

纺织服装海外跟踪系列五十二

亚玛芬三季度大中华区收入增长 56%，上调全年指引

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 纺织服饰

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	丁诗洁	0755-81981391	dingshijie@guosen.com.cn	执证编码：S0980520040004
证券分析师：	刘佳琪	010-88005446	liujiaqi@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070003

事项：

公司公告：2024年11月19日，亚玛芬披露2024财年第三季度业绩。三季度收入13.5亿美元，同比+17%，固定汇率收入+17%；经调营业利润1.95亿美元，同比+45.5%；经调净利润0.71亿美元，去年同期亏损0.13亿美元。

◆ 国信纺服观点：1) **业绩和指引核心观点：**2024Q3 收入和利润超预期，始祖鸟品牌、DTC 渠道、大中华地区带动收入增长，管理层上调 2024 全年收入指引，维持利润指引，并发布 2025 年全年指引。2) **2024 财年三季度：**三季度收入同比增长 17%至 13.5 亿美元；得益于产品、地区和渠道组合的变化以及折扣减少，毛利率同比提高 4.2 个百分点至 55.2%；由于 Technical Apparel 和 Outdoor Performance 业务大中华区和其他亚太地区投入增加，销售管理费用率+1.0 百分点；经调营业利润率同比上升 2.8 个百分点至 14.4%；经调净利润 0.71 亿美元，同比扭亏，经调净利率同比提升 6.4 个百分点至 5.2%；经调摊薄 EPS 为 0.14 美元。3) **收入结构拆分：**Technical Apparel 业务和 DTC 渠道表现持续强劲，大中华区及其他亚太地区保持高增长。分品类看，Technical Apparel/Outdoor Performance/Ball&Racquet 分别实现收入同比增长 33.7%/7.9%/11.1%；分渠道看，DTC/批发同比+40.8%/7.6%；分市场看，EMEA/北美/大中华区/其他亚太地区分别同比+3.9%/7.3%/56.5%/47.1%。4) **管理层业绩指引：**管理层上调 2024 全年收入和利润指引，经调摊薄 EPS 预计 0.43~0.45 美元；预计 2025 年收入增长低至中双位数，营业利润率增长 30~70+ bps。5) **投资建议：**公司此次业绩好于市场预期和公司此前指引，彰显了出色的成长性以及不断提升的盈利能力。尤其始祖鸟品牌、DTC 渠道和中国市场仍为公司重要的增长和盈利驱动力。此外，公司再次上调 2024 年指引，2024-2025 年收入增长速度目标领先行业，彰显公司对户外运动行业和公司品牌运营能力的信心；资本结构持续优化，公司计划将致力于在未来几年内，通过提升 EBITDA 和偿还债务将杠杆比率降低到 1.5x 或更低水平。安踏体育持有 Amer Sports 股份约 43.33%，看好安踏体育受益联营公司在 2024 年起盈利贡献的增加，与长期安踏集团国际化业务的发展潜力。

评论：

◆ 业绩和指引核心观点：2024Q3 收入和利润超出市场预期和公司此前指引，始祖鸟品牌、DTC 渠道、大中华地区带动收入增长，管理层上调 2024 全年收入和利润指引

亚玛芬体育(Amer Sports)是一个全球性的标志性运动和户外品牌集团，旗下品牌包括 Arc'teryx、Salomon、Wilson、Atomic 和 Peak Performance。公司于 2024-2-1 在纽交所上市，安踏体育持有 Amer Sports 股份约 43.33%。

2024 年三季度收入同比+17%，固定汇率收入同比+17%，好于彭博一致预期(+13%)和公司此前指引(+12~13%)；毛利率同比提高 4.2 个百分点至 55.2%，好于彭博一致预期(54.0%)和公司此前指引(54.0%)；经调营业利润率同比提升 2.8 个百分点至 14.4%，好于彭博一致预期(12.3%)和公司此前指引(11~12%)。在始祖鸟品牌的带动下，公司收入和盈利超预期，三季度始祖鸟品牌所属的 Technical Apparel 业务收入同比+33.7%；分渠道和区域看，DTC 渠道和大中华区收入保持高增长，收入分别同比+40.8%和 56.5%，均超出彭博一致预期。公司上调全年收入增长指引至 16~17%（此前：15~17%），上调毛利率指引至 55.3~55.5%（此前：接近 54.5%），营业利润率维持指引在 10.5~11.0%高段，上调摊薄 eps 指引至 0.43~0.45（此前：0.40~0.44）。

图1: Amer Sports (截至 2024/9/30) 业绩和指引一图

单位: 百万美元	FY23Q3-实际	FY24Q3-实际	彭博预期	Beat/Miss	FY24Q3指引	FY2024指引	FY2024彭博预期	FY2025指引	FY2025彭博预期
财务数据									
收入	1153	1354	1300	4.1%			5083		5767
收入增速		17.4%	12.8%		12-13%	上调: 16-17% (此前: 15-17%)	16.4%	低到中双位数	13.5%
毛利率	51.0%	55.2%	54.0%	1.2%	54.0%	上调: 55.3-55.5% (此前: 接近54.5%)	54.5%		
销售管理费用率	42.3%	43.3%	41.4%	1.9%					
EBITDA	159	248	212	16.8%					
经调EBITDA	177	255	212	20.3%					
经调EBITDA增速		44.1%	19.8%						
经调EBITDA比率	15.3%	18.8%	16.3%	2.5%					
经调营业利润	134	195	160	21.9%					
经调营业利润增速		45.5%	19.4%						
经调营业利润率	11.6%	14.4%	12.3%	2.1%	11-12%	维持: 接近10.5-11.0%高段 下调: 200-210 (此前: 200-220)	11.3%	增长30-70+bps	12.4%
财务费用	109	49	47	5.4%	45-50				
财务费用率	9.5%	3.6%	3.6%	0.0%					
净利润	-38	56	53	6.7%			177		
经调净利润	-13	71	53	33.2%			200		
经调净利率	-1.1%	5.2%	4.1%	1.1%					
摊薄股数 (百万股)	433	507	485		510		维持: 500		
经调摊薄EPS	-0.03	0.14	0.11	27.3%	0.08-0.10		上调: 0.43-0.45 (此前: 0.40-0.44)	0.41	
分部数据									
分品类收入									
Technical Apparel	389	520	481	8.2%					
YOY	68.9%	33.7%	23.5%			上调: 大约34% (此前: >30%)	33.5%		
Outdoor Performance	495	534	525	1.7%					
YOY	25.5%	7.9%	6.1%			上调: 大约8% (此前: 中空高单位数增长)	9.1%		
Ball & Racquet Sports	270	300	288	4.0%					
YOY	18.4%	11.1%	6.8%			上调: 大约4% (此前: 低到中单位数)	2.4%		
分渠道收入									
零售	341	480	441	9.0%					
YOY	60.3%	40.8%	29.2%				此前: 30%	36.6%	
批发	812	874	855	2.2%					
YOY	58.7%	7.6%	5.3%				此前: 中个位数	4.8%	
分市场收入									
EMEA	413	429	422	1.7%					
YOY	38.7%	3.9%	2.2%						
北美	455	488	489	-0.1%					
YOY	26.7%	7.3%	7.4%						
大中华区	200	313	262	19.3%					
YOY	42.9%	56.5%	31.2%						
其他亚太地区	85	125	111	12.9%					
YOY	53.5%	47.1%	30.2%						
分品类经调营业利润									
Technical Apparel	63	104	77	35.2%					
经调营业利润率	16.3%	20.0%	16.0%	4.0%		维持: 略高于20%	20.9%		
Outdoor Performance	88	93	81	14.7%					
经调营业利润率	17.8%	17.4%	15.4%	2.0%		维持: 高单位数	10.0%		
Ball & Racquet Sports	2	21	14	45.9%					
经调营业利润率	0.9%	7.0%	5.0%	2.0%		维持: 低到中单位数	3.6%		

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ 2024 财年第三季度: 收入同比增长 17%, 毛利率、经调营业利润率、经调净利率均同比提升

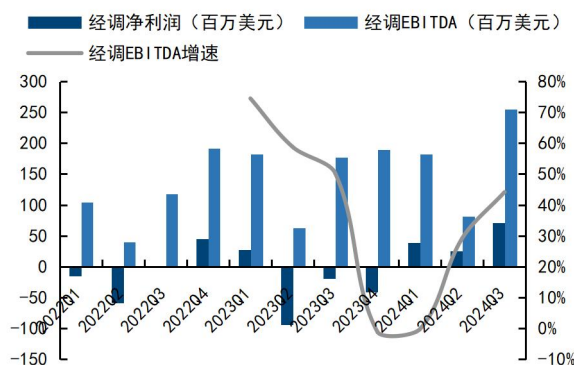
2024 年三季度收入同比增长 17%至 13.5 亿美元; 按业务划分, 收入和利润增长主要靠始祖鸟品牌所在的 Technical Apparel 业务带动; 按地区划分, 大中华区和其他亚太地区增速最高; 按渠道划分, 主要受 DTC 渠道快速增长推动。毛利率同比提高 4.2 个百分点至 55.2%, 经调营业利润率同比上升 2.8 个百分点至 14.4%; 经调整净利润 0.71 亿美元, 同比扭亏实现正向增长, 经调净利率同比提升 6.4 个百分点至 5.2%; 经调摊薄 EPS 为 0.14 美元, 去年同期为-0.03 美元。

图2：公司季度收入及增速



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图3：公司季度经调整 EBITDA、经调整净利及增速



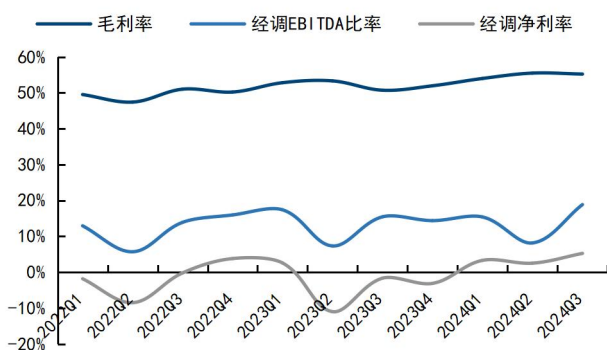
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

毛利率提升幅度高于销管费用率，营业利润率高于市场预期和管理层此前指引

2024 年二季度毛利率同比增加 4.2 个百分点至 55.2%，反映了公司重心向高毛利品牌、渠道、地区转移的趋势，毛利率最高的始祖鸟以明显快于其他品牌的速度增长，成为毛利率增长的最大驱动力。

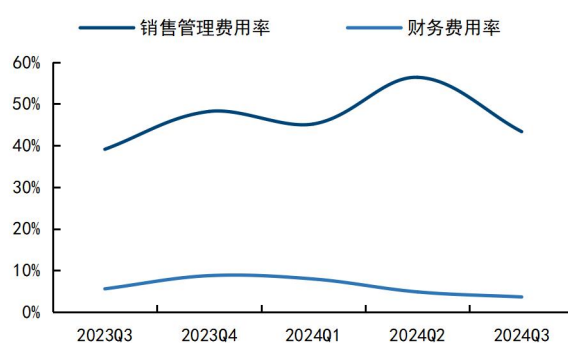
销售管理费用率同比增加 1.0 个百分点至 43.3%，主要由于公司 Technical Apparel 和 Outdoor Performance 业务大中华区和其他亚太地区增长计划导致开店等方面投入增加。由于毛利率增速快于费用率，公司实现 14.4% 的经调营业利润率，同比增加 2.8 个百分点，高于预期（此前指引 11~12%）。

图4：公司季度利润率水平



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图5：公司季度费用率水平



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

◆ Technical Apparel 业务和 DTC 渠道表现持续强劲，大中华区及其他亚太地区保持高增长

1、分业务收入及营业利润：

1) Technical Apparel 业务：始祖鸟由直营渠道驱动增长并扩大鞋类占比。在始祖鸟品牌带动下，收入超预期实现同比增长 33.7% 至 5.2 亿美元。地区上增长主要由亚太地区带动；渠道上主要由 DTC 带动，得益于门店和网络的高流量和转化率，该渠道取得收入增长 40%。营业利润率同比+3.7 个百分点，其中由于政府补贴受益 2 个百分点。始祖鸟在全球新开 9 家品牌店，自有品牌店总数达到 134 家。增速按地区排序，亚太>大中华>美洲。同店增速在去年 68% 的基数上今年仍有 20%。未来考虑扩大鞋类业务，鞋类占比目前从之前的 6% 提升至 10%，中期目标是在未来占到收入 20%；第三季度女鞋增长超过 50%，占比增加 2 个百分点，女鞋刚起步、未来增长空间大。

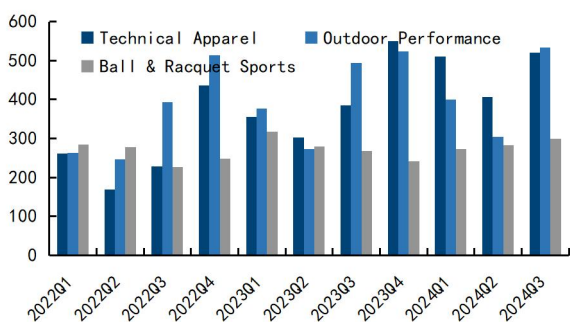
2) **Outdoor Performance 业务：萨洛蒙快速开店并扩大鞋服占比。**受益于萨洛蒙鞋类和服装双位数业绩增长以及 DTC 渠道的强劲表现，Outdoor Performance 业务收入增长 7.9%，达到 5.3 亿美元，但冬季运动装备和批发渠道的下滑部分抵消了增长。营业利润率同比-0.4 百分点至 17.4%，主要由于萨洛蒙在中国和亚太地区的门店投入导致 SG&A 增加。在大中华区新开 29 家门店（包括直营和加盟）达到 165 家，预计年底大中华区达到 200 家，全球达到 404 家，同比翻一番。未来店数预计在中国一二线城市有机会增加到几百家。从明年初萨洛蒙首席产品官将晋升为萨洛蒙总裁兼 CEO。

3) **Ball & Racquet 业务：威尔胜受益于专业网球产品和补库增长加速。**收入增长 11.1%至 3.0 亿美元，主要由于球拍和运动服产品销售表现好。营业利润率+6.1 百分点至 6.9%，受益于新产品推出毛利率提高和折扣改善。篮球库存正常化订单加速，带动批发业务改善。长期预计增长低到中个位数，将加速开设在中国的 Wilson Tennis 360 鞋服系列店。

2、**分地区收入：**分地区看，增长主要由大中华区和其他亚太地区带动，大中华区收入同比增长 56.5%，其他亚太地区收入同比增长 47.1%。欧洲、中东和非洲地区增长 3.9%，美洲销售额增长 7.3%。

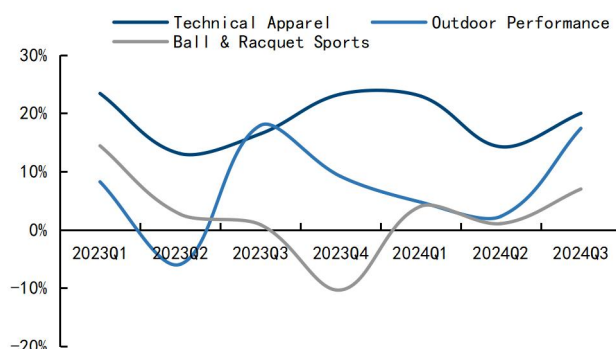
3、**分渠道收入：**在始祖鸟的带动下 DTC 渠道增长 40.8%，批发渠道同比增长 7.6%。

图6：分品类收入（百万美元）



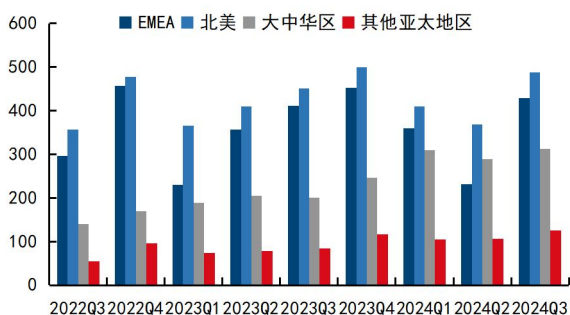
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图7：分品类营业利润率



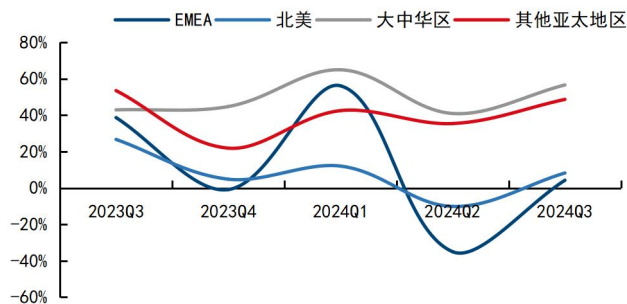
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图8：分地区收入（百万美元）



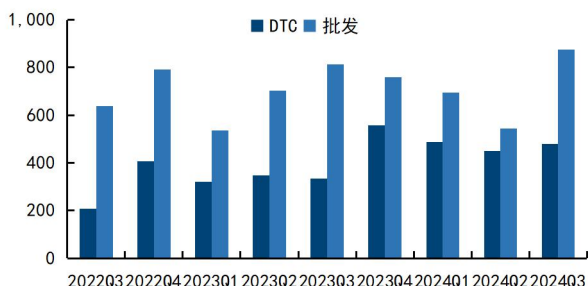
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图9：分地区收入增速



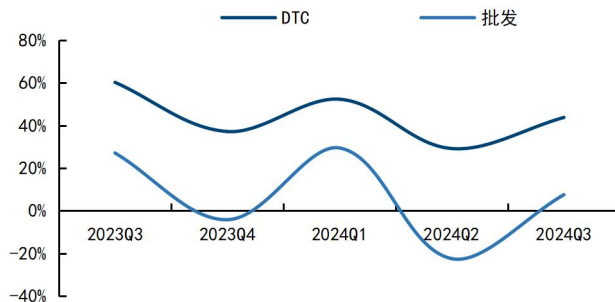
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图10: 分渠道收入 (百万美元)



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图11: 分渠道收入增速



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

◆ **管理层业绩指引: 管理层上调 2024 全年收入指引, 维持利润指引; 预计 2025 年收入增长低至中双位数, 营业利润率增长 30~70+ bps**

1、2024 全年: 尽管美国大选以来美元走强导致汇率逆风加剧, 但鉴于第三季度的强劲业绩以及对于品牌及财务前景的信心, 公司上调全年收入预期至 16~17% (此前为 15~17%); 毛利率上调至 55.3~55.5% (此前为接近 54.5%), 维持营业利润率预期 10.5~11.0% 高段。下调财务费用指引 2.0~2.1 亿美元 (此前为 2.0~2.2 亿美元)。上调经调后稀释 EPS 指引至 0.43~0.45 美元 (此前为 0.40~0.44 美元)。**分品类看:**

Technical Apparel: 上调收入指引, 预计 2024 全年收入增长约 34% (此前: 超过 30%), 经调营业利润率维持指引, 预计略高于 20%。

Outdoor Performance: 上调收入指引, 预计 2024 全年收入增长约 8% (此前: 中至高单位数增长), 维持经调营业利润率实现高单位数的指引。

Ball & Racquet: 上调收入指引, 预计 2024 全年收入增长约 4% (此前: 低至中单位数增长), 经调营业利润率维持低至中单位数的指引。

2、2025 全年: 收入增长低至中双位数; 营业利润率增长 30~70+ bps; 财务费用 1.8~1.9 亿美元; 有效税率约 37%。

◆ **投资建议**

公司此次业绩好于市场预期和公司此前指引, 彰显了出色的成长性以及不断提升的盈利能力。尤其始祖鸟品牌、DTC 渠道和中国市场仍为公司重要的增长和盈利驱动力。此外, 公司再次上调 2024 年指引, 2024-2025 年收入增长速度目标领先行业, 彰显公司对户外运动行业和公司品牌运营能力的信心; 资本结构持续优化, 公司计划将致力于在未来几年内, 通过提升 EBITDA 和偿还债务将杠杆比率降低到 1.5x 或更低水平。安踏体育持有 Amer Sports 股份约 43.33%, 看好安踏体育受益联营公司在 2024 年起盈利贡献的增加, 与长期安踏集团国际化业务的发展潜力。

表1: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
AS. N	亚玛芬体育	无评级	158.32	-3.82	2.58	4.91	-41.4	61.3	32.3
可比公司									
NKE. N	耐克	无评级	535.12	23.16	20.45	23.72	23.1	26.2	22.6
ADS. DY	阿迪达斯	无评级	1632.94	-3.30	27.69	57.00	-494.7	59.0	28.6
DECK. N	Deckers	无评级	1350.24	134.00	35.19	38.25	10.1	38.4	35.3
2020. HK	安踏体育	优于大市	75.21	3.61	4.82	4.76	20.8	15.6	15.8
2331. HK	李宁	优于大市	14.94	1.23	1.22	1.37	12.1	12.3	10.9
1368. HK	特步国际	优于大市	4.88	0.39	0.47	0.54	12.5	10.4	9.0

资料来源: wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理;

注: 无评级公司的EPS预测来自彭博一致预期。

◆ 风险提示

下游需求不及预期, 海外经济衰退, 国际政治经济风险。

相关研究报告:

- 《纺织服装双周报(2411期)-10月服装社零同比增长8%, 双十一战况出炉》——2024-11-19
- 《特朗普政府时期中美贸易冲突对纺织品贸易影响复盘》——2024-11-12
- 《纺织服装品牌力跟踪月报 202410期-各品牌百度搜索热度提升, 识货平台运动品牌销量增加》——2024-11-11
- 《纺织服装 11月投资策略-10月服装消费回暖, 越南和中国纺织品出口增速提升》——2024-11-08
- 《纺织服装 2024 三季报总结-制造出口景气延续, 内需触底拐点将至》——2024-11-07

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032