

纺织服装海外跟踪系列六十三

优于大市

亚玛芬二季度萨洛蒙所在业务收入和利润增长领先，管理层上调全年指引

◆ 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
证券分析师： 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004
执证编码：S0980523070003

事项：

公司公告：2025年8月19日，亚玛芬体育（Amer Sports）披露截至2025年6月30日的2025财年第二季度业绩：2025年上半财年收入同比增长23%至27.09亿美元，调整后净利润同比增长146%至1.84亿美元；2025年第二季度收入同比增长23%至12.36亿美元，调整后净利润同比增长46%至0.36亿美元。

◆ **国信纺服观点：**1) **业绩和指引核心观点：**收入及利润好于此前指引和彭博一致预期，萨洛蒙品牌、DTC渠道、大中华及亚太地区带动收入增长，管理层上调全年收入及EPS指引。2) **2025年第二季度业绩：**收入同比增长23%，毛利率创历史新高，经调营业利润率高于彭博一致预期及指引。3) **收入拆分：**分业务看，三大业务均双位数增长，Technical Apparel业务（始祖鸟主导）收入+23.5%，各地区、渠道、品类均快速增长，鞋类与女性产品表现突出；Outdoor Performance业务（萨洛蒙主导）收入+35.3%，经调营业利润率提升7个百分点，DTC渠道强劲增长，鞋类表现优异，全球加速开店；Ball & Racquet业务（威尔胜主导）网球360系列延续强劲动能，服装引领增长。分地区看，大中华区/亚太/北美/EMEA地区分别同比+42%/45%/6%/18%。分渠道看，DTC渠道同比增长40%至6.4亿美元，占比提升至52%；批发渠道增长9%。4) **管理层业绩指引：**根据公司官网，管理层上调2025全年收入和EPS指引，收入预计增长20-21%，其中汇率预计贡献100基点，各业务收入增速预期均有上调，EPS预计为0.77-0.82美元；三季度收入增速预计为20%，其中汇率预计贡献150基点。5) **投资建议：**公司此次业绩全面好于彭博一致预期和公司此前指引，尤其萨洛蒙品牌、DTC渠道、大中华及亚太地区增长领先，管理层再次上调全年收入及EPS指引彰显管理层信心；盈利方面，伴随高毛利的业务、产品、渠道快速增长，营业利润率大幅改善，尤其萨洛蒙的营业利润提升幅度显著，同时在债务规模和结构持续优化的带动下财务成本改善、盈利能力显著提升，经调净利润大幅增长。安踏体育持有Amer Sports股份约41.97%，看好安踏受益联营公司盈利贡献的增加，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：**收入及利润好于此前指引和彭博一致预期，萨洛蒙品牌、DTC渠道、大中华及亚太地区带动收入增长，管理层上调全年收入及EPS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41.97%。

2025Q2亚玛芬收入、利润及各项利润率全面超彭博一致预期，各业务部门均实现双位数增长且超彭博一致预期，始祖鸟品牌延续强势增长，萨洛蒙鞋类业务加速放量，威尔胜网球360系列爆发；DTC渠道与大中华及亚太地区增长持续领跑，其中大中华区增长远超彭博一致预期，管理层上调2025全年收入及EPS指引。

关税方面，若本财年美国对中国进口商品加征30%关税，其他国税率不变，Ball & Racquet业务受影响会高于预期，但各个品牌已采取缓解策略，管理层预计对全年利润表的影响可忽略不计。

图1: Amer Sports (截至 2025/6/31) 业绩和指引一图

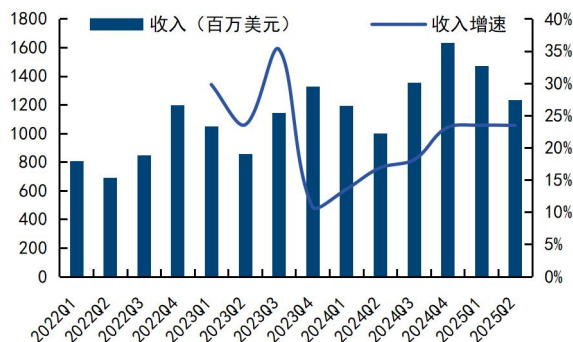
单位: 百万美元	FY24Q2-实际	FY25Q2-实际	FY25Q2-彭博预期	FY2025 Q2指引	Beat/Miss	FY2025指引	FY2025 彭博预期	FY2025 Q3指引	FY2025 Q3
财务数据									
收入	1001	1236	1183		4.5%	上调: 20-21% (此前为15-17%)	6093	20% (包含150bps有利外汇影响)	1556
收入增速		23.5%	18.2%	16-18%			17.5%		14.9%
经调毛利率	56.2%	58.7%	57.9%	57-58%	0.8%	上调: 57.5% (此前为56.5-57.0%)	57.0%	56.5%	55.9%
销售管理费用率	56.7%	56.4%	54.0%						
EBITDA	5.5%	0.0%	9.5%						
经调EBITDA	81	138	119		15.3%				
经调EBITDA增速		69.3%	47.5%						
经调EBITDA比率	8.1%	11.1%	10.0%		1.1%				
经调营业利润	29	67	50		36.0%				
经调营业利润增速		130.0%	70.8%						
2.5% 经调营业利润率	2.9%	5.5%	4.1%	3-4%	1.3%	上调: 11.8-12.2% (此前为11.5-12.0%)	12.4%	12-13%	13.0%
财务费用	45	22	28	25-30		下调: 105 (此前为120)	120	30-35	33
财务费用率	4.5%	1.8%	2.4%						
净利润	-4	18	13		38.6%				
经调净利润	25	36	14		150.7%				
经调净利率	2.5%	2.9%	0.3%		2.6%				
摊薄股数 (百万股)				560			561	561	
经调摊薄EPS	0.05	0.06	0.03	0.00-0.02	136.4%	上调: 0.77-0.82 (此前为0.67-0.72)	0.75	0.20-0.22	0.20
分部数据									
分品类收入									
Technical Apparel	412	509	508		0.1%		2693		
YOY	34.4%	23.5%	24.8%			上调: 22-25% (此前为约20-22%)	22.7%		
Outdoor Performance	306	414	362		14.2%		2129		
YOY	11.1%	35.3%	19.2%			上调: 22-25% (此前为中双位数)	16.0%		
Ball & Racquet Sport	284	314	302		3.8%		1233		
YOY	0.8%	10.7%	7.0%			上调: 7-9% (此前为中个位数)	6.9%		
分渠道收入									
零售	457	641	589		8.8%				
YOY	40.0%	40.4%	31.1%						
批发	545	595	591		0.7%				
YOY	1.6%	9.3%	8.6%						
分市场收入									
EMEA	233	276	250		10.6%				
YOY	0.7%	18.5%	7.8%						
北美	372	395	416		-5.0%				
YOY	0.5%	6.3%	13.2%						
大中华区	290	410	279		47.1%				
YOY	53.8%	41.6%	-3.4%						
其他亚太地区	107	155	142		8.8%				
YOY	44.5%	44.7%	34.2%						
分品类经调营业利润									
Technical Apparel	58	71	73		-3.7%		575		
经调营业利润率	14.0%	13.9%	14.4%		-0.6%	维持: 大约21%	21.3%		
Outdoor Performance	-7	21	-5		525.3%		221		
经调营业利润率	-2.1%	5.1%	-1.4%		6.5%	上调: 11-11.5% (此前为大约9.5%)	10.3%		
Ball & Racquet Sport	3	10	8		16.1%		54		
经调营业利润率	1.1%	3.1%	2.8%		0.3%	维持: 3-4%	4.5%		

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ 2025 年第二季度业绩: 收入同比增长 23%, 毛利率创历史新高, 经调营业利润率高于彭博一致预期及指引

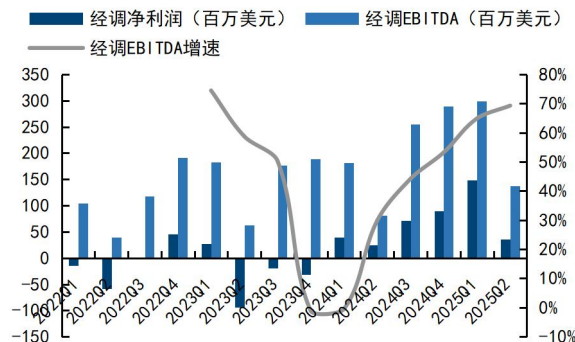
2025 年二季度收入同比增长 23%至 12.4 亿美元 (固定汇率+22%), 显著高于彭博一致预期 (+18.2%) 及公司此前指引 (+16.0-18.0%)。分业务看, Technical Apparel 业务收入同比+23%至 5.1 亿美元, Outdoor Performance 业务同比+35%至 4.1 亿美元, Ball & Racquet 业务同比+11%至 3.1 亿美元; 分地区看, 大中华区/亚太/北美/EMEA 地区分别同比+42%/45%/6%/18%; 分渠道看, DTC 渠道同比增长 40%至 6.4 亿美元, 占比提升至 52%; 批发渠道增长 9%。库存同比+29%至 16.0 亿美元, 高于收入增长, 主要受到始祖鸟的推动, 预计在 2026 年恢复正常的库存增长率。

图2：公司季度收入及增速



资料来源：公司公告，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



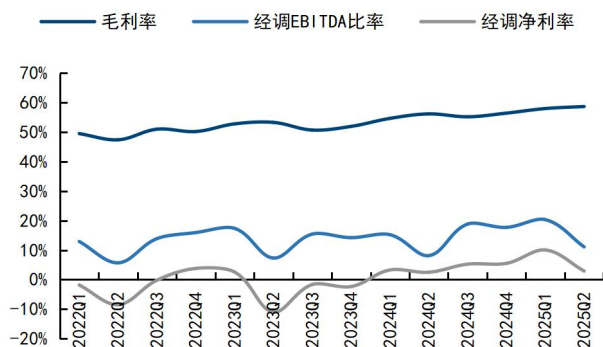
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利大幅提升，好于指引和彭博一致预期。经调毛利率+250bps至58.7%，高于彭博预期（57.9%）及管理层指引（57.0-58.0%），再次创下历史新高，主要得益于有利的渠道、地域和产品组合，以及与去年相比的折扣降低。

经调营业利润率同比+250bps至5.5%，高于彭博预期（4.1%）及管理层指引（3.0-4.0%）；经调净利率同比+40bps至2.9%，高于彭博预期（0.3%）；经调摊薄EPS达0.06美元，高于去年同期（0.05美元）及管理层指引（0.00-0.02美元）。

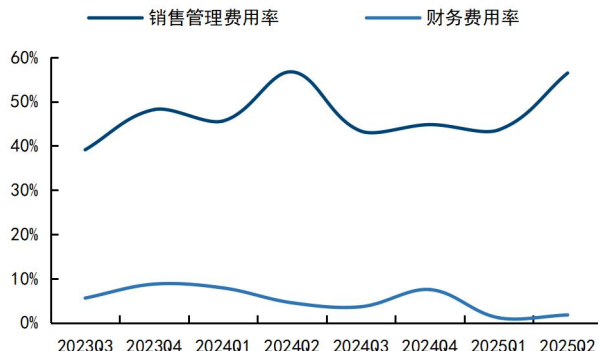
经调SG&A费用率升高140bps至54.7%。Outdoor Performance在强劲增长的基础上实现了销售和管理费用的正向杠杆效应，Technical Apparel和Ball & Racquet则分别由于零售扩张和对运动服装的持续投资将该效应对冲。经调财务费用率下降270bps至1.8%，某些货币资产的重新计量带来的外汇收益抵消了部分利息支出。

图4：公司季度利润率水平



资料来源：公司公告，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：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 收入拆分：三大业务均双位数增长，大中华区表现超彭博一致预期

1、分业务收入及营业利润：

1) Technical Apparel 业务：始祖鸟各地区、渠道、品类均快速增长，鞋类与女性产品表现突出。收入同比+23%（固定汇率+23%），主要由始祖鸟推动，其中DTC渠道+31%，批发渠道+4%，同店销售（omni-comp）+15%；分区域看，亚太地区增长率领先，所有地区均有双位数增长；始祖鸟在各个地区、渠道和品类上表现强劲，鞋类增长最快，女性产品在各地实现双位数增长，第二季度净增7家门店，全年预计净增25家门店。营业利润率同比-10bps至13.9%，主要由于SG&A费用的增长。

2) Outdoor Performance 业务：萨洛蒙DTC渠道强劲增长，鞋类表现优异，全球加速开店。收入同比+35%

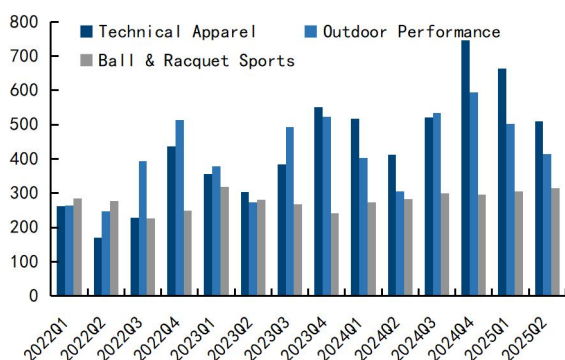
（固定汇率+32%），主要得益于萨洛蒙鞋类和服装的推动，其中 DTC 渠道增长 63%，批发增长 18%；分区域看，主要由大中华地区和亚太地区推动，EMEA 地区和美洲地区逐步加速；萨洛蒙新款鞋类全球表现优异，第二季度大中华区新开 16 家门店，总数达 234 家，有望在今年达到 290 家的目标，亚太及美洲也持续有新店开设。由于有利的渠道、地域和产品组合，以及鞋类成本的优化，毛利率得到提升，同时销售和管理费用带来杠杆效应，经调营业利润率同比+720bps 至 5.1%，实现由负转正。

3) Ball & Racquet 业务：威尔胜网球 360 系列延续强劲动能，服装引领增长。收入同比+11%（固定汇率+10%），主要受服装等服装和球拍运动驱动，服装增长幅度超过一倍，占业务销售收入 15%，网球 360 系列在全球范围内，特别是大中华区表现优异，高尔夫、充气产品和棒球用品的销售额均略有下降；分区域看，主要由大中华区、亚太地区和 EMEA 地区推动，而美洲基本持平；威尔胜第二季度净开设 8 家门店，分布在中国、韩国和美国。经调营业利润率同比+200bps 至 3.1%。

2、分地区收入：分地区看，大中华区收入+42%，远超彭博一致预期，各条业务线均有出色表现；其他亚太地区收入+45%，同样各个业务条线表现不错；北美地区收入+6%，主要因去年同期第三季度订单前移导致基数偏高，Technical Apparel 表现优异，Outdoor Performance 持续增长，Ball & Racquet 基本持平，主要由于棒球手套、高尔夫等品类表现不佳；EMEA 地区收入+18%，主要受 Technical Apparel、Outdoor Performance 业务驱动，欧洲萨洛蒙批发渠道带来强有力曝光。

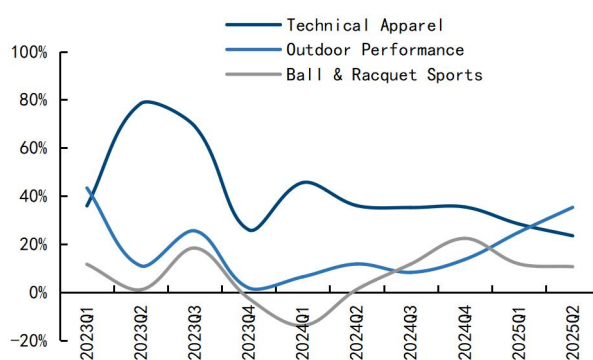
3、分渠道收入：DTC 渠道持续引领增长，收入+40%，占比提升至 52%（去年同期 46%）；批发收入+9%，主要由萨洛蒙驱动，萨洛蒙产品的高售罄率推动了批发补货需求的提高。

图6：季度分品类收入（百万美元）



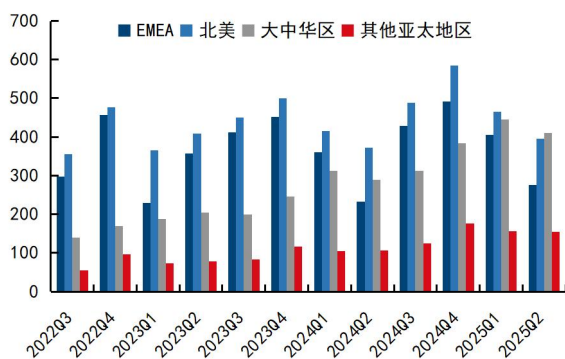
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：季度分品类收入增速



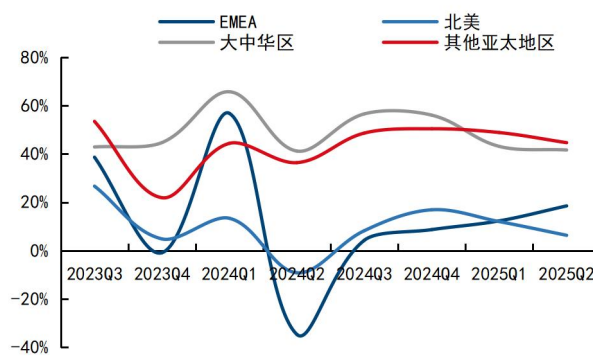
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：季度分地区收入（百万美元）



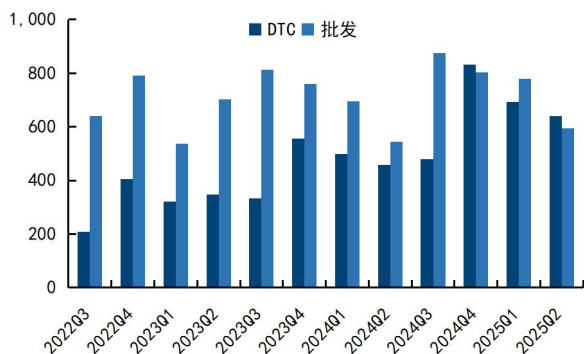
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：季度分地区收入增速



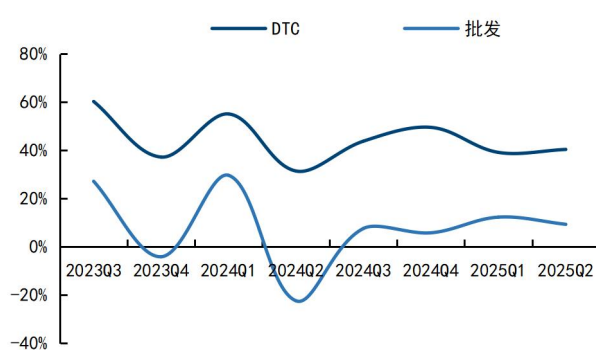
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10: 季度分渠道收入（百万美元）



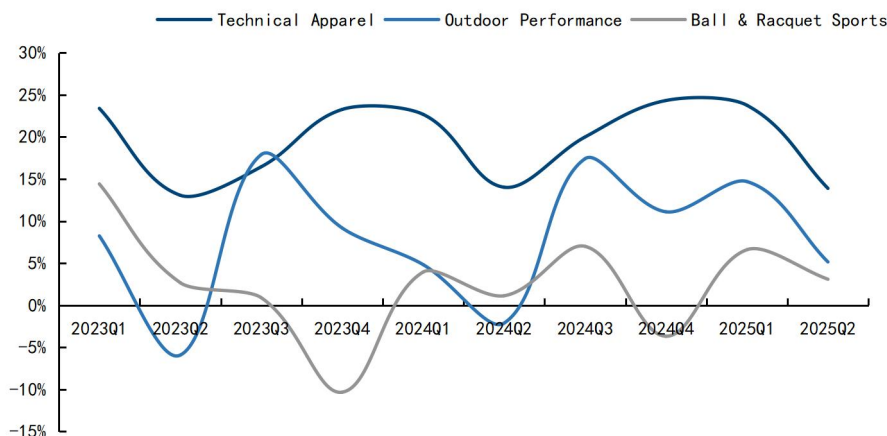
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 季度分渠道收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12: 季度分品类经营利润率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 管理层业绩指引：根据公司官网，管理层上调 2025 全年收入和 EPS 指引

指引假设来自中国的进口关税保持在 30%，其他国税率不变。

1、2025 全年：

收入增长率：上调至 20-21%（其中汇率预计贡献 100 基点），原指引 15-17%；

利润率：经调毛利率上调至约 57.5%，原指引 56.5-57%；经调营业利润率上调至 11.8-12.2%，原指引 11.5-12.0%；

资本开支：维持约 3.0 亿美元；

净财务成本：下调至约 1.05 亿美元，原指引为 1.2 亿美元；

经调摊薄 EPS：上调至 0.77-0.82 美元，原指引 0.67-0.72 美元。

分业务看：上调收入指引，维持利润率指引。

Technical Apparel： 收入增长上调至+22-25%，原指引+20-22%；营业利润率维持约 21%；

Outdoor Performance： 收入增长上调至+22-25%，原指引中双位数；营业利润率上调至 11.0-11.5%，原指引约 9.5%；

Ball & Racquet： 收入增长上调至+7-9%，原指引中个位数；营业利润率维持 3-4%。

2、2025 年二季度：

收入增速约 20%（其中汇率预计贡献 150 基点），经调毛利率 57-58%；经调营业利润率 12-13%；经调摊薄 EPS 0.20-0.22 美元。

◆ 投资建议

公司此次业绩全面好于彭博一致预期和公司此前指引，尤其萨洛蒙品牌、DTC 渠道、大中华及亚太地区增长领先，管理层再次上调全年收入及 EPS 指引彰显管理层信心；盈利方面，伴随高毛利的业务、产品、渠道快速增长，营业利润率大幅改善，尤其萨洛蒙的营业利润提升幅度显著，同时在债务规模和结构持续优化的带动下财务成本改善、盈利能力显著提升，经调净利润大幅增长。安踏体育持有 Amer Sports 股份约 41.97%，看好安踏受益联营公司盈利贡献的增加，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 2024A	EPS 2025E	EPS 2026E	PE 2024A	PE 2025E	PE 2026E
AS.N	亚玛芬体育	无评级	283.00	1.08	5.66	7.54	262.5	50.0	37.6
可比公司									
NKE.N	耐克	无评级	553.23	27.06	15.67	12.18	20.4	35.3	45.4
ADS.DY	阿迪达斯	无评级	1297.37	32.59	56.94	80.57	39.8	22.8	16.1
DECK.N	Deckers	无评级	792.21	35.26	45.92	45.94	22.5	17.3	17.2
2020.HK	安踏体育	优于大市	91.66	5.56	4.82	5.52	16.5	19.0	16.6
2331.HK	李宁	优于大市	17.12	1.17	0.97	1.09	14.7	17.6	15.6
1368.HK	特步国际	优于大市	6.00	0.45	0.50	0.53	13.5	11.9	11.2

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(2508期)-7月服装社零增速延续放缓，户外装备和母婴用品新股梳理》——2025-08-20

《纺织服装 8 月投资策略-7 月越南纺织品出口增长提速，布局中报绩优个股》——2025-08-07

《纺织服装海外跟踪系列六十二-阿迪达斯品牌二季度收入增长 12%，受关税影响维持全年指引》——2025-07-31

《国信证券-运动品牌行业专题-2025 第二季度产品竞争回顾与分析》——2025-07-29

《关税影响专题四：美越关税落地，“转运”判定参考与纺企产业链布局梳理》——2025-07-10

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.CSI）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确观点
	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

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