

买入

2025 年 12 月 15 日

全球增长分化加剧，公司步入战略调整期

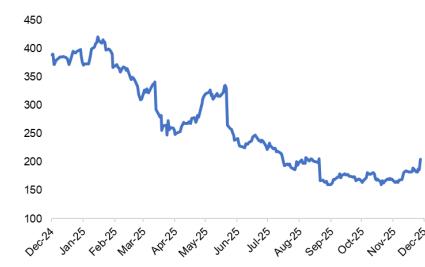
- **CEO 将卸任，公司迎来重要调整期：**现任 CEO Calvin McDonald 将于 26 年 1 月 31 日卸任，公司正与猎头公司合作寻找下一任 CEO，由 CFO 和 CCO 担任临时 CEO。McDonald 在 2018 年加入公司，过去七年公司在全球扩张至 30 个市场，产品矩阵大幅增加，同时 2026 年是五年增长计划“Power of Three x2”的最后一年。我们认为下一任 CEO 对公司至关重要，26 年公司将进入战略调整期。
- **产品迭代提速：**预计产品创新与经营效率将在 2026 年开始显现，26 年春季新品占比将达到 35%，公司表示未来 SKU 与当前存在较大差异。核心产品研发周期由 18-24 个月缩短至 12-14 个月，更加注重新品上市后的反馈与快速反应能力。此外，各市场将对门店 SKU 进行本地化，以更好地迎合不同需求。公司将重点关注北美和中国两大市场的表现：预计 Q4 北美收入趋势环比改善，但由于整体消费较为疲软，明年仍需依托新品带动需求；在中国市场维持产品迭代进度，避免出现 SKU 老化问题。
- **Q3 业绩超预期，北美与全球持续分化：**总收入同比增长 7% 至 26 亿美元，美区收入下滑 2%，收入占比由 74% 下降至 68%，中国大陆收入增长 46%，收入占比由 13% 提升至 24%，其他地区收入增长 19%。全球同店销售额增长 1%，其中美区下降 5%，中国大陆增长 24%，其他地区增长 9%。库存同比增长 11% 至 20 亿美元。受关税和折扣力度影响，毛利率同比下降 290bp 至 56%。EPS 同比下降 10% 至 2.59 美元。公司新增 10 亿美元股票回购计划。**Q4 指引不及预期：**预计收入同比下降 1-3%，剔除 24 财年第 53 周的影响将增长 2-4%，预计 EPS 为 4.66-4.76 美元。
- **目标价 240.60 美元，买入评级：**我们认为下一财年公司将进入重要调整期，北美市场存在复苏的可能性。采用 19 倍市盈率，求得目标价 240.60 美元，较当前股价有 17% 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 16/16/14 倍。
- **风险：**国际地区的高速增长无法弥补核心北美市场的疲软，当前北美市场并未明显复苏，新品策略仍需时间验证。由于公司所处的赛道逐渐饱和，公司将持续面临来自 Alo/Vuori 等竞争对手的挑战。关税政策所带来的逆风仍将在未来几个季度内持续，对毛利率和经营杠杆形成负面影响。业绩放缓导致估值折价。

盈利摘要

截止1月31日财政年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	9,619	10,588	11,086	11,628	12,151
变动 (%)	19%	10%	5%	5%	5%
归母净利润 (百万美元)	1,550.2	1,814.6	1,528.6	1,431.4	1,564.4
变动 (%)	81.4%	17.1%	-15.8%	-6.4%	9.3%
每股收益(美元)	12.20	14.64	12.98	12.66	14.27
变动 (%)	83%	20%	-11%	-2%	13%
市盈率(基于205美元)	16.8	14.0	15.8	16.2	14.4

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

损益表					财务分析						
<美元> <百万>, 财务年度截至<1月31日>											
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
主营业务收入	9,619	10,588	11,086	11,628	12,151	盈利能力					
毛利	5,609	6,271	6,208	6,453	6,805	毛利率	58.3%	59.2%	56.0%	55.5%	56.0%
营业开支	3,402	3,765	4,038	4,421	4,584	EBITDA 利率	26.1%	27.9%	23.6%	21.9%	23.0%
销售及管理费用	3,397	3,762	4,035	4,419	4,581	净利率	16.1%	17.1%	13.8%	12.3%	12.9%
其他营业支出	5	3	3	3	3						
经营利润	2,133	2,506	2,170	2,032	2,221	营运表现					
营业利润率	22%	24%	20%	17%	18%	销售费用率	35.3%	35.5%	36.4%	38.0%	37.7%
税前盈利	2,176	2,576	2,170	2,032	2,221	实际税率	28.8%	29.6%	29.6%	29.6%	29.6%
所得税支出	626	761	641	601	656	库存周转天数	126	117	110	100	100
净利润	1,550	1,815	1,529	1,431	1,564	应付账款天数	24	26	26	26	26
折旧及摊销	379	447	445	510	575	应收账款天数	5	4	4	4	4
EBITDA	2,512	2,952	2,615	2,543	2,796	财务状况					
增长						总负债/总资产	40.3%	43.1%	41.8%	40.7%	6.9%
总收入 (%)	19%	10%	5%	5%	5%	收入/总资产	135.6%	139.3%	134.9%	132.1%	606.6%
EBITDA (%)	55%	18%	-11%	-3%	10%	经营性现金流/收入	23.9%	21.5%	18.4%	17.8%	17.1%
净利润润 (%)	81%	17%	-16%	-6%	9%	ROAA	24.4%	24.7%	19.3%	16.8%	17.1%
						ROAE	42.0%	42.4%	32.9%	27.6%	27.6%
资产负债表					现金流量表						
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	2,244	1,984	2,237	2,487	2,732	净利润	1,550	1,815	1,529	1,431	1,564
应收账款	125	120	128	134	141	折旧及摊销	379	447	445	510	575
存货	1,324	1,442	1,470	1,418	1,465	营运资本变动	362	(258)	31	55	(131)
其他流动资产	368	434	446	458	548	其他	5	269	32	69	65
总流动资产	4,061	3,980	4,280	4,497	4,885	经营活动现金流	2,296	2,273	2,037	2,065	2,074
固定资产	1,546	1,781	2,118	2,422	2,697	固定及无形资产变动	(652)	(689)	(776)	(814)	(851)
无形资产	0	12	(64)	(64)	(64)	其他投资活动	(2)	45	0	0	0
其他	1,486	1,831	1,883	1,947	2,003	投资活动现金流	(654)	(798)	(776)	(814)	(851)
总资产	7,092	7,603	8,217	8,802	9,521	股权激励结算	42	20	0	0	0
应付帐款	348	271	350	371	384	已付税项	(33)	(35)	0	0	0
应付薪酬及相关负债	326	205	205	215	224	回购普通股款项	(559)	(1,637)	(1,009)	(1,001)	(979)
租赁	249	275	293	307	319	其他融资活动	(0)	(0)	0	0	0
其他应付帐款	707	1,089	1,089	1,133	1,176	融资活动现金流	(549)	(1,653)	(1,009)	(1,001)	(979)
总短期负债	1,631	1,840	1,936	2,026	2,103	现金变化					
长期债务	1,154	1,301	1,357	1,421	1,477	汇率损失	(4)	(82)	0	0	0
其他负债	75	139	139	139	139	期初持有现金	1,155	2,244	1,984	2,237	2,487
总负债	2,860	3,279	3,432	3,586	3,719	期末持有现金	2,244	1,984	2,237	2,487	2,732
总股东权益	4,232	4,324	4,969	5,388	5,961						

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。