

Amer26 年有望贡献更多股权收益 多品牌韧性继续彰显

核心观点

- **Amer Sports (亚玛芬体育) 26 年一季度延续强劲增长, 公司上调 26 年指引, 预计为安踏提供更多股权收益。** Amer 昨晚公布 26 年一季报, 收入和经调整后净利润同比分别增长 32%和 47%, 彰显出强劲的增长势头。公司上调 26 年全年经营指引: 预计营收增速上调至 20%-22%, 经调整摊薄每股收益上调至 1.18-1.23 美元, 对应全年经调整净利润同比增长在 27%-32%之间。安踏作为 Amer 的第一大股东, 26 年有望获得更高的股权收益增长。
- **作为多品牌国际化发展的超大型运动服饰集团, 公司在消费整体相对低迷的环境下呈现出更强韧性。** 公司长期坚持多品牌国际化的发展战略, 我们认为在目前消费整体较为低迷的背景下, 公司相对同行将呈现更高的韧性。近期的数据也显示, 公司多品牌架构下偏中高端户外的品牌呈现更高的增速, 正成为公司经营保持良好增长的主动动力。公司之前公告的一季度运营数据显示: 主品牌零售同比高单增长 (超出之前市场预计), 其他品牌 (主要以中高端运动户外品牌迪桑特和可隆为主) 一季度零售保持 40%-45%的快速增长。这次 Amer 一季度的优良业绩也主要来自于户外品牌贡献 (以始祖鸟品牌为主的户外功能性服饰营收同比增长 33%, 以萨洛蒙为主的山地户外服饰及装备收入营收同比增长 42%)。差异化的多品牌战略对公司整体经营增长的稳定性起到了重要的支撑作用。
- **目前市场更关注收购彪马对公司经营的可能拖累, 我们认为对此不必过分悲观。** 公司于 26 初公告拟以 15 亿欧元收购彪马 29.06%的股权。由于彪马目前本身处于调整期, 市场对于公司投资彪马后的投入以及品牌重新定位后是否与公司体系内其他品牌产生重合等有比较多的担心, 我们认为对此不应过分悲观。回顾公司从 FILA 开始到迪桑特、可隆再到 Amer 的多个投资运营案例, 我们看到公司在品牌重塑、团队运营和资源协同方面强大的整合能力, 也为未来新项目提供了丰富的运营借鉴。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 26 年 Q1 运营数据公告以及 Amer 最新的业绩指引, 我们小幅上调公司 26-27 年的盈利预测, 同时新引入 28 年盈利预测, 预计 2026-2028 年每股收益分别为 5.03、5.52 和 6.34 元 (原预测 26-27 年分别为 5.00 和 5.48 元)。参考可比公司, 给予 2026 年 17 倍 PE 估值, 对应目标价 98.34 港币, 维持“买入”评级。

风险提示: 消费终端复苏缓慢、运动服饰行业潮流变化及竞争加剧等

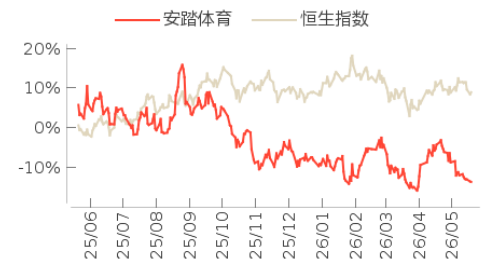
公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	70,826	80,219	87,728	95,184	103,663
同比增长(%)	13.6%	13.3%	9.4%	8.5%	8.9%
营业利润(百万元)	16,595	19,091	20,466	23,266	26,180
同比增长(%)	8.0%	15.0%	7.2%	13.7%	12.5%
归属母公司净利润(百万元)	15,596	13,588	14,058	15,439	17,736
同比增长(%)	52.4%	-12.9%	3.5%	9.8%	14.9%
每股收益 (元)	5.58	4.86	5.03	5.52	6.34
毛利率(%)	62.2%	62.0%	62.5%	63.0%	63.3%
净利率(%)	22.0%	16.9%	16.0%	16.2%	17.1%
净资产收益率(%)	23.4%	18.8%	17.0%	16.3%	14.9%
市盈率	11.8	13.5	13.1	11.9	10.4
市净率	2.8	2.5	2.2	1.9	1.5

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2026年05月19日)	75.7 港元
目标价格	98.34 港元
52 周最高价/最低价	103.31/73.16 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	279,665/279,665
H 股市值 (百万港币)	211,707
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2026 年 05 月 21 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.45	-9.79	-8.71	-13.69
相对表现%	0.64	-8.4	-5.31	-24.26
恒生指数%	-2.09	-1.39	-3.4	10.57



证券分析师

施红梅 执业证书编号: S0860511010001
香港证监会牌照: BXO424
shihongmei@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

25 年经营稳健 中期看好公司多品牌国际化优势	2026-03-26
主品牌短期减速 中期看好公司多品牌国际化的竞争力	2026-01-21
Amer 三季度业绩优异 多品牌战略带来更多经营韧性	2025-11-20

根据公司 26 年一季度运营数据公告以及 Amer Sports 最新的 26 年业绩指引，我们小幅上调公司 26-27 年的盈利预测（主要上调了 26 年和 27 年来自 Amer 的股权收益），同时新引入 28 年盈利预测，预计 2026-2028 年每股收益分别为 5.03、5.52 和 6.34 元（原预测 26-27 年分别为 5.00 和 5.48 元）。参考可比公司，给予 2026 年 17 倍 PE 估值，对应目标价 98.34 港币（1 人民币=1.15 港币），维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2026 年 5 月 20 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
李宁	2331.HK	16.10	1.14	1.20	1.35	1.54	14	13	12	10
彪马	PUMA SE	26.50	(4.37)	(1.54)	0.41	1.12	-6	-17	65	24
耐克	NIKE US EQUITY	42.42	1.50	1.85	2.43	2.93	28	23	17	14
露露柠檬	LULU US EQUITY	119.22	13.26	12.35	13.23	14.49	9	10	9	8
ON Running	ONON US Equity	29.46	0.80	1.37	1.66	2.03	37	22	18	15
亚瑟士	7936 JT	27.47	0.92	1.07	1.23	1.42	30	26	22	19
调整后平均								17	17	15

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所，彪马为欧元，露露柠檬、耐克、亚瑟士为美元，昂跑为瑞士法郎，李宁为人民币

风险提示：消费终端复苏缓慢、运动服饰行业潮流变化及竞争加剧等

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。