

## On Holding (ONON.O/ONON US)

### 4Q24 財報出色；朝野心勃勃的目標邁進

#### 增加持股 · 維持

收盤價 March 4 (US\$)	50.63
3 個月目標價 (US\$)	54.60
12 個月目標價 (US\$)	66.50
前次目標價 (US\$)	75.7
調降 (%)	-12.2
上漲空間 (%)	31.3

#### 焦點內容

- 4Q24 財報優於預期。
- 2025 年財測展望遠超國際同業。
- 我們看好 On 品牌發展勢頭延續；公司目標 2024-26 年營收年複合成長 26%。

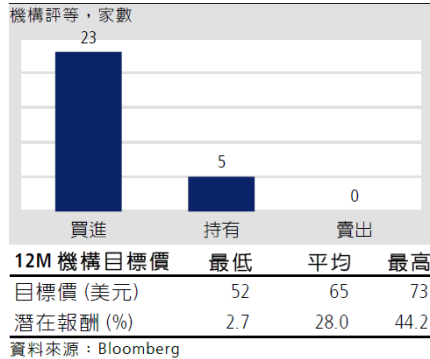
#### 交易資料表

市值 (US\$bn):	16.4
流通在外股數 (百萬股):	289
機構持有比例 (%):	67.8
3M 平均成交量 (百萬股):	3.8
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	27.4-64.1
<b>股價表現</b>	<b>3M</b> <b>6M</b> <b>12M</b>
絕對表現 (%)	(14.7) 13.1 53.3
相對表現 (%)	(9.8) 8.1 39.5

#### 股價圖



#### 市場綜合評等



資料來源：Bloomberg

#### 重要訊息

On 公告 4Q24 財報，獲利超前市場預期。管理層看好東南亞、中東及中國業務快速擴張，將帶動強勁營收成長動能延伸至 2025 年。

#### 評論及分析

**4Q24 財報強勁。**4Q24 獲利 9,000 萬瑞郎，折合每股盈餘 0.28 瑞郎，高於市場共識之 0.14 瑞郎，主要來自營收成長強勁、毛利率擴張與匯兌貢獻。在全球品牌知名度迅速提升之帶動下，營收年增 36% 至 6 億瑞郎，較 1Q-3Q24 持續加速。歐非中東 (佔總營收 24%) 及亞太太平洋 (12%) 需求為亮點所在，營收分別大幅年增 31%、117%，加速自 3Q24 之 15%、79% 成長；北美 (64%) 銷售則年增 28%，成長動能延續，且優於國際同業。加上通路組合有利 (直接面對消費者銷售佔比提升)，毛利率年增 1.7、季增 1.5 個百分點至 62.1%，創歷史新高。

**2025 年財測展望亮眼。**公司計畫推出新產品、新增批發合作門店數、強化服裝業務，並擴大東南亞、中東與中國營運。管理層預計 2025 年營收將年增至少 27%，其中，Cloud 6 系列推出將帶動 1H25 成長性優於 2H25；毛利率則將保持在 60.5%，主因通路組合有利將被匯率逆風所抵銷。以上遠超國際同業之指引，管理層表示已考量宏觀經濟不確定性而謹慎估計。

**進軍全球市場的關鍵策略。**On 創造品牌影響力之核心策略為，從體育賽事直播和高端零售商店中創造話題、打動人心。除零售店之外，公司亦對多渠道進行大量投資，包括客戶資料洞察、人工智慧驅動的自動化、線上市廠管理和全通路體驗優化。美國亞特蘭大全自動倉儲解決方案預計於 2Q25 末啟用。中期而言，公司目標 2024-26 年營收年複合成長 26%、服飾銷售佔比翻倍至 10%，及中國營收比重提高為 10%，隱含成長空間巨大。

#### 投資建議

我們看好 On 品牌發展勢頭延續；維持「增加持股」評等，目標價修正至 66.5 元，基於 2026 年每股盈餘預估 70 倍，對比歷史區間為 40-75 倍。

#### 投資風險

下檔風險為消費不如預期及品牌人氣下滑。

#### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (CHF\$百萬)	725	1,222	1,792	2,318	2,939	3,625
營業毛利 (CHF\$百萬)	430	685	1,067	1,406	1,791	2,219
營業利益 (CHF\$百萬)	(141)	85	180	212	377	494
EBITDA (CHF\$百萬)	82	169	273	374	510	646
稅後淨利 (CHF\$百萬)	(170)	58	80	242	252	365
每股盈餘 (CHF\$)	(0.65)	0.20	0.28	0.75	0.87	1.26
營業收入成長率 (%)	70.4	68.7	46.6	29.4	26.8	23.3
每股盈餘成長率 (%)	N.A.	N.A.	36.9	167.9	16.2	44.7
毛利率 (%)	59.4	56.0	59.6	60.6	60.9	61.2
營業利率 (%)	(19.5)	7.0	10.1	9.1	12.8	13.6
EBITDA margin (%)	11.3	13.8	15.2	16.1	17.4	17.8
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
股東權益報酬率 (%)	(31.1)	6.3	7.8	19.6	16.4	19.7

資料來源：公司資料；凱基

### On Holding 3月4日法說會重點摘要

- 4Q24 獲利9,000萬瑞郎，折合每股盈餘0.28瑞郎，高於市場共識之0.14瑞郎，主要來自營收成長強勁、毛利率擴張與匯兌貢獻。在全球品牌知名度迅速提升之帶動下，營收年增36%至6億瑞郎；加上通路組合有利（直接面對消費者銷售佔比提升），毛利率年增1.7、季增1.5個百分點至62.1%，創歷史新高。
- 產品別營收：所有產品銷售加速成長。鞋類（佔總營收94%）、服飾（5%）與配件（1%）銷售分別年增34%、77%、83%，對比前一季為32%、33%、51%成長。鞋類成長動能來自Cloudmonster和Cloud Surfer系列產品需求強勁。
- 市場別營收：歐非中東（佔總營收24%）及亞太太平洋（12%）為營收成長之主要推手，分別年增31%、117%，較3Q24之15%、79%成長進一步加速。北美（64%）銷售年增28%，成長動能延續。
- 通路別營收：直接消費者銷售(Direct-to-consumer, DTC) 與批發業務分別年增43%、29%，顯示各通路擁有強勁消費者流量。
- 4Q24庫存週轉天數年減24%、但季增12%至150天，低於過去三年平均之169天。在全球銷售強勁之帶動下，庫存持續位處低檔。
- 展望2025年，公司計畫推出新產品、強化服裝業務，並擴大東南亞、中東與中國營運。預計2025年營收將年增至少27%，其中，Cloud 6系列推出將帶動1H25成長性優於2H25；毛利率則將保持在60.5%，主因通路組合有利將被匯率逆風所抵銷。以上財測係已考量宏觀經濟不確定性。
- 公司在中國已擁有58家門市（自有/加盟店面分別為30/ 28間），預計未來將擴大至80家（40/ 40間）。
- 2024年底合作批發門市10,700家，未來計畫擴大至11,300間。
- 1Q25營收估計將年增30-35%。
- On進軍全球市場的兩個關鍵策略：從體育賽事直播和高端零售商店中創造話題、打動人心。中期而言，目標2024-26年營收年複合成長26%、服飾營收佔比10%（直營零售店為20%）、毛利率60%以上及調整後EBITDA利潤率超過18%；2026年中國銷售佔比將達10%。
- 除零售店之外，公司亦對多渠道進行大量投資，包括客戶資料洞察、人工智慧驅動的自動化、線上市場管理和全通路體驗優化。美國亞特蘭大全自動倉儲解決方案將於2Q25末啟用。

圖 1：On 4Q24 財報、1Q25 公司財測暨市場共識比較

百萬瑞郎	4Q24					1Q25F			
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	公司財測	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)
營收	607	(4.6)	35.7	595	1.9	30-35% YoY	661	9.0	30.1
毛利	377	(2.2)	39.5	367	2.6		398	5.5	31.1
營業利益	53	(26.9)	30.1	70	(24.0)		75	41.1	94.7
稅前獲利	92	209.1	-	61	49.5		65	(28.8)	(43.7)
稅後淨利	90	193.4	-	46	96.0		50	(44.2)	(45.4)
每股盈餘 (瑞郎)	0.28	193.4	-	0.14	96.0		0.18	(44.2)	(45.4)
毛利率 (%)	62.1	1.5 ppts	1.7 ppts	61.7	0.4 ppts		60.2	(2.0)ppts	0.5 ppts
營利率 (%)	8.8	(2.7)ppts	(0.4)ppts	11.7	(3.0)ppts		11.3	2.6 ppts	3.8 ppts
淨利率 (%)	14.8	10.0 ppts	20.7 ppts	7.7	7.1 ppts		7.6	(7.2)ppts	(10.4)ppts

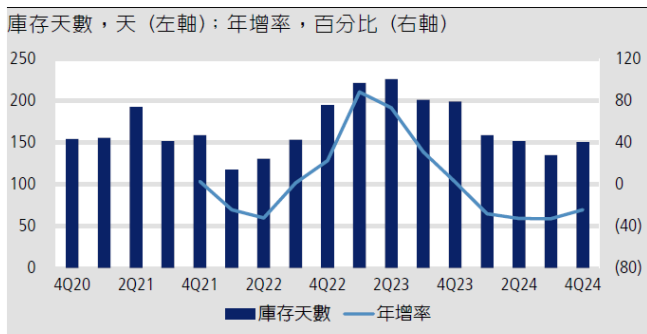
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 2：On 2024 年財報、2025 公司財測暨市場共識比較

百萬瑞郎	2024					2025F		
	實際數	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	公司財測	市場共識	YoY (%)
營收	2,318	29.4	2,290 (28% YoY)	2,306	0.6	27% YoY	2,956	27.5
毛利	1,406	31.7		1,395	0.8		1,801	28.1
營業利益	212	17.4		281	(24.6)		365	72.3
稅前獲利	280	304.6		245	14.1		344	23.1
稅後淨利	242	204.4		195	24.2		260	7.4
每股盈餘 (瑞郎)	0.75	167.9		0.61	24.2		0.81	7.4
毛利率 (%)	60.6	1.8 ppts	60.5	60.5	0.1 ppts	60.5	60.9	0.3 ppts
營利率 (%)	9.1	(9.2)ppts		12.2	(3.0)ppts		12.3	3.2 ppts
淨利率 (%)	10.5	135.3 ppts		8.5	2.0 ppts		8.8	(1.6)ppts

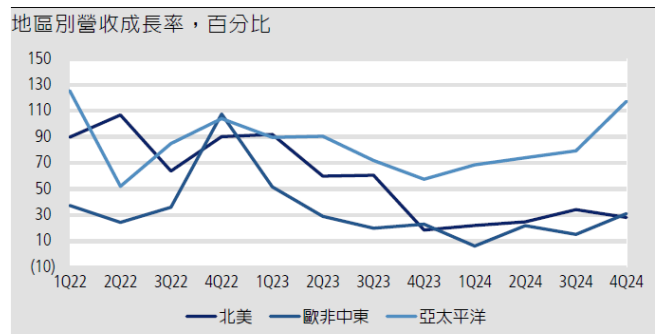
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 3：庫存天數連續四季呈衰退走勢



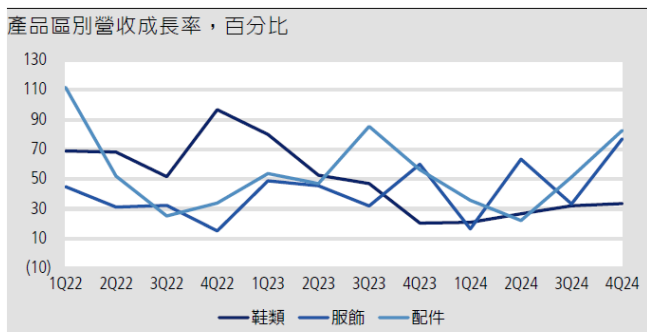
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 4：亞太太平洋營收翻倍為亮點所在



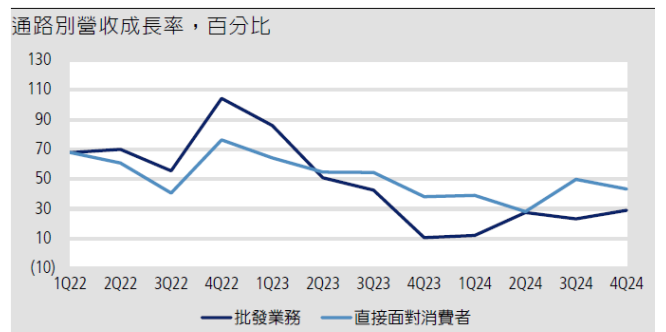
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 5：所有產品銷售加速成長



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 6：直接面對消費者銷售成長高於批發業務

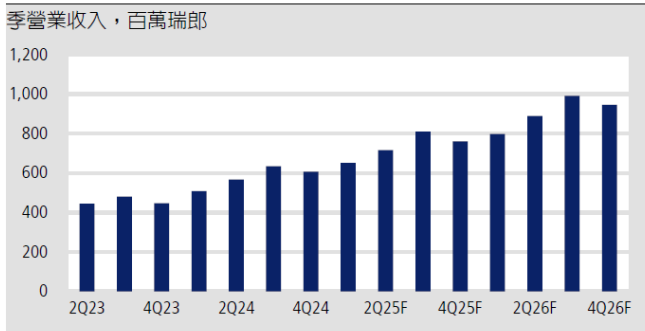


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

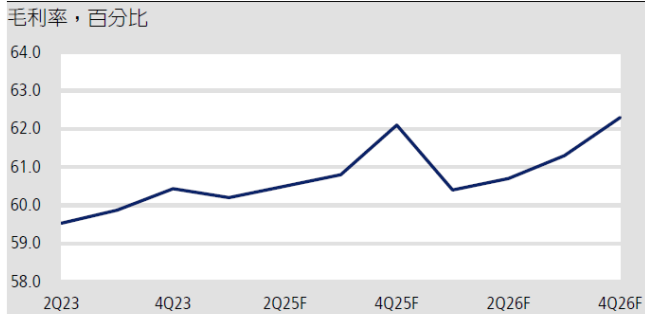
**圖 7: 公司概况**

成立於 2010 年，On 為曾拿下世界級鐵人三項冠軍的 Olivier Bernhard 夥同兩位跑友所創辦的瑞士運動鞋品牌；2022 年經網球明星 Roger Federer 投資與代言後聲名大噪。On 運動鞋標榜猶如在雲端跑步的舒適感；其在瑞典市佔率高達四成，但全球市佔率僅 2%。公司計畫未來將跨足服裝業務。美洲為 2024 年營收主要來源地區，佔比達 64%，其次分別為歐非中東 25、亞太太平洋 11%。

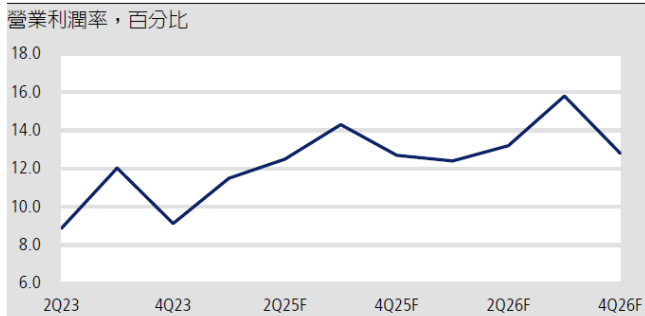
資料來源：公司資料；凱基

**圖 9: 季營收**


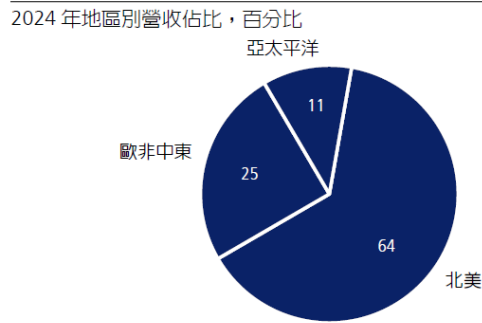
資料來源：公司資料；凱基

**圖 11: 毛利率**


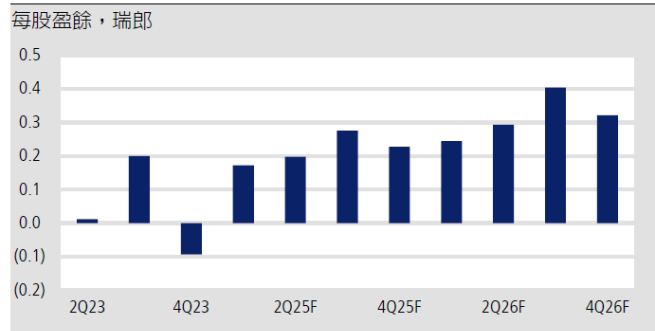
資料來源：公司資料；凱基

**圖 13: 營業利潤率**


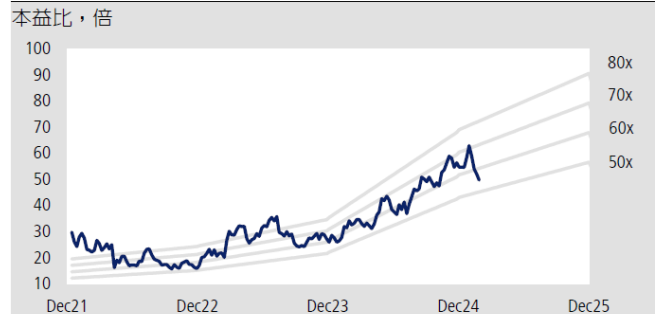
資料來源：公司資料；凱基

**圖 8: 北美及歐非中東貢獻營收大宗**


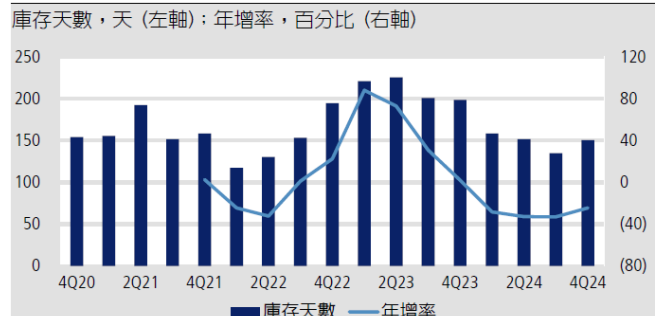
資料來源：公司資料；凱基

**圖 10: 每股盈餘**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 12: 本益比**


資料來源：彭博；凱基

**圖 14: 庫存週轉天數**


資料來源：彭博；凱基

**On Holding – 以往評級及目標價**


資料來源：彭博；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。