

On Holding (ONON.O/ONON US)

1Q25 財報強勁；美國產品漲價在即

增加持股・維持

收盤價 May 13 (US\$)	57.38
3 個月目標價 (US\$)	60.16
12 個月目標價 (US\$)	68.50
前次目標價 (US\$)	56.0
調升 (%)	22.3
上漲空間 (%)	19.4

焦點內容

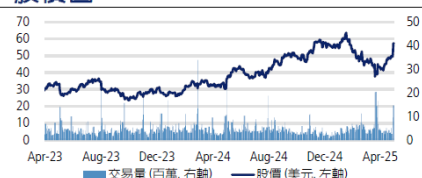
- 1Q25 財報亮眼。
- 2025 年財測顯示，關稅與匯率逆風將無礙營收及獲利顯著成長。
- 美國部分產品 7 月將調漲售價。

交易資料表

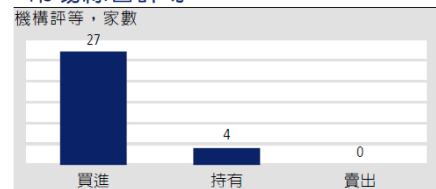
市值 (US\$bn):	18.6
流通在外股數 (百萬股):	289
機構持有比例 (%):	74.4
3M 平均成交量 (百萬股):	5.6
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	30.3-64.1

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	9.6	8.9	87.0
相對表現 (%)	13.3	10.5	74.2

股價圖



市場綜合評等



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	50	64	75
潛在報酬 (%)	(12.9)	11.0	30.7

資料來源：Bloomberg

重要訊息

On 1Q25 財報亮眼。2025 年財測顯示，關稅與匯率逆風將無礙營收及獲利顯著成長。

評論及分析

1Q25 財報令人驚豔。1Q25 營收年增 43%、季增 20% 至 7.3 億瑞郎，優於公司財測及市場共識之 30-35%、37% 成長，反映所有市場、所有通路和所有產品銷售加速成長。北美、歐非中東及亞太太平洋營收分別年增 33%、34%、130%，加速自 4Q24 之 28%、31%、117% 成長。產品別方面，鞋類、服飾與配件銷售分別年增 41%、93%、100%，表現亮眼。加上通路組合有利，毛利率年增 0.2 個百分點至 59.9%，維持高檔。1Q25 稅後淨利 5,700 萬瑞郎，折合每股盈餘 0.17 瑞郎，高於市場預期之 0.15 瑞郎。

關稅與匯率影響有限。管理層微幅上調 2025 年營收財測至年增 28% 以上 (前次 27%)，主因：(1) On 4 月繳出公司史上最強業績；及 (2) 2H25 計畫推出 Cloudsurfer Max、Cloudflow 及 Cloudboom Max 等跑步新品；目前已收到來自批發合作夥伴 2H25 強勁訂單，且並無任何取消的情況。然而，為反映關稅及運費不確定性、供應鏈與匯率波動等，毛利率指引略下修為 60.0-60.5% (前次 60.5%)。上述係基於 10% 關稅假設，並已考慮消費者需求潛在放緩之可能性。整體而言，關稅與匯率對公司獲利影響有限。

產品漲價在即。面對美國關稅，On 將自 7 月起針對美國部分產品啟動一輪漲價，並未提及是否會要求零售商與供應鏈共同承擔。由於 1Q25 上市的 Cloud 6 價格已比基本款高 10 美元/雙，且需求端未出現價格敏感性，管理層認為，On 在高端市場中擁有產品定價權，有利與競爭對手拉開差距。

投資建議

在全球總經不確定中，On 營收及獲利成長動能完好無缺。我們維持「增加持股」評等，目標價上調至 68.5 元，係基於 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-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (CHF\$百萬)	1,222	1,792	2,318	3,001	3,701
營業毛利 (CHF\$百萬)	685	1,067	1,406	1,810	2,240
營業利益 (CHF\$百萬)	85	180	212	361	478
EBITDA (CHF\$百萬)	169	273	374	495	630
稅後淨利 (CHF\$百萬)	58	80	242	283	337
每股盈餘 (CHF\$)	0.20	0.28	0.75	0.98	1.17
營業收入成長率 (%)	68.7	46.6	29.4	29.4	23.3
每股盈餘成長率 (%)	N.A.	36.9	167.9	30.4	19.2
毛利率 (%)	56.0	59.6	60.6	60.3	60.5
營業利益率 (%)	7.0	10.1	9.1	12.0	12.9
EBITDA margin (%)	13.8	15.2	16.1	16.5	17.0
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
股東權益報酬率 (%)	6.3	7.8	19.6	18.3	18.0

資料來源：公司資料；凱基

On Holding 5 月 13 日法說會重點摘要

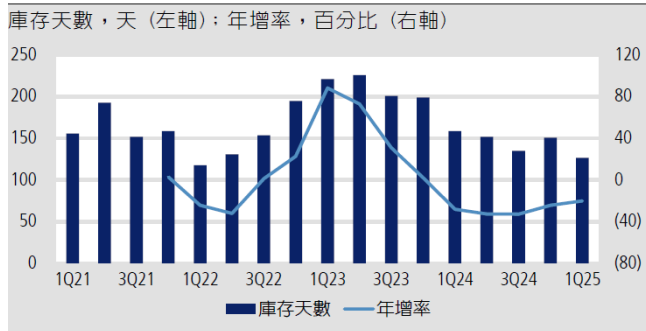
- 1Q25 獲利 5,700 萬瑞郎，折合每股盈餘 0.17 瑞郎，高於市場共識之 0.15 瑞郎。營收年增 43%、季增 20% 至 7.3 億瑞郎，動能來自 Cloud 6 及 Cloudsurfer 2 等新品推出。加上通路組合有利 (直接面對消費者銷售佔比提升)，毛利率維持高檔之 59.9%，年增 0.2、但季減 2.2 個百分點。
- 產品別營收：鞋類 (佔總營收 94%)、服飾 (5%) 與配件 (1%) 銷售分別強勁年增 41%、93%、100%，較前一季之 34%、77%、83% 加速成長。
- 市場別營收：北美 (佔總營收 60%)、歐非中東 (23%) 及亞太太平洋 (17%) 營收分別年增 33%、34%、130%，加速自 4Q24 之 28%、31%、117% 成長。
- 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 45%、42%，顯示各通路中消費者流量不墜。
- 1Q25 庫存週轉天數年減 20%、季減 16% 至 126 天，遠低於過去三年平均之 166 天。管理層強調，On 非常重視通路庫存的乾淨程度。
- 考量 1Q25 業績與在手訂單正向，管理層微幅上調 2025 年營收財測至年增 28% 以上 (前次為 27%)；但將毛利率指引下修至 60.0-60.5% (前次為 60.5%)，反映關稅及運費不確定性、供應鏈與匯率波動等。上述已考慮消費者需求潛在放緩之可能性，並假設美國對越南關稅與暫緩期之 10% 一致。
- 管理層看到，On 品牌動能延伸至 4 月，繳出公司史上最強勁的表現。
- 2H25 計畫推出新品包括 Cloudsurfer Max、Cloudflow 及 Cloudboom Max 等跑步產品；目前已收到來自批發合作夥伴 2H25 強勁訂單，且並無任何取消的情況。
- 管理層表示，公司將自 7 月起針對美國部分產品啟動一輪漲價，這將有助利潤率保持在接近先前預估之水準。Cloud 6 定價已比基本款高 10 美元/雙，在需求方面並未出現價格敏感性。
- 除調整服裝尺寸以降低退貨率及增加銷量外，On 今年在跑步、訓練和網球服飾產品皆取得長足的進展。
- On 在全球開設了 53 間自有門市，其中約有 30 間位於中國、20 間在中國以外地區；中國以外的 20 間店面中有 18 間表現超越預期。公司計畫未來每年將新增 20-25 間新店。此外，預計今年批發門市數量將年增中個位數。
- 2024-26 年營收年複合成長 26% 之中期目標不變。

圖 1：On 1Q25 財報、2Q25-2025 年公司財測暨市場共識比較

百萬瑞郎	1Q25						2Q25F			2025F			
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)	公司財測 (新)	公司財測 (舊)	市場共識	YoY (%)
營收	727	19.8	43.0	30-35% YoY	684	6.3	684	(5.9)	34.5	28% YoY	>27% YoY	2,953	27.4
毛利	435	15.5	43.5		408	6.6	408	(6.2)	34.7			1,787	27.1
營業利益	77	45.0	100.0		79	(2.1)	79	2.2	104.3			376	77.7
稅前獲利	64	(30.2)	(44.8)		61	4.7	61	(4.5)	(47.3)			312	11.7
稅後淨利	57	(36.6)	(38.0)		51	10.7	51	(9.7)	(44.0)			255	5.4
每股盈餘 (瑞郎)	0.17	(36.6)	(38.0)		0.15	10.7	0.18	(9.7)	(44.0)			0.77	5.4
毛利率 (%)	59.9	(2.2)ppts	0.2 ppts		59.7	0.2 ppts	59.7	(0.2)ppts	0.1 ppts			60.5	(0.1)ppts
營業率 (%)	10.6	1.8 ppts	3.0 ppts		11.5	(0.9)ppts	11.5	0.9 ppts	3.9 ppts	60.0-60.5	60.5	12.7	3.6 ppts
淨利率 (%)	7.8	(7.0)ppts	(10.2)ppts		7.5	0.3 ppts	7.5	(0.3)ppts	(10.5)ppts			8.7	(1.8)ppts

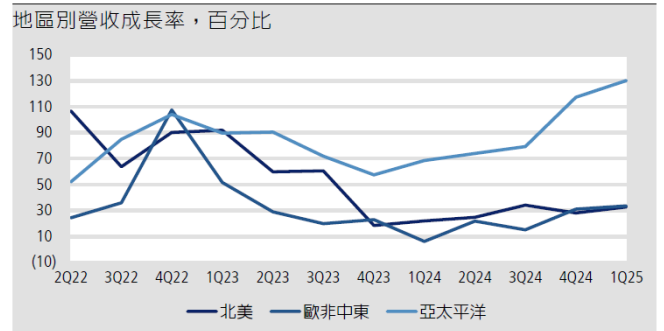
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 2：庫存天數連續五季呈年減態勢



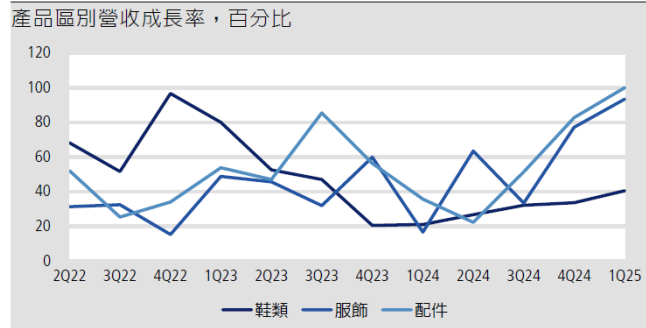
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 3：亞太太平洋營收持續翻倍



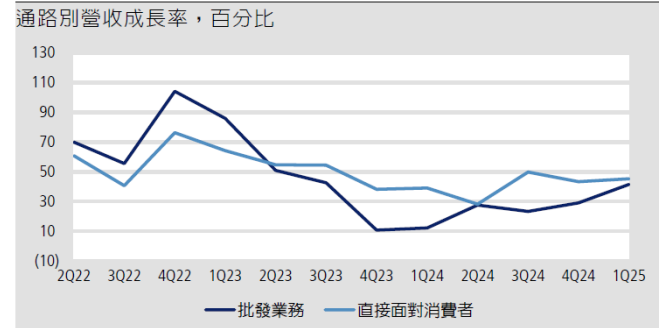
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 4：所有產品銷售加速成長



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 5：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

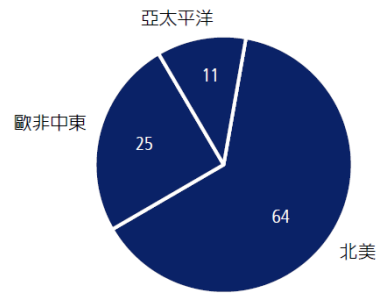
圖 6: 公司概況

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、亞太洋 11%。

資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 北美及歐非中東貢獻營收大宗

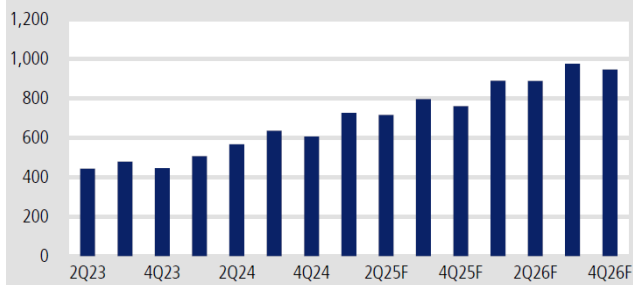
2024 年地區別營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 季營收

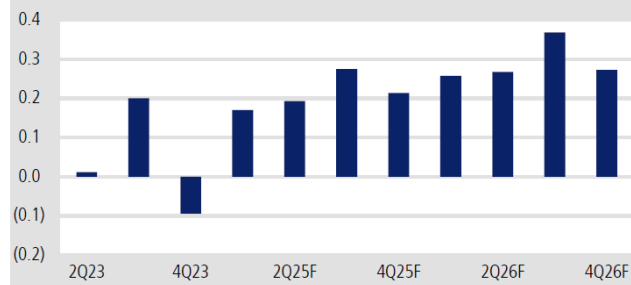
季營業收入，百萬瑞郎



資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 每股盈餘

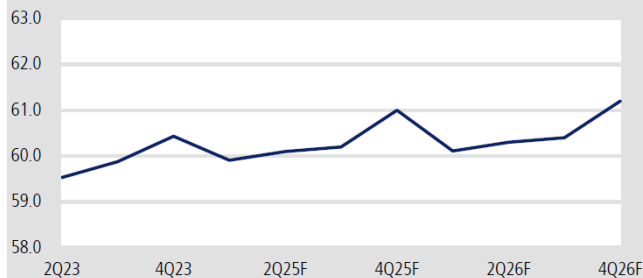
每股盈餘，瑞郎



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 毛利率

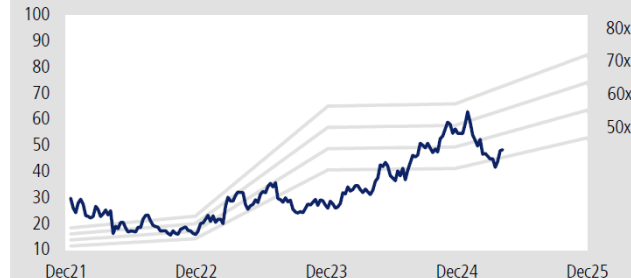
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 本益比

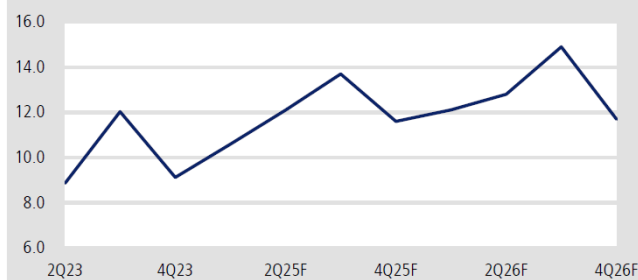
本益比，倍



資料來源：彭博；凱基

圖 12: 營業利潤率

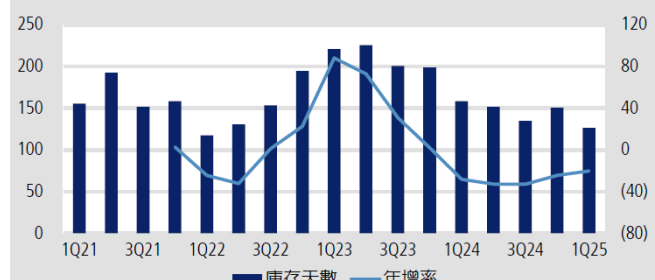
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 庫存週轉天數

庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



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 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。