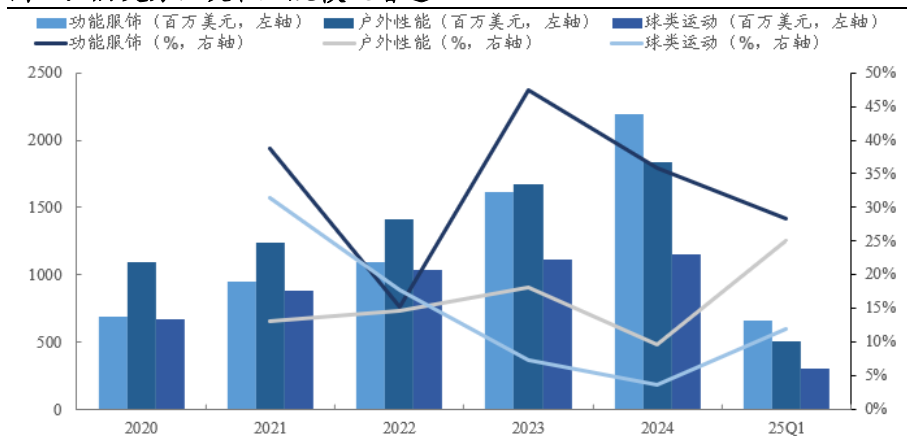
图20: Salomon 核心产品梳理



数据来源: Salomon 天猫旗舰店, HTI

Wilson 新增鞋服线, 潜在关税影响或通过提价应对。美国经销渠道是 Wilson 最大收入来源, 因 2022 年起美国运动装备市场库存堆积, Wilson 增速持续承压, 23H2 起进行清库, 24Q3 起行业库存正常化, 补单加速, Wilson 恢复双位数增长, 24 全年收入增速 3.7%。此外装备为主的 Wilson 通过 Tennis 360 策略增加鞋服产品线, 2022-2024 年收入占品牌比由 3.7%提升至 10%, 25Q1 Tennis 360 中国收入翻倍, 年内预计在中国新开 50 店, 总店数将达 100 家 (含经销)。目前大中华区出口全球/美国占整体收入 30%/10-12%。如提升关税, 球类装备将受最大冲击, 包括网球拍、棒球棒、篮球等产品, 公司预计能以提价、调整供应链等方式消化影响。

图21: 历史分品类收入规模及增速



数据来源: Amer Sports 2020-2024 年报、25Q1 季报, HTI

2.3. DTC 占比提升提振毛利率, 高利润率品牌 Arc'teryx 领涨

DTC 占比快速提升明显提振毛利率, 仍有上行空间。被收购初期 Amer 毛利率显著低于同业中高端定位的 lululemon、Deckers、On Running、VF 集团, 2020 年毛利率为 47%, 与 Columbia 相近 (48.9%), 旗下核心品牌价位明显高于 Columbia, 判断与渠道结构有较大关系。2020 年 DTC 收入占比小于 22%, 显著

低于业内最低的 37%水平，2020-2024 年公司大力促进 DTC 战略，收缩经销渠道、提升品牌定位，DTC 占比快速提升 22.1pct 至 43.7%，仍为行业较低水平。DTC 渠道毛利率较高，DTC 占比提升对提振毛利率效果明显，上升 8.4pct 至 55.4%，距高端或专业定位的同业公司 lululemon、Moncler 仍有较大差距。我们判断 Amer 整体 DTC 收入占比有望持续提升至 60%以上水平，毛利率有望随之上行。

财务费用率将显著降低，销管费率短期内居高。Amer SG&A 费用率高于多数同业公司，判断因仍处于关键区域市场开拓期，SG&A 短期内将维持较高水平，2024 年 SG&A 费用率约 46.9%，预计 2025 年费用率与 2024 年持平，我们预计随区域布局逐渐成熟形成规模效应，将产生经营杠杆降低费用率。因上市产生有关股东贷款，Amer 利息支出占收入比显著高于同业公司，上市后公司已逐渐偿清股东贷款，24Q4 通过定向增发募资偿还全部定期贷款，2025 年起财务费用率将大幅降低。

表3：头部服饰公司基本面对比

	Amer		2024							
	2020	2024	Nike	Adidas	lululemon	Deckers	On Running	Columbia	VF	Moncler
毛利率	47%	55%	45%	51%	58%	56%	61%	50%	52%	78%
EBIT margin	5%	9%	12%	6%	22%	22%	9%	8%	-0.3%	29%
EBITDA margin	11.5%/12.7%*	14.4%/15.6%*	15%	11%	29%	25%	14%	12%	7%	39%
净利率	-10%	1%	11%	3%	16%	18%	10%	7%	-9%	21%
SG&A 费用率	41%	47%	32%	0%	35%	34%	48%	43%	47%	49%
利息支出/收入	-11%	-4%	0%	-1%	0%	1%	0%	1%	-2%	0%
折旧摊销/收入	9%	5%	2%	5%	4%	1%	5%	2%	3%	10%
DTC 占比	22%	44%	44%	40%	91%	43%	41%	49%	47%	86%

数据来源：Bloomberg，各公司年报

注：Amer 带*margin 为调整口径，Nike、lululemon、Deckers、VF 均使用 2023 年数据

“高端硬核专业”定位优势显著，核心品牌直营发展潜力大。Arc'teryx 专业属性业内第一，价格定位仅次于 Moncler，功能服饰 DTC 收入占比 2020-2023 年由 45%提升至 67%，其中线下/线上分别贡献 62%/38%，有望向高端功能运动品牌 lululemon 水平发展（90%DTC，线上/线下贡献 50%/50%）。Salomon 价格定位业内第四，专业属性第二，2023 年户外性能 DTC 收入占比仅 20%，与同业高端运动品牌相比较低。

图22: 品牌价位矩阵图



数据来源: 各公司官网, 各公司网上商城, HTI

毛利率和 DTC 占比提升业内最快, DTC 店效仍有进步空间。2020-2024 年, Amer DTC 占比提升 22.1pct, 毛利率提升 8.4pct, 毛利率及 DTC 占比提升幅度均居行业第一, 显著高于同业公司。On Running、lululemon、Deckers 毛利率分别提升 6.3/2.3/1.7pct, DTC 占比未见显著提升, 渠道增速相对均衡, lululemon 维持九成以上直营。On Running 经销增速显著高于同业公司, Amer 经销收入增速居行业第四, 慢于 On Running/lululemon/Deckers 的 51%/18%/13%。Arc'teryx DTC 门店店效约 505 万美元, 高于 Columbia、VF 集团和 Adidas, 与 Deckers (含电商)/Nike/lululemon/Moncler 的 1131/901/919/804 万美元有较大差距, 存在进一步提升空间, Salomon DTC 门店店效约 104 万美元, 低于所有同业, 具有显著提升空间。

表4: 头部服饰公司渠道占比及增速、盈利能力提升、店效对比

	Amer	Nike	Adidas	lululemon	Deckers	On Running	Columbia	VF	Moncler
20DTC 占比	22%	37%	41%	90%	42%	38%	44%	45%	76%
24DTC 占比	44%	44%	40%	91%	43%	41%	49%	47%	86%
20-24 DTC 占比提升	22.1pct	6.9pct	-1.0pct	1.0pct	1.4pct	3.0pct	4.6pct	3.0pct	10.5pct
20-24 DTC CAGR	44%	7%	6%	22%	15%	56%	10%	5%	21%
20-24 经销 CAGR	11%	2%	7%	18%	13%	51%	5%	2%	2%
20-24 毛利率提升(pct)	8.4pct	-0.3pct	0.8pct	2.3pct	1.7pct	6.3pct	1.3pct	-0.7pct	2.4pct
DTC 店效测算 (百万美元)	Arc'tyrex/Salomon 5.1/1.1	9.0	2.7	9.2	11.3*		1.8	2.4	8.0

数据来源: Bloomberg, 各公司 2020-2024 年报, HTI; 注: Deckers 店效含电商, 其余均不含; Nike 使用 2020-23 年数据

整体 DTC 占比 4 年提升 22pct, Arc'teryx 为主要引擎。因直营线下提供沉浸式消费体验有助功能服饰产品销售, 被收购后 Arc'teryx 开始 DTC 转型, 收缩经销渠道。此外尽管 Salomon、Wilson 历来以经销渠道为主, 在夯实高质量经销商合作的同时, 积极发展 DTC 渠道, Salomon 在 EMEA 和大中华的直营发展取得较好进展, Wilson 原以经销运动装备为主, 新增运动鞋服产品通过 DTC 渠道触及年轻消费者。2020-2024 年, 公司整体经销/DTC 收入 CAGR 分别为 11.1%/43.8%, DTC 占比由 22%提升至 44%, 自营零售增速高于自营电商。DTC 主要提升动力来自功能服饰大类, 2020-2024 年功能服饰/户外性能/球类运动 DTC 收入 CAGR 分别为 49.5%/34.1%/35.4%, 大类收入 DTC 占比提升 25.4/13.7/8.0pct 至 71%/29%/17%, 功能服饰提升幅度显著高于其他大类, 我们判断主要由 Arc'teryx 直营战略驱动。

表5: 渠道收入拆分

渠道收入占比	2020	2021	2022	2023	2024
经销	78%	73%	71%	64%	56%
DTC	22%	27%	29%	36%	44%
自营电商	11%	13%	14%	16%	
自营零售	10%	14%	15%	19%	
功能服饰	28%	31%	31%	36%	42%
经销	15%	14%	12%	12%	12%
DTC	13%	17%	19%	24%	30%
自营电商			7%	9%	
户外性能	45%	40%	40%	38%	35%
经销	38%	34%	33%	30%	25%
DTC	7%	7%	7%	8%	10%
球类运动	27%	29%	29%	25%	22%
经销	25%	26%	26%	22%	19%
DTC	2%	3%	4%	4%	4%

数据来源: 公司招股书, 公司 2023-2024 年报, HTI

Arc'teryx 利润率最高, 2023 年已成第一大品牌。2020-2023 年 Arc'teryx 以年均 38.1%高增超越 Salomon, 成为最大品牌, 2023 年占功能服饰收入的 91%, 功能服饰大类 2024 年超越户外性能大类成为公司第一大收入来源。Arc'teryx 是 Amer 利润率最高的品牌, 收入占比提升有助提振整体盈利水平。

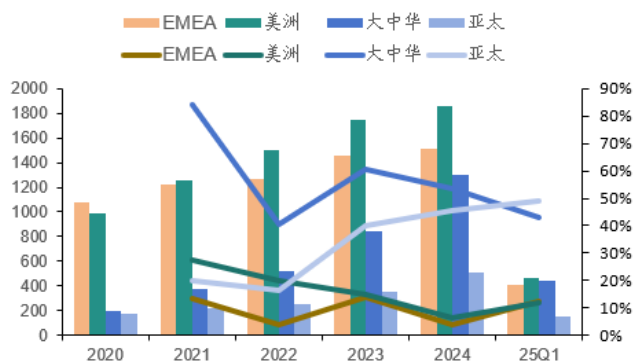
DTC 渠道是 Arc'teryx 吸引消费者并提升线上线下转化的主要工具, 公司积极开设直营大店并升级已有门店。Arc'teryx 门店积极组织社群活动, 邀请运动员和大使与客人分享知识, 成为户外运动爱好者的互动中心, 2022 年起推出保养、维修、以旧换新的 ReBIRD 服务, 延长产品使用寿命, 提升消费者忠诚度。

2.4. 本地化股东背景赋能, 大中华收入翻六倍

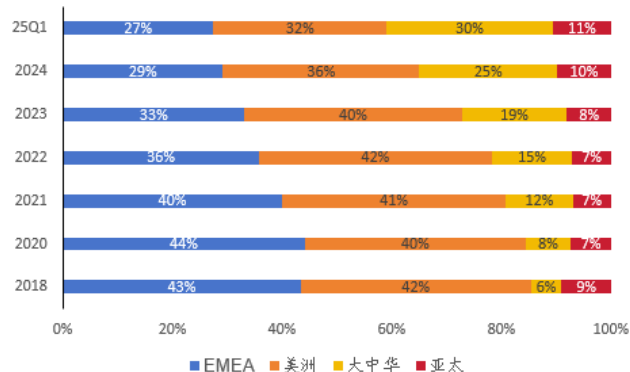
收购前欧美为主, 中国“从零到有”。2010-2018 年, EMEA/美洲/亚太(含中国)收入 CAGR 分别为 4.1%/6.3%/8.3%, 占比分别为 43%/42%/15%, 各地区均由户外及健身领增, 亚太地区增速最快, 其中中国 CAGR 为 32%, 中国 2018 年收入 1.5 亿美元, 占整体收入 5.6%。

收购后全球大幅提速，本地化经营赋能大中华高增。收购后全球大幅提速，本地化经营赋能大中华高增。收购后 2020-2024 年，EMEA/美洲/大中华/亚太（不含大中华）收入 CAGR 分别为 8.8%/17.2%/59.2%/30%，较收购前均大幅提速，EMEA 提速幅度相对较慢，大中华/亚太地区收入较 2020 年翻 6.4/2.9 倍。Amer 大股东安踏、腾讯为中国消费零售龙头，拥有丰富的本地化品牌运营经验、消费者偏好的理解、良好的资源累计，给予核心品牌在大中华展业提供有力支撑，收入份额在收购后提升 19pct 至 25%。

Arc'teryx、Salomon 重点发展大中华、北美。各核心品牌均有优势市场：Arc'teryx 在北美与大中华地区，Salomon 在欧洲，Wilson 在北美。Arc'teryx 将持续在北美与大中华地区拓展新店、升级已有门店，相比美国，中国 DTC 门店店效更高+利润率更高。Salomon 北美与大中华地区渗透率较低，创新设计+功能性强+高端定位品牌有较大发展潜力，将积极在主要城市开设 DTC 门店，着重加速大中华地区拓店。Wilson 将巩固提升北美市场的领先地位，同时借助与 NBA 的合作伙伴关系以及体育参与度的提升，在大中华区和欧洲市场推动品牌增长，捕捉大中华区的网球、欧洲的笼式网球及匹克球热度趋势。

图23：历史分地区收入规模及增速（百万美元，%）


数据来源：Bloomberg，HTI

图24：历史分地区收入占比


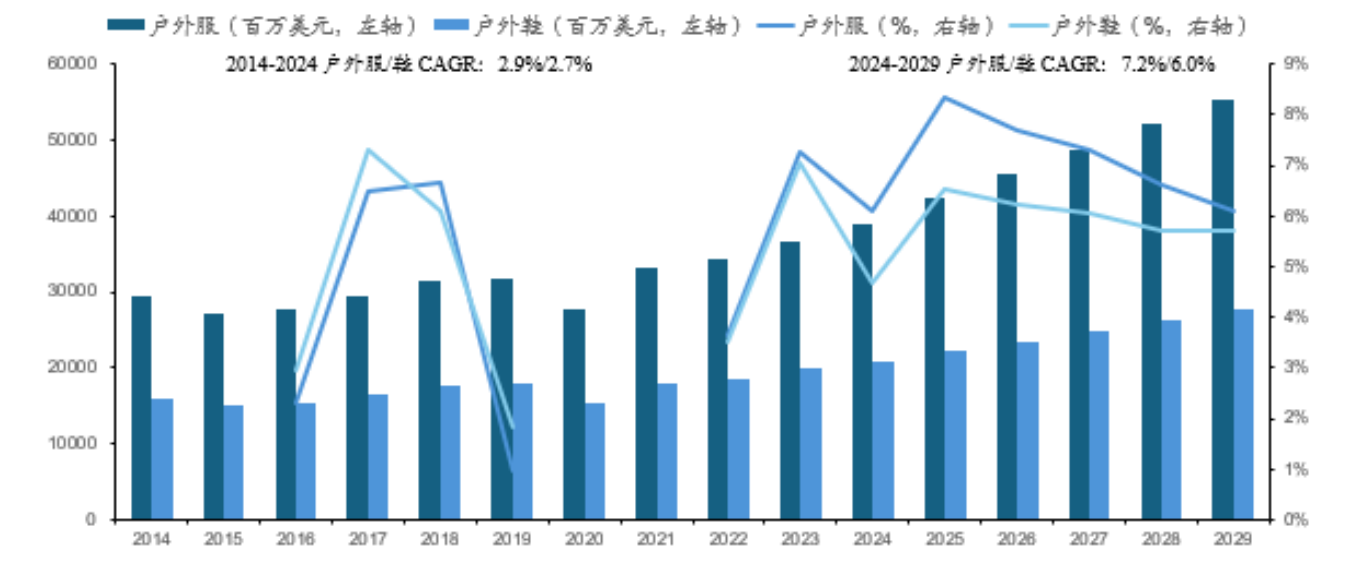
数据来源：Bloomberg，HTI

3. 户外赛道蓬勃向上，中国有望成为最大市场

3.1. 全球户外鞋服预计年增 6.8%，中国是最大引擎

2024-2029 年户外鞋服年均增 6.8%，22 年起显著提速超运动整体。2024 年全球户外运动鞋服市场规模 598 亿美元，占运动鞋服市场约 14.7%，2024-2029 预计占比将提升至 15.6%。户外服饰/鞋履分别占比 65%/35%，2024-2029 服饰增速快于鞋履，2029 预计市场规模分别为 552/279 亿美元。户外鞋服市场规模 2014-2024/2024-2029 年 CAGR 分别为 2.8%/6.8%，2022 年起显著提速，超运动鞋服整体增速，2024-2029 年 CAGR 较运动鞋服高 1.3pct。

图25：全球户外鞋服市场规模及增速



数据来源：Euromonitor，HTI

多数地区 2024-29 年显著提速，亚太双位数领增。亚太和北美是户外运动鞋服最大的两个市场，2024 年规模分别为 182/167 亿美元，全球收入占比 30%/28%。过去十年亚太和北美收入增速位列第一第二。2024-2029 年，北美增速将下降到第 4 名，亚太户外运动鞋服年均增速预计高于北美 7.3pct，全球占比差距将由 2pct 扩大至 13pct。2024 年亚太户外鞋服占运动鞋服比例高于其他地区，且在未来五年预计提升幅度第一，2024-2029 年亚太户外运动鞋服市场预计将以 11.6% CAGR 提升，较运动鞋服快 4.6pct，居各地区第一。

表6：户外运动鞋服分地区情况

亿美元	户外运动鞋服市场规模						占运动鞋服比例		运动鞋服增速		增速较运动鞋服	
	2024	2029	14-24CAGR	24-29CAGR	24占比	29占比	2024	24-29提升	14-24CAGR	24-29CAGR	14-24	24-29
全球	598	831	2.8%	6.8%			14.7%	0.9pct	3.9%	5.5%	-1.1pct	1.3pct
亚太	182	315	6.1%	11.6%	30%	38%	17.4%	4.0pct	6.0%	7.1%	0.1pct	4.6pct
北美	167	206	4.8%	4.3%	28%	25%	10.1%	-0.3pct	5.5%	4.8%	-0.7pct	-0.6pct
中东、非洲	34	56	1.0%	10.4%	6%	7%	16.3%	0.1pct	2.7%	10.3%	-1.7pct	0.1pct
东欧	25	30	-2.1%	4.0%	4%	4%	16.5%	-0.1pct	-0.5%	4.2%	-1.5pct	-0.2pct
拉美	22	30	-2.4%	7.0%	4%	4%	8.8%	0.2pct	-0.2%	6.5%	-2.3pct	0.4pct

数据来源：Euromonitor，HTI

2030 年中国有望超美国成为户外鞋服第一消费国，增速显著高于其他主要市场。2024 年美国/中国户外运动鞋服分别占全球的 23%/14%，为前两大国家。2014-24 年，中国市场 CAGR 较美国快 5.3pct，2024-29 年预计增速差距进一步拉开，至 2029 年中国全球份额将提升 6pct 至 20%，仅微低于美国，我们预测中国有望于 2030 年超越美国成为全球户外鞋服第一消费国。前五大国家除美国外 2024-29 年规模增速均将较 2014-24 年提速，其中中国提速幅度 4.9pct 最大。多数国家户外服增速高于户外鞋，2024 年中国户外鞋占比低于美国和加拿大，2024-29 年户外鞋增速低于户外服 4.5pct，鞋服增速差异最大，至 2029 年鞋履占比变动幅度最大，将下降 3.9pct 至 25%。

表7：户外运动鞋服份额前五大国家市场情况

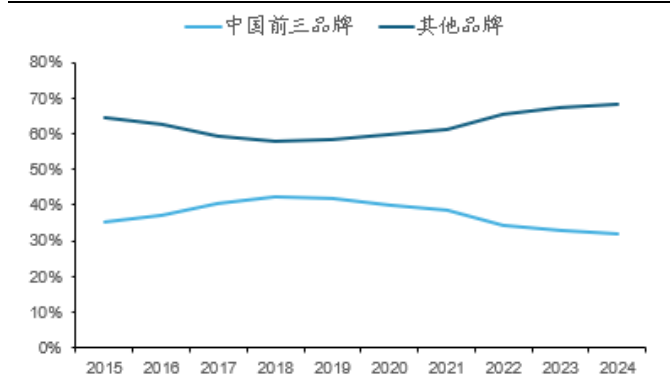
亿美元	市场规模		CAGR		全球占比		24-29 CAGR		24-29 鞋履占比变动	
	2024	2029	14-24	24-29	24 全球占比	29 全球占比	鞋	服	24 鞋履占比	24-29 鞋履占比变动
美国	138	171	5.1%	4.3%	23%	21%	4.1%	4.4%	36%	0.4pct
中国	81	165	10.4%	15.3%	14%	20%	12.0%	16.5%	29%	-3.9pct
德国	49	56	0.1%	2.8%	8%	7%	2.5%	2.8%	26%	-0.3pct
韩国	32	42	1.4%	5.2%	5%	5%	4.5%	5.4%	14%	-0.5pct
加拿大	28	35	3.7%	4.2%	5%	4%	4.2%	4.1%	39%	0.2pct

数据来源：Euromonitor，HTI

3.2. 中美运动鞋服市场竞争格局

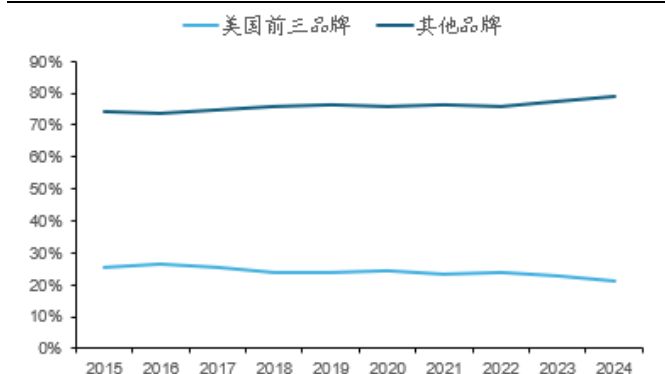
中美运动鞋服集中度悬殊，中国已形成规模效应。疫情后中美头部运动鞋服市占率集中度均有所下降，2020-2024 中国/美国前三品牌市占率下降 8/3pct 至 32%/21%，中国降低幅度较大，我们判断与新兴品牌加入竞争及 Nike 份额流失较大有关。中美市占率集中度悬殊，2024 年中国 CR10 约 73%，美国则为 35%，中国第 2-5 名市占率均为高单位数，美国第 2 名 Adidas 市占率仅 5%，我们认为中国运动鞋服市场龙头已形成规模效应，竞争壁垒较高，龙头助力经营附加值较高。

图26：中国运动鞋服品牌市占率集中度



数据来源：Euromonitor, HTI

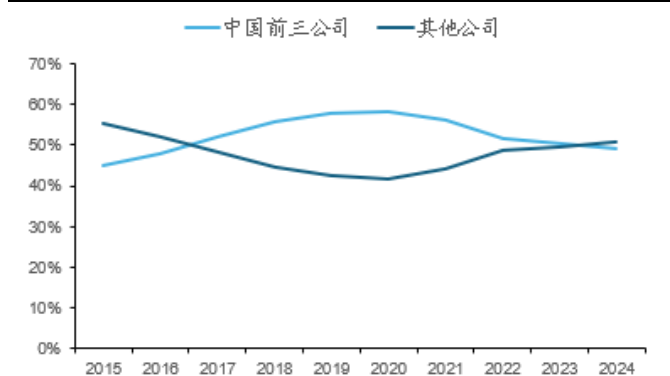
图27：美国运动鞋服品牌市占率集中度



数据来源：Euromonitor, HTI

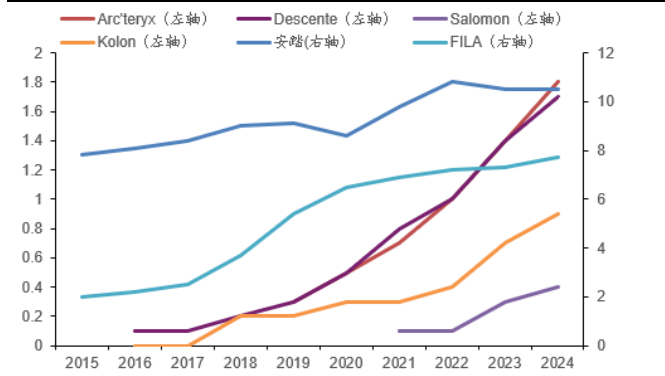
安踏接手品牌市占率迅速抬升，本土化经营是运动品牌在中国的成功关键。中国头部公司市占率显著高于美国的 24%，达 49%，较前三大品牌高 17pct，主要原因为第二大公司安踏旗下各品牌市占率在安踏接手运营后迅速抬升。中国前十大品牌中半数为本土公司运营的品牌，本土化经营是运动品牌在中国成功的重要因素。

图28：中国运动鞋服公司市占率集中度



数据来源：Euromonitor, HTI

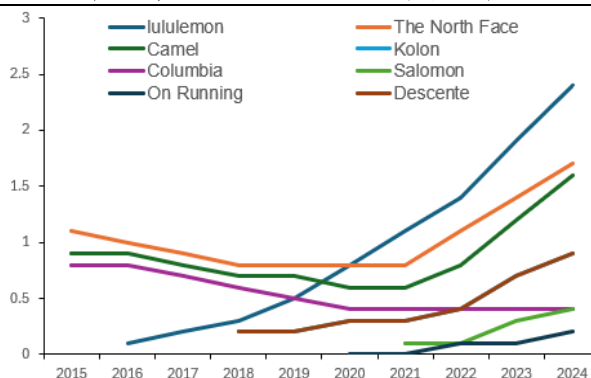
图29：安踏运营品牌中国运动鞋服历史市占率



数据来源：Euromonitor, HTI

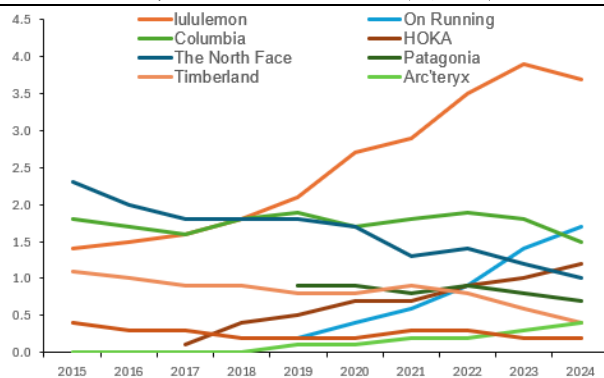
美国高端细分赛道运动品牌竞争激烈，品牌表现不一，仅 Saucony、On Running、Arc'teryx 市占率保持抬升趋势。中国高端细分赛道市占率抬升趋势明显，品牌间差距较小，份额较为分散，我们认为在本地龙头加持下，Arc'teryx、Salomon 渗透率有望进一步提升。

图30: 中国高端专业运动鞋服品牌市占率 (%)



数据来源: Euromonitor, HTI

图31: 美国高端专业运动鞋服品牌市占率 (%)



数据来源: Euromonitor, HTI

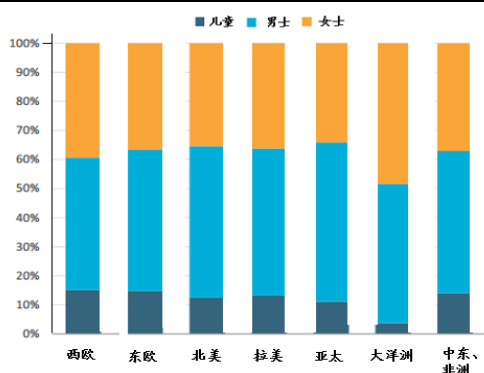
3.3. 女子体育赛事关注度空前，女士运动鞋服增长潜力佳

2018-2023 年，全球女士运动鞋服增速超过男士，2023 年女士运动鞋服占比为 36%，与男士占比差距较大。大洋洲在份额和增长速度方面居前列，西欧、北美女士份额分别达 39%/35%，亚太地区相对落后，主因中日市场渗透率较低。

女子体育赛事关注度空前，女运动员商业价值增强。 2023 年女子世界杯售票及收看情况创历史新高。WNBA 疫情后售罄率新高，超疫情前水平 36pct。2024 年美国大学体育协会女篮决赛收看人数首次超过男篮比赛，同比增长 89%，新星运动员 Angel Reese 和 Caitlin Clark 表现出色，打破联赛得分记录（不分男女），Wilson 已与 Caitlin Clark 签约，合作推出联名篮球系列。媒体和社交媒体的广泛报道进一步提升了女子体育的曝光度，杰出的女性运动员吸引了大量粉丝，激励年轻女孩投身体育运动，商业价值和影响力增强。

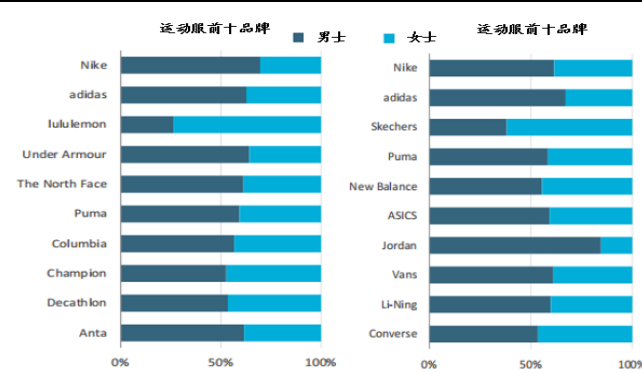
主要品牌女士产品占比上行，五年内市场增量至少 452 亿美元。 2023 年市场全球运动鞋/服前十大品牌女性产品占比分别为 42%/40%，较 2018 年提升 2/4pct，近年业绩高增的 lululemon 近三分之二为女性产品。电商渠道贡献全球运动鞋服 30%收入，中国及美国线上销售性别比例均更平衡，女装增速快于整体。2024-2029 年，全球运动鞋服市场将以 5.5% CAGR 增长，如男性别占比不变，女士运动鞋服产品将产生至少 452 亿美元增量，我们判断女士运动鞋服增速将持续高于男性，占比有望持续提升。

图32: 各地区运动鞋服消费者拆分



数据来源: Euromonitor, HTI

图33: 主要运动品牌消费者拆分



数据来源: Euromonitor, HTI

4. 分项盈利预测与估值

我们预计功能服饰大类在 Arc'teryx 带动下持续 20%以上增速，户外性能随 Salomon 中国拓店+鞋履在欧美市占提升逐年提速，球类运动维持中单位数增速，整体毛利率 2025-2027 年提升 2.2pct，预测公司 2025-26 年净利润 4.47/5.66 亿美元，同比增 516%/27%，因公司增长势能居行业较强水平，给予 2025 年 PE 估值 52X，对应目标价 42.00 美元，维持“增持”评级。

表8：分项盈利预测表（百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
整体收入	5183	6012	7011	8228
yoy	17.8%	16.0%	16.6%	17.4%
功能服饰收入	2194	2677	3266	3985
yoy	35.9%	22.0%	22.0%	22.0%
户外性能收入	1836	2129	2491	2940
yoy	9.6%	16.0%	17.0%	18.0%
球类运动收入	1154	1205	1254	1304
yoy	3.7%	4.5%	4.0%	4.0%

数据来源：公司 2024 年报，HTI

注：2024 年增速使用 2023 收入 restated 口径计算

表9：可比公司估值表

代码	简称	市值 (亿元)	净利润（百万元）				PE（倍）			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
On Running	ONON.N	183	242	249	347	475	66.19	64.39	46.26	33.75
Deckers	DECK.N	166	966	922	1007	1077	17.16	17.97	16.46	15.39
Lululemon	LULU.O	297	1815	1794	1893	2016	16.38	16.57	15.70	14.74
Nike	Nke.N	914	3180	2876	3665	4638	28.74	31.77	24.93	19.70
Adidas	ADS.DF	381	764	1363	1973	2363	49.90	27.97	19.32	16.13
均值							35.67	31.73	24.53	19.94

数据来源：Bloomberg，HTI

注：收盘价为 2025 年 6 月 10 日价格，预测数为 Bloomberg 一致预期，On Running 净利润使用瑞郎单位，行情使用美元单位，Deckers、Lululemon、Nike 使用美元单位，Adidas 使用欧元单位

5. 财务预测表

资产负债表(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2399	4253	4974	5957	营业收入	5183	6012	7011	8228
现金	345	1744	2010	2522	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	831	1157	1407	1617	营业成本	4742	5004	5801	6816
存货	1223	1352	1557	1818	销售费用	1382	1681	1960	2325
其他	0	0	0	0	管理费用	601	733	848	1003
非流动资产	5937	5868	5795	5725	研发费用	0	0	0	0
固定资产	550	673	773	870	财务费用	210	121	115	46
无形资产	5242	5047	4871	4702	除税前溢利	161	766	955	1201
其他	145	148	151	154	所得税	83	284	344	432
资产总计	8336	10121	10768	11682	净利润	78	483	611	768
流动负债	1554	1924	2377	2863	少数股东损益	6	36	45	57
短期借款	137	309	482	655	归属母公司净利润	73	447	566	712
应付账款及票据	549	554	655	755					
其他	869	1060	1240	1453	EBIT	371	887	1070	1247
非流动负债	1774	2736	2347	2035	EBITDA	645	1109	1287	1459
长期债务	791	791	791	791	EPS (美元)	0.13	0.81	1.02	1.29
其他	983	1945	1556	1245					
负债合计	3328	4659	4724	4898	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
普通股股本	18	18	18	18	成长能力				
储备	4981	5399	5936	6619	营业收入	18.65%	15.98%	16.62%	17.36%
归属母公司股东权益	4999	5417	5954	6637	归属母公司净利润	134.80%	515.92%	26.58%	25.71%
少数股东权益	9	45	90	147	获利能力				
股东权益合计	5008	5462	6045	6784	毛利率	55.40%	56.90%	57.30%	57.60%
负债和股东权益	8336	10121	10768	11682	销售净利率	1.40%	7.44%	8.07%	8.65%
					ROE	1.45%	8.25%	9.51%	10.72%
					ROIC	3.04%	8.52%	9.35%	9.70%
现金流量表(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	425	686	909	1033	资产负债率	39.92%	46.03%	43.87%	41.93%
净利润	78	483	611	768	净负债比率	11.62%	-11.79%	-12.19%	-15.86%
少数股东权益	6	36	45	57	流动比率	1.54	2.21	2.09	2.08
折旧摊销	274	221	217	212	速动比率	0.76	1.51	1.44	1.45
营运资金变动及其他	78	18	126	110	营运能力				
投资活动现金流	-268	689	-673	-619	总资产周转率	580.29	552.66	536.34	491.15
资本支出	-275	-150	-140	-140	应收账款周转率	55.54	59.51	65.82	66.16
其他投资	7	839	-533	-479	应付账款周转率	180.89	178.95	174.95	174.14
筹资活动现金流	-266	52	58	126	每股指标				
借款增加	-2839	173	173	173	每股收益	0.13	0.81	1.02	1.29
普通股增加	2574	0	0	0	每股经营现金流	0.77	1.24	1.64	1.87
已付股利	0	-121	-115	-46	每股净资产	9.03	9.79	10.76	11.99
其他	-1	-1	-1	-1					
现金净增加额	-138	1399	266	512					

6. 风险提示

零售环境疲软，店铺拓展不及预期，汇率波动，贸易政策变化。

亚玛芬体育是一家全球性公司，提供高端运动服装、鞋类、器材、防护装备及相关配件。其核心品牌包括始祖鸟（Arc'teryx）、萨洛蒙（Salomon）和威尔逊（Wilson）。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
ANTA Sports Products Ltd	41.95
Anamered Investments Inc	18.78
FountainVest china Capital Partners Gp3 Ltd	6.16
FMR LLC	4.73
Tencent Holdings Ltd	3.90
Brown Advisory Inc	0.75
DE shaw & Co LP	0.70
Zheng Jie	0.68
Brilliance Asset Management Ltd	0.64
Avala Global LP/DE	0.63
合 计	78.92

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Investment Advice: We forecast the company's net profit for 2025-26 to be 447/566 million USD, a YoY increase of 516%/27%. We assign a 2025 PE valuation of 52X, with a target price of 42.00 USD, and an 'Outperform' rating.

High-growth market expansion and channel optimization have accelerated performance. Post-2019 acquisition, brand matrix was streamlined, brand positioning enhanced, and management restructured, focusing on Greater China and Asia-Pacific. Revenue growth increased from 3% to 20.6% annually. Arc'teryx leads in Technical Apparel. Benefiting from local major shareholder, Greater China retail expansion continues, with revenue multiplying sixfold in four years, and Arc'teryx and Salomon's market share in China rapidly increasing. DTC share rose 22pct from 2020-2024, boosting GPM by 8pct, significantly outperforming peers. Store expansion continues in 2025, with room for efficiency improvement. 2024 adjusted EBITDA margin hits a high since 2006, with IPO and private placement significantly reducing debt, potentially lowering future financial costs. As regional layout matures, scale effects may reduce SG&A expenses, further enhancing profitability.

Multiple subdivided sectors drive revenue growth, with profitability expected to improve. Arc'teryx's classic hard-shell remains strong, with women's wear, footwear, and business lines developing. Salomon's footwear and apparel are expanding rapidly, with leadership changes accelerating footwear growth, expected to increase annually by double digits, with 25Q1 footwear driving operating profit ratio up by 9.9pct YoY. Wilson's new footwear and apparel lines are expanding in the USA and China. From 2020-2024, Technical Apparel/Outdoor Performance/Ball & Racquet Sports income CAGR is 34%/14%/15%. 25Q1 performance exceeded Bloomberg consensus expectations, raising 2025 growth guidance to 20-22%/mid-teen%/mid-single-digit%, with operating profit ratios of 21%/9.5%/3-4%, and minimal tariff impact on profitability. By end-2023 guidance, 2024-2029 income CAGR is expected to be mid to high double%/high single to low double%/mid-single%, with high-profit segments increasing, adjusting operating profit ratio by 0.3-0.7pct, and GPM rising by 3pct over 3-5 years.

Positive outlook for major brand DTC store expansion and efficiency improvement. Arc'teryx drives DTC expansion, with DTC share rising 26pct to 71% from 2020-2024, and Technical Apparel DTC income growing 50% annually. Its high-end professional positioning offers significant competitive advantages, with store efficiency at 5.05 million USD, significantly lower than high-end brands like lululemon and Moncler, with the lowest store count among peers, leaving room for direct expansion and ongoing store upgrades. Salomon DTC is in incubation, with active store expansion from 2024, potentially initiating high growth long-term.

Outdoor sector is booming, with rapid growth in China, where localized operations are key. Global outdoor sports footwear and apparel have accelerated since 2022, with Asia-Pacific as the largest market, expected to lead with a 7.1% CAGR over the next five years, widening the gap with North America. By 2030, China is expected to surpass the USA as the largest consumer of outdoor footwear and apparel, with 2020-2024/2024-2029 growth rates of 10.4%/15.3%, significantly higher than other major markets. The company's local major shareholder background provides a significant competitive advantage in the Chinese market.

Risk Warning: Weak retail environment, weaker than expected store expansion, exchange rate fluctuations, changes in trade policy.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，盛开，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kai Sheng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Xiaorui Hu，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xiaorui Hu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

	截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布			截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

	Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of SusallWave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA)

Inc. ("HTI USA"), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 ("FIEL") 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称"ASIC"）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL") 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE")（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

Amer Sports - AS US

