

## Under Armour (UAA.O/UAA US)

### 高端產品欠缺消費者共鳴

#### 持有・首次評等

收盤價 March 7 (US\$)	6.90
3 個月目標價 (US\$)	7.03
12 個月目標價 (US\$)	7.40
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	7.2

#### 焦點內容

- Under Armour 致力開發高端產品，並減少 SKU/款式數量。
- 營收前景欠佳，意味市佔率持續流失。
- 獲利回升緩慢將使評價低於國際同業。

#### 交易資料表

市值 (US\$bn):	2.8
流通在外股數 (百萬股):	189
機構持有比例 (%):	106.8
3M 平均成交量 (百萬股):	10.4
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	6.2-11.9

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(31.8)	(11.4)	(19.1)
相對表現 (%)	(26.0)	(17.5)	(30.4)

#### 股價圖



#### 市場綜合評等

機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	4	9	15
潛在報酬 (%)	(42.0)	36.2	117.4

資料來源: Bloomberg

#### 重要訊息

Under Armour 為國際領導運動品牌。公司致力高端產品發展，但在北美及亞太洋市佔率持續流失造成獲利能力受限。我們首評給予「持有」評等。

#### 評論及分析

**高端產品組合發展。** Under Armour 產品採用創新材料技術，包括吸濕排汗、溫度控管、緩衝與布料永續利用等，致力創造差異化，並提升消費者品牌體驗。為避免價格競爭 (尤其在北美) 及提高營運效率，公司透過核心設計和技術創新能力，持續提升產品性能與平均銷售單價，並計畫減少 2024-25 年 SKU/款式數量 25%。儘管此措施將有助改善獲利能力，但可能限縮接觸多樣化年齡/族群、運動習慣、購物偏好之消費者廣度。

**市佔率流失。** 考量 2025 年春夏訂單不佳，管理層預估，FY25 (財年止於 3 月) 營收將年減 10%，延續過去兩年之疲弱態勢，其中：(1) 北美銷售 (佔總營收 60%) 將大幅年減 12-13%，反映促銷活動造成競爭加劇；(2) 亞太地區營收 (14%) 將年減低雙位數，需求持續低迷；及 (3) 歐非中東 (21%) 銷售則將呈年持平。前述財測隱含 4Q FY25 營收將年減 14%，惡化自前一季 6% 衰退，隱含市佔率持續流失。公司預計 2025 年秋冬季將推出大量高端產品，包括男性服裝、籃球和足球系列，期可重新引起消費者共鳴；惟值此新興品牌百花齊放、消費環境存在不確定性之際，成效有待觀察。

**獲利復甦緩慢。** 受銷售不振影響，3Q FY25 庫存週轉天數年增 9% 至 135 天，為連續第二季呈成長走勢，顯示庫存去化不利。儘管排除一次性重組與轉型費用，FY25 每股盈餘財測之 0.28-0.30 元隱含 43-47% 衰退。我們預估 FY26-27 營利率將緩慢回升至 5.3%，帶動每股盈餘復甦至 0.41、0.49 元，僅收復 FY22-24 年 0.47-0.83 元之低緣。

#### 投資建議

我們將 Under Armour 納入覆蓋範圍，給予「持有」評等和目標價至 7.4 元，基於 FY26 每股盈餘預估 18 倍，對比國際同業本益比區間為 10-55 倍。

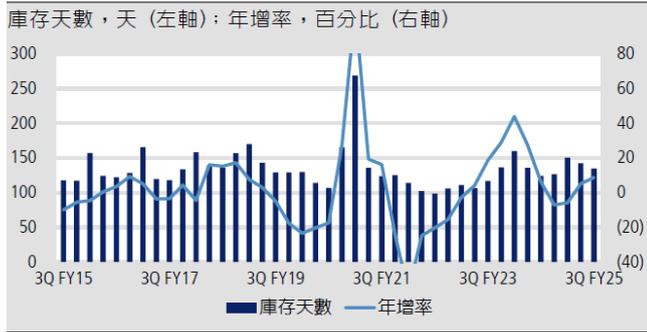
#### 投資風險

上檔風險為消費較預期強勁與品牌重拾人氣。

#### 主要財務數據及估值

	Mar-22A	Mar-23A	Mar-24A	Mar-25F	Mar-26F	Mar-27F
營業收入 (US\$百萬)	5,727	5,903	5,702	5,155	5,200	5,487
營業毛利 (US\$百萬)	2,838	2,644	2,630	2,460	2,505	2,663
營業利益 (US\$百萬)	333	264	230	(186)	245	290
EBITDA (US\$百萬)	688	399	372	(36)	414	478
稅後淨利 (US\$百萬)	223	374	232	(208)	177	212
每股盈餘 (US\$)	0.47	0.83	0.53	(0.48)	0.41	0.49
營業收入成長率 (%)	28.0	3.1	(3.4)	(9.6)	0.9	5.5
每股盈餘成長率 (%)	(138.8)	76.6	(36.1)	N.A.	N.A.	20.0
毛利率 (%)	49.6	44.8	46.1	47.7	48.2	48.5
營業利益率 (%)	5.8	4.5	4.0	(3.6)	4.7	5.3
EBITDA margin (%)	12.0	6.8	6.5	(0.7)	8.0	8.7
淨負債比率 (%)	27.0	41.2	27.1	38.6	33.7	22.5
股東權益報酬率 (%)	13.1	20.3	11.3	(10.1)	8.7	9.5

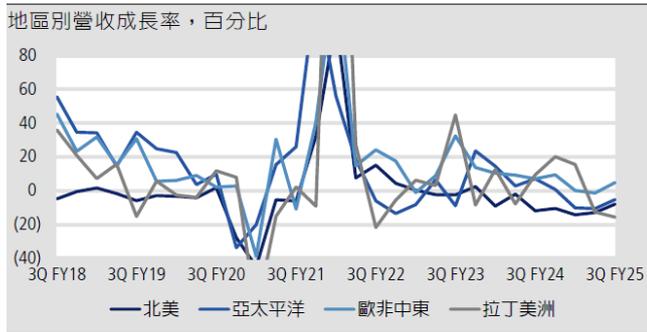
資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 1：庫存天數連續兩季呈成長走勢**


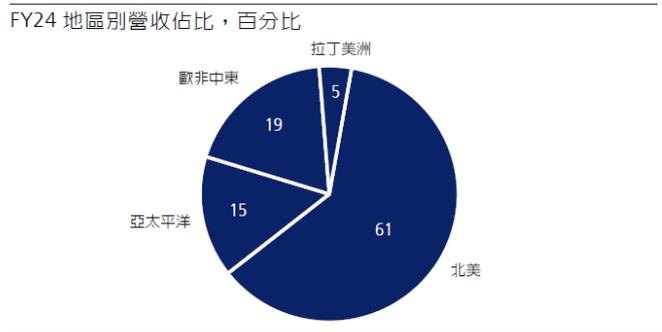
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基  
註：Under Armour 財年止於 3 月

**圖 2：所有產品需求疲弱**


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基  
註：Under Armour 財年止於 3 月

**圖 3：北美及亞太太平洋營收衰退**


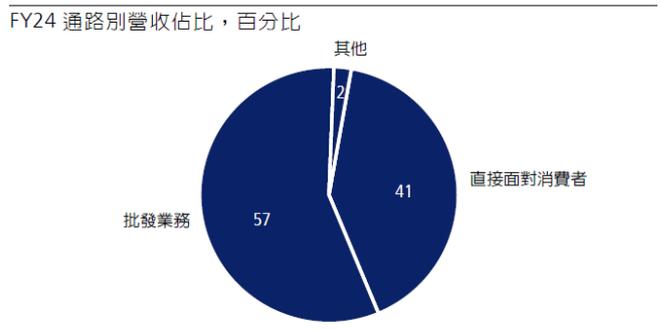
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基  
註：Under Armour 財年止於 3 月

**圖 4：北美為營收來源主要地區**


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基  
註：Under Armour 財年止於 3 月

**圖 5：各通路銷售動能欠佳**


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基  
註：Under Armour 財年止於 3 月

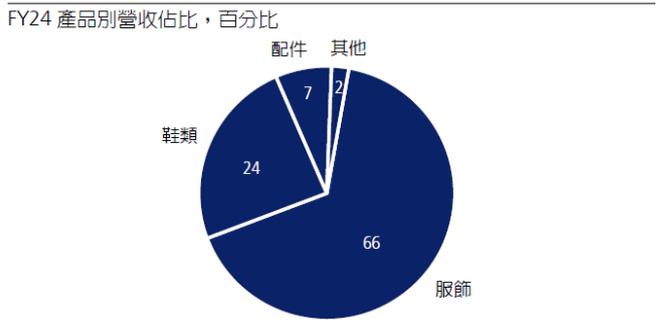
**圖 6：批發業務佔營收比重近六成**


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

**圖 7：公司概況**

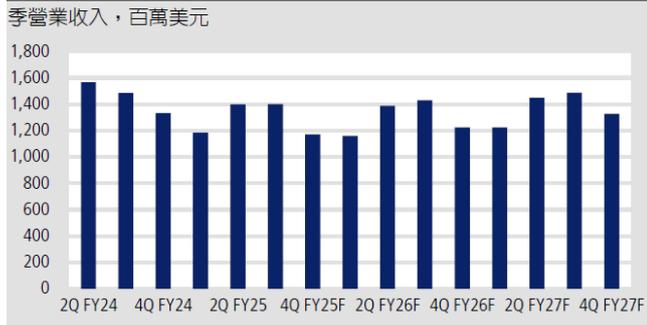
成立於 1996 年，Under Armour 為國際領導運動品牌，致力提供專業運動服飾、鞋類及配件；其產品採用創新材料技術，包括吸濕排汗、溫度控管、緩衝與布料永續利用等，目的在創造差異化，並提升消費者品牌體驗。美洲為 FY24 營收主要來源地區，佔比達 61%，其次分別為歐非中東 19%、亞太太平洋 15%、拉丁美洲 4%。

資料來源：公司資料；凱基

**圖 8：服飾貢獻營收最大比重**


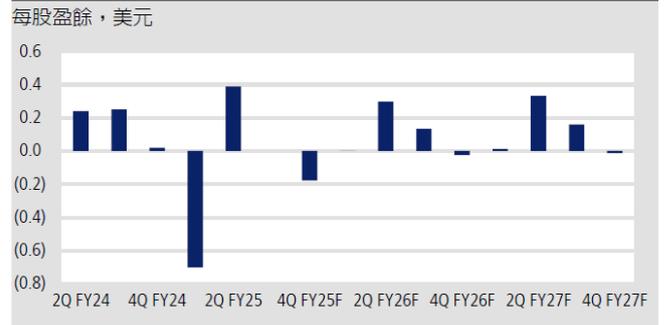
資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 季營收



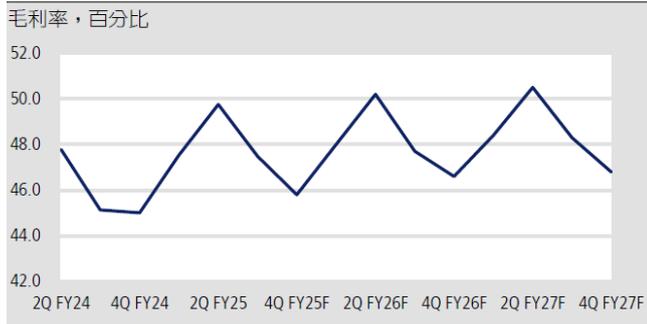
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 每股盈餘



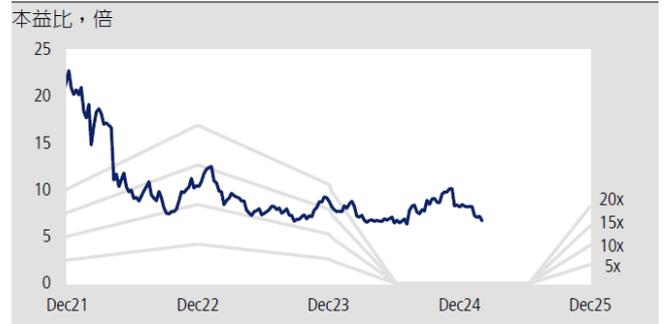
資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 毛利率



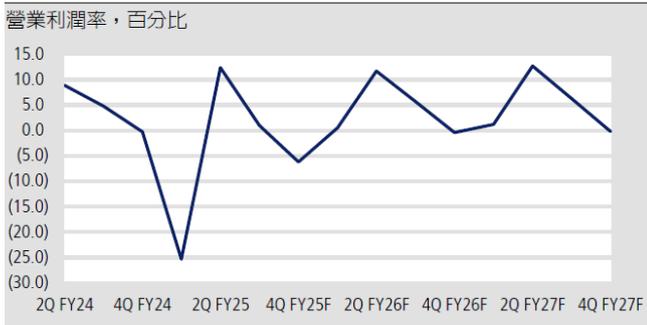
資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 本益比



資料來源：彭博；凱基

圖 13: 營業利潤率



資料來源：公司資料；凱基

圖 14: 庫存週轉天數



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。