

买入

2025 年 11 月 26 日

品牌势能与全球化战略共振驱动成长

- **收入提速，品牌增长态势良好：**本季度所有地区收入均有提速，其中大中华区和亚太地区的增速接近 50%，北美和 EMEA 的增速接近 20%（见图表 4）。总门店数环比增加 85 至 631 家，新开门店带动量价齐升。同店增速表现亮眼，其中功能性服装业务（始祖鸟、壁克峰）由 15%环比提升至 27%。萨洛蒙聚焦运动时尚和高性能产品，鞋类收入增长 35%，高毛利产品继续改善盈利能力。
- **全球化战略持续推进：**战略重塑已在中国市场获得了验证，公司正在逐步将其复制到全球其他重点市场。虽然欧美户外市场更为成熟，专业品牌之间的竞争更为充分，但亚玛芬旗下品牌的产品在性能方面保持领先，同时在高端细分赛道具备独特的用户心智，战略重塑有望为公司在传统欧美市场带来新的增长动能。
- **2025Q3 业绩摘要：**收入同比增长 30%至 17.56 亿美元。按地区，北美地区收入增长 18%至 5.74 亿美元，EMEA 地区收入增长 23%至 5.29 亿美元，大中华区收入增长 47%至 4.62 亿美元，亚太地区收入增长 54%至 1.92 亿美元。按品类，功能性服装收入增长 31%至 6.83 亿美元，户外运动收入增长 36%至 7.24 亿美元，球类运动收入增长 16%至 3.50 亿美元，三项业务的同店增速为 27%/33%/24%。全球门店数量为 631 家，环比增加 85 家，同比增加 178 家。毛利率为 56.8%，同比提升 1.6 个百分点，经营利润率为 12.3%，经调整经营利润率为 15.7%。
- **全面上调指引：**预计全年收入同比增速为 23-24%，毛利率为 58.0%，经营利润率为 12.5-12.7%，每股盈利为 0.88-0.92 美元。此前，公司宣布未来五年预计收入的复合增速为低双至中双位数，经调整经营利润率将逐年扩张 30 至 70 个基点，2030 年每股收益将达到 2.5 美元。
- **目标价 43.80 美元，买入评级：**公司正处于战略转型的关键收获期，其 DTC 模式的成功验证、中国市场的强劲表现以及去杠杆化带来的财务改善使其在服装板块享有一定估值溢价。采用 27 倍市盈率，求得目标价 43.80 美元，较当前股价有 20%的上行空间，给予买入评级。当前股价对应未来三年的市盈率为 38/29/23 倍。
- **风险：**欧美竞争环境更为激烈，宏观政策对业绩造成拖累；单一品牌、单一市场的依赖度较高；商业模式面临周期性，通常高估值水平难以长期维持；品牌扩张可能稀释其心智与调性。

唐伊莲

852-25321539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

王柏俊

852-25321915

patrickwong@firstshanghai.com.hk

李倩

852-25222101

chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

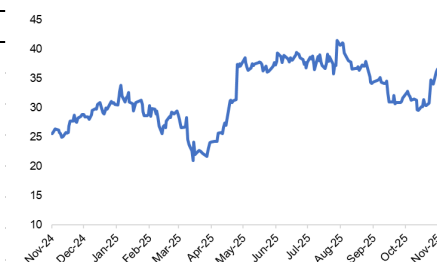
行业	消费
股价	36.60 美元
目标价	43.80 美元 (+20%)
股票代码	AS
总股数	5.55 亿股
市值	203 亿美元
52 周高/低	42.36/20.21 美元
每股账面值	10.20 美元
主要股东	安踏体育 42% Dennis Wilson 18% 方源资本 6% 腾讯 6%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总收入 (百万美元)	4,400	5,183	6,453	7,619	8,810
变动	23%	18%	25%	18%	16%
经营利润	302.5	470.8	832.7	1,036.9	1,285
利润率	6.9%	9.1%	13%	14%	15%
每股收益 (美元)	-0.54	0.14	0.97	1.27	1.60
变动	18%	126%	594%	31%	25%
基于36.6美元的市盈率 (估)	N/A	261	38	29	23

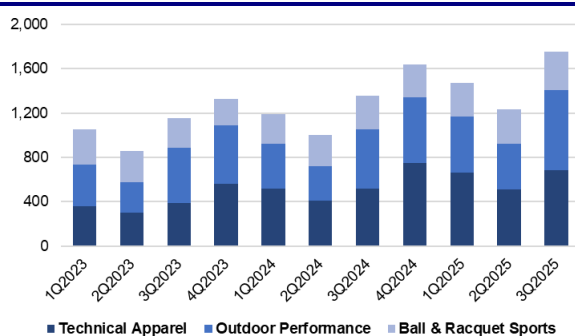
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



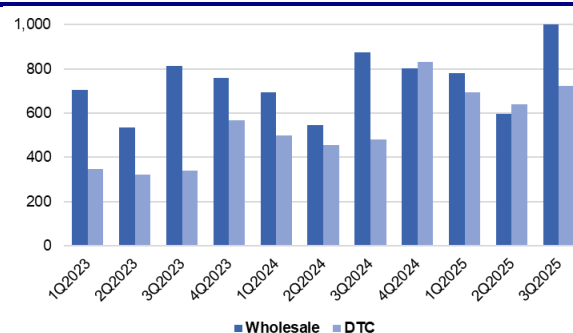
来源：彭博

图表 1: 季度收入 (按品类, 百万美元)



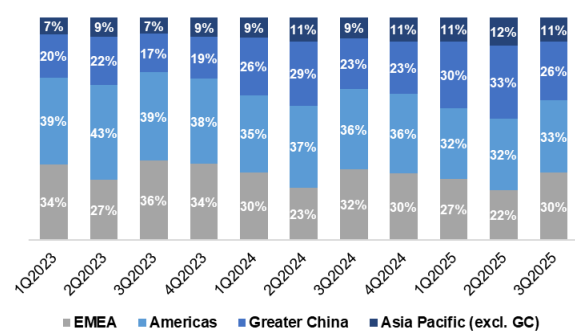
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 2: 季度收入 (按渠道, 百万美元)



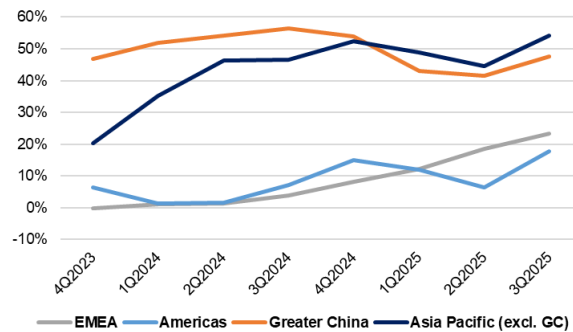
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 3: 各地区收入占比



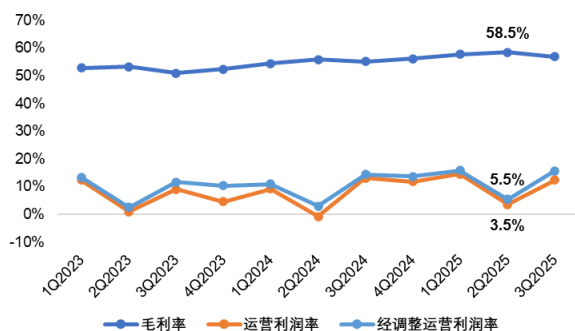
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 4: 各地区收入同比增速



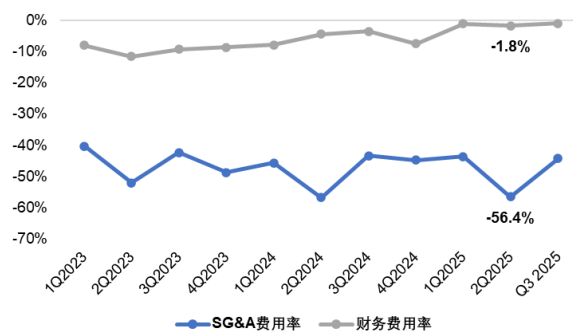
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 5: 历史毛利率及经营利润率



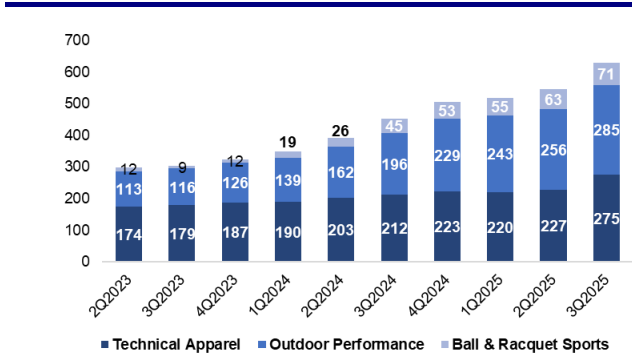
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 6: 历史 SG&A 及净财务费用率



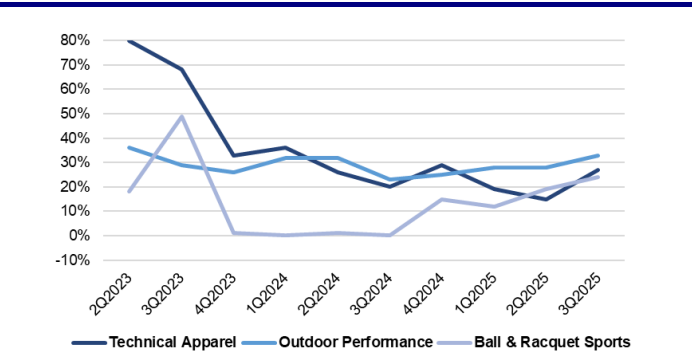
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 7：各品类门店数量（个）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 8：各品类同店增速



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 9：估值模型

\$ in millions	2025E	2026E	2027E
Technical Apparel	589	716	846
Outdoor Performance	322	402	494
Ball & Racquet Sports	50	71	78
Adjusted operating profit	962	1,189	1,417
-Reconciliation	-129	-152	-132
Operating profit	833	1,037	1,285
-Net finance cost+income tax	-271	-283	-317
Net income	562	754	968
P/E ratio			27.0
Market capitalization			26,147
Ordinary shares (m)			597
Target price (\$)			43.80

资料来源：第一上海预测

风险因素

- 欧美竞争环境异于中国市场，宏观政策拖累业绩
- 单一品牌、单一市场的依赖度较高
- 商业模式面临周期性，高估值水平难以长期维持
- 品牌扩张可能稀释其心智与调性
- 在欧美等成熟市场，户外运动品牌之间的竞争更为激烈，各子板块玩家众多。因此，公司难以简单复制其在中国的成功模式以实现高速增长。此外，贸易摩擦和关税等政策的调整可能在短期内直接影响公司的成本和利润率。
- 尽管亚玛芬体育拥有多元化的品牌组合，但其集团整体增长依然依赖于旗舰品牌始祖鸟以及大中华区市场的业绩驱动。公司在亚洲以外市场的增长潜力及其战略转型的有效性仍需时间来验证。
- 服装行业的商业模式导致其业绩的弹性相对较小。当品牌经历高速成长期时，得以享有较高的估值溢价。然而，一旦高速扩张进入尾声，增速放缓，将回归到更传统的消费品估值体系。
- 通常来说，品牌可能通过扩展现有品类和细分市场换取长期增长。然而，品牌扩容可能导致其稀释原有的品牌心智与调性，如果过度向休闲或大众市场品类延伸，可能会稀释其在核心用户群体中建立的精英化和专业化品牌形象。

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万美元, 财务年度: 12月31日											
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
Revenue	4,400	5,183	6,453	7,619	8,810	盈利能力					
Cost of goods sold	-2,092	-2,312	-2,710	-3,124	-3,524	Gross profit	2,308	2,872	3,743	4,495	5,286
Gross profit	2,308	2,872	3,743	4,495	5,286	Operating profit	303	471	833	1,037	1,285
Selling, general and administrative expenses	-2,015	-2,430	-2,930	-3,478	-4,021	Adjusted operating profit	496	656	962	1,189	1,417
Impairment losses	-2	-2	-2	-3	-3	Net income	-209	78	562	754	968
Other operating income	11	31	20	20	20	Gross margin	52%	55%	58%	59%	60%
Operating profit	303	471	833	1,037	1,285	Operating margin	6.9%	9.1%	13%	14%	15%
Net finance cost	-407	-310	-90	-70	-70	Adjusted operating margin	11%	13%	15%	16%	16%
Loss before tax	-105	161	743	967	1,215	Net margin	-4.7%	1.5%	8.7%	9.9%	11%
Income tax benefit/(expense)	-104	-83	-181	-213	-247	费用率					
Net income	-209	78	562	754	968	SG&A expenses	-46%	-47%	-45%	-46%	-46%
Equity holders of the Company	-209	73	547	739	953	Net finance cost	-9.2%	-6.0%	-1.4%	-0.9%	-0.8%
Non-controlling interests	0	6	15	15	15	Revenue by segment					
Basic earnings per share	-0.54	0.15	0.98	1.28	1.61	Technical Apparel	1,614	2,194	2,806	3,332	3,843
Diluted earnings per share	-0.54	0.14	0.97	1.27	1.60	Outdoor Performance	1,674	1,836	2,385	2,874	3,404
Basic ordinary shares (k)	384,500	498,029	558,830	575,595	592,863	Ball & Racquet Sports	1,112	1,154	1,262	1,414	1,562
Diluted ordinary shares (k)	384,500	501,745	563,000	579,890	597,287						
资产负债表						现金流量表					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
Inventories	1,100	1,223	1,466	1,644	1,951	Net loss	-209	78	562	754	968
Accounts receivable, net	600	607	860	912	1,090	Depreciation and amortization	221	274	352	319	371
Prepaid expenses and other receivables	162	213	213	213	213	Share-based payment expense	11	20	0	0	0
Cash and cash equivalents	483	345	545	1,056	1,610	Interest expense	398	219	0	0	0
Total current assets	2,352	2,399	3,093	3,836	4,875	Loss on debt extinguishment	0	32	0	0	0
Intangible assets	2,749	2,590	2,590	2,590	2,590	Foreign currency exchange (losses)/gains	16	68	0	0	0
Goodwill	2,270	2,128	2,128	2,128	2,128	Income tax expense	104	83	0	0	0
Property, plant and equipment	442	550	498	579	609	Inventories	-175	-172	-242	-179	-307
Right-of-use assets	317	524	524	524	524	Trade receivables	84	-35	0	0	0
Total non-current assets	6,022	5,937	5,885	5,967	5,996	Other current receivables	-42	-19	-252	-53	-177
Total Assets	8,374	8,336	8,979	9,803	10,871	Accounts payable	-39	124	80	70	100
Other borrowings	90	137	137	137	137	Other liabilities	80	118	0	0	0
Revolving credit facility	291	0	0	0	0	Cash generated from operating activities	459	786	499	911	954
Lease liabilities	89	117	117	117	117	Interest paid	-179	-197	0	0	0
Accounts payable	427	549	629	700	800	Income taxes paid	-88	-170	0	0	0
Other liabilities	568	688	688	688	688	Net cash flow from operating activities	199	425	499	911	954
Total current liabilities	1,574	1,554	1,635	1,705	1,805	Acquisition of property, plant and equipment	-124	-229	-300	-400	-400
Non-current borrowings	1,863	791	791	791	791	Acquisition of intangible assets	-13	-46	0	0	0
Non-current borrowings from related parties	4,077	0	0	0	0	Acquisition of right-of-use assets	-16	-13	0	0	0
Non-current lease liabilities	250	439	439	439	439	Net cash flow from investing activities	-155	-268	-300	-400	-400
Deferred tax liabilities	675	487	487	487	487	Proceeds from current borrowings	90	377	0	0	0
Total long-term liabilities	6,957	1,774	1,774	1,774	1,774	Repayments of current borrowings	-35	-326	0	0	0
Total liabilities	8,531	3,328	3,408	3,479	3,579	Net (repayments of)/proceeds	115	-278	0	0	0
Share capital	642	18	18	18	18	Proceeds from non-current borrowings	0	2,027	0	0	0
Share premium	0	3,189	3,189	3,189	3,189	Repayments of non-current borrowings	0	-3,058	0	0	0
Capital reserve	227	2,789	2,789	2,789	2,789	Proceeds from long-term borrowings	-66	-1,461	0	0	0
Accumulated deficit and other	-1,019	-1,017	-455	299	1,267	Proceeds from share issuances	0	2,561	0	0	0
Equity (deficit) attributable to parent company	0	0	0	0	0	Payments of lease liabilities	-75	-102	0	0	0
Total equity (deficit)	-157	5,008	5,570	6,324	7,292	Net cash flow from financing activities	35	-266	0	0	0
Total liabilities and shareholders' equity	8,374	8,336	8,979	9,803	10,871	Cash and cash equivalents at year end	483	345	545	1,056	1,610
						Change in cash and cash equivalents	79	-110	199	511	554

数据来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。