On Holding

(ONON.O/ONON US)

增加持股・維持

收盤價 Nov 10 (US$)	34.7
3 個月目標價 (US$)	38.9
12 個月目標價 (US$)	51.5
前次目標價 (US$)	49.6
調升 (%)	1.0
上漲空間 (%)	48.4

焦點內容

1. 歐美需求暢旺為 3Q26 財報亮點。
2. 創新產品反饋極佳，預計將推動 4Q26 營收加速成長。
3. 年輕客群、新運動項目及新市場為未來策略發展重點方向。

交易資料表

市值 (US$bn) :	11.6
流通在外股數 (百萬股) :	302
機構持有比例 (%) :	80.3
3M 平均成交量 (百萬股) :	11.2
52 週股價 (低 \ 高) (US$):	30.1-52.2

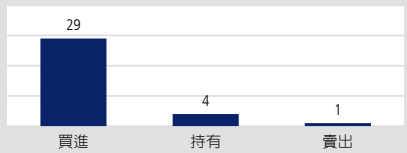
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	12.3	1.9	(1.4)
相對表現 (%)	14.9	0.5	(11.2)

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)	20	45	65
潛在報酬 (%)	(42.4)	28.5	87.3

資料來源：Bloomberg

掌握年輕世代，贏得未來消費金鑰

重要訊息

On Holding 3Q26 營收及毛利率創單季新高，歐美需求升溫為最大亮點。隨著創新產品推出反饋極佳，管理層預計 4Q26 營收將加速成長。

評論及分析

絲毫不畏產業逆境。3Q26 營收年增 17%、季增 10%至 9.3 億瑞郎，再創單季新高，主因全新產品返校季需求暢旺。北美及歐非中東銷售分別加速至年增 12%、18%，反映面對業內最高平均售價與最低折扣率，零售合作夥伴還提供更大的貨架空間；亞太平洋年增甚至達 31%，日韓補貨量遠超預期。若排除美國退稅挹注，全價銷售推升仍毛利率至 66.9%之歷史最高水準，年增 1.2、季增 1.5 個百分點；但更多對創新、技術和高端零售門市投資導致不計入退稅之營利率年減 0.4 個百分點至 15.3%，低於市場共識之 18.0%。稅後淨利 1.6 億瑞郎，折合每股盈餘 0.49 瑞郎。

創新產品加速營收成長。儘管生活風格運動鞋類整體市場經歷下滑，公司產品需求逆勢上揚並擴大市佔率。Cloudtilt Arc 在 9 月發布後頭幾天即完成三大區域銷售目標，亞太銷量超出預期四倍，並迅速成為歐洲 Z 世代消費者的必備單品。明年 1 月即將全面上市的 Cloudsurfer 3，10 月在部分跑步專賣店優先發售，首週銷售量是 Cloudsurfer 2 的四倍以上，吸引大型零售商加大春季訂單。管理層預計 4Q26 營收將連續兩季加速成長。

全價銷售威力。公司擴大對 DTC 業務投入，重點耕耘客單價高、回購率高、購買量也更大的年輕客群，反饋熱烈。加上產品組合多元展開 (2027 年將新增高爾夫與足球運動項目，長期加速服裝業務)，以及亞太滲透率仍低，我們預期 On 品牌未來三年將保有全球機能性跑鞋之龍頭地位，實現營收年複合成長 16%與利潤率走升，並驅動長期評價向上。

投資建議

憑藉新產品、新客群及新市場開發，On 品牌優於全球同業的營運成長動能有望使其享有評價溢價。我們維持「增加持股」評等，目標價上修至 51.5 美元，係根據 2026-27 年平均每股盈餘預估之 40 倍推算得出。

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-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營業收入 (CHF$百萬)	1,792	2,318	3,014	3,503	4,117	4,728
營業毛利 (CHF$百萬)	1,067	1,406	1,894	2,339	2,697	3,105
營業利益 (CHF$百萬)	180	212	377	564	619	726
EBITDA (CHF$百萬)	273	374	504	714	769	876
稅後淨利 (CHF$百萬)	80	242	204	493	553	628
每股盈餘 (CHF$)	0.28	0.75	0.62	1.48	1.66	1.89
營業收入成長率 (%)	46.6	29.4	30.0	16.2	17.5	14.8
每股盈餘成長率 (%)	36.9	167.9	(17.3)	138.7	12.1	13.6
毛利率 (%)	59.6	60.6	62.8	66.8	65.5	65.7
營業利益率 (%)	10.1	9.1	12.5	16.1	15.0	15.4
EBITDA margin (%)	15.2	16.1	16.7	20.4	18.7	18.5
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 (%)	7.8	19.6	13.5	26.0	22.7	20.8

資料來源：公司資料；凱基

On Holding 11 月 11 日法說會重點摘要

- 3Q26 稅後淨利 1.6 億瑞郎，折合每股盈餘 0.49 瑞郎，優於市場預期 35%，主要來自美國退稅貢獻。營收年增 17%、季增 10%至 9.3 億瑞郎，再創單季新高，主因全新產品在返校季需求尤為強勁。若排除美國退稅之一次性利益，平均售價提升仍帶動毛利率年增 1.2、季增 1.5 個百分點至 66.9%，亦為歷史最高水準；但擴大對創新、技術和高端零售門市投資推升費用率，導致不計入退稅之營利率年減 0.4 個百分點至 15.3%，低於市場共識之 18.0%。

- 市場別營收：北美（佔總營收 53%）及歐非中東（27%）分別加速至年增 12%、18%，反映面對業內最高的平均售價與最低的折扣率，零售合作夥伴還提供更大的貨架空間。亞太平洋（20%）年增 31%；其中，日本補貨量遠超預期，韓國單店業績亦超前 30%以上。

- 產品別營收：鞋類（佔總營收 91%）、服裝（7%）及配件（2%）分別年增 15%、39%、39%，需求穩健。

- 通路別營收：批發業務（佔總營收 58%）年增 12%，再度加速，反映美洲數個合作夥伴拉貨從 10 月提前至 9 月。直接面對消費者（DTC，42%）年增達 25%，但實際上管理層期待值更高。本季促銷環境導致線上客流量略有下滑，但公司在所有市場皆嚴格控制價格，並將部分新店開幕推遲至 4Q26。

- 3Q26 庫存週轉天數年增 15%、季增 5%至 141 天，連續兩季正成長，但仍低於過去五年平均之 155 天；其中，庫存數量成長已較過去幾季 20-25%放緩至 16%。

- 管理層維持 2026 年營收年增至少 20%之展望（匯率中性），換算報告營收為年增 15-18%。考量美國關稅退款貢獻，毛利率指引上調至 67.5%；排除關稅退款則為 66.0% (前次為 65.0%)，得益於全價銷售與 DTC 佔比增加，以及營運槓桿效益。

- 短期而言，預計 4Q26 營收將加速成長，動能來自 DTC 表現強勁。在美國，公司產品售罄率超越進貨量，產業逆風並未造成影響。

- 明年 1 月將全面上市的 Cloudsurfer 3，10 月在部分跑步專賣店優先發售，首週銷售量是 Cloudsurfer 2 的四倍以上，吸引大型零售商加大春季訂單。Cloudsurfer 3 為首款採用 SURREAL 超臨界泡棉的跑鞋，公司計畫 2027 年底前將該材質應用至幾乎所有高性能跑鞋系列。

- 儘管生活風格運動鞋類整體市場正經歷下滑，公司產品需求逆勢成長並擴大市佔率。Cloudtilt 毫無疑問為爆款，在歐洲銷售第一，在美國和亞洲也名列前三名。Cloudtilt Arc 在 9 月發布後頭幾天即完成三大區域銷售目標，亞太銷量超出預期四倍，並迅速成為歐洲 Z 世代消費者的必備單品。隨著其他鞋款 3Q26 也開始受到消費者的青睞，明年計畫推出 Cloudswift 5－首款從街頭潮流中汲取靈感設計的運動鞋。

- 2027 年將推出全新運動項目－高爾夫及足球；大部分技術基礎架構前期投資將在 2H26 到位，銷售與營運槓桿效益則將自 2027 年開始逐步顯現。
- 公司加大對 DTC 業務投入，重點在於年輕客戶、提升鞋服混合消費的客單價，並透過實體零售店增強品牌影響力。在年輕客群方面，公司 24 歲以下的線上客戶數量年增近乎一倍，男女佔比相當均衡，這些人客單價高、回購率高，購買量也更大。
- 管理層表示，新一代零售店的服裝佔比較現有門市高出至少 50%，且銷售效率在整個銷售網絡中皆超過鞋類，支持未來三年服裝銷售成長三倍之策略目標。
- 在合作零售夥伴方面，公司在 Dick'S Sporting Goods (美) 門市市佔率已達 60%，Foot Locker (美) 和 JD Sports (英) 亦皆有 50%；2029 年目標上看 75%。
- 預計未來數季亞太平洋銷售成長趨於 25-30%。在中國，品牌仍專注一二線城市，潛在發展空間巨大。管理層表示，公司不願像中國同業這樣，例如在雙十一促銷高峰期過度投入來換取更高成長，而是希望用心經營全價銷售。
- 「高端策略」讓公司在實現獲利創高的同時，還能在未來三年對相關技術進行大量投資。與足球項目啓動相關的部分生產成本、一系列的基層活動和合作項目，預計 4Q26 將計入。
- LightSpray 需求量自足球鞋計畫展開後大幅提升，並帶動 LightSpray 現有鞋款銷量，尤其 LightSpray Cloudmonster Hyper。考量目前瑞士和韓國產能仍遠低於需求，越南及葡萄牙新廠預計 2027 年中前投入營運；前者全面建成後有望推升產能翻倍以上，後者則將供應大部分足球鞋。

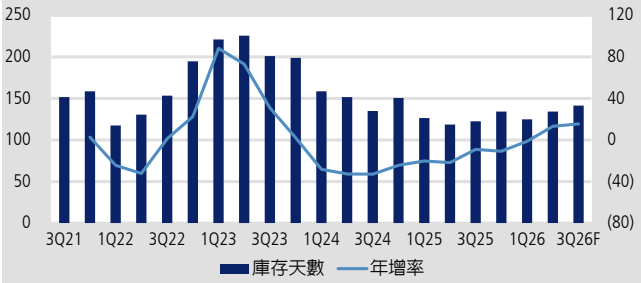
圖 1：On 3Q26 財報、4Q26-2026 年公司財測暨市場共識比較

	3Q26					4Q26F			2026F			
百萬瑞郎	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	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	931	9.5	17.2	931	0.0	904	(3.0)	21.5	15-18% YoY	15-18% YoY	3,515	16.6
毛利	676	21.6	29.5	619	9.2	589	(12.8)	24.0			2,296	21.3
營業利益	195	63.3	56.4	168	16.3	121	(37.9)	46.8			547	45.1
稅前獲利	212	68.4	78.5	146	45.3	106	(50.0)	51.3			490	138.8
稅後淨利	163	55.0	36.9	121	34.6	88	(46.2)	27.0			415	103.8
每股盈餘 (瑞郎)	0.49	55.0	36.9	0.36	34.6	0.26	(46.2)	27.0			1.25	103.8
毛利率 (%)	72.6	7.2 ppts	6.8 ppts	66.5	6.1 ppts	65.2	(7.4)ppts	1.3 ppts	67.5	>65.0	65.3	2.5 ppts
營利率 (%)	20.9	6.9 ppts	5.2 ppts	18.0	2.9 ppts	13.4	(7.5)ppts	2.3 ppts	EBITDA: 21.0-21.5	EBITDA: 19.5-20.0	15.6	3.1 ppts
淨利率 (%)	17.5	5.1 ppts	2.5 ppts	13.0	4.5 ppts	9.7	(7.8)ppts	0.4 ppts			11.8	5.1 ppts

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 2：庫存走升、但仍位處低檔

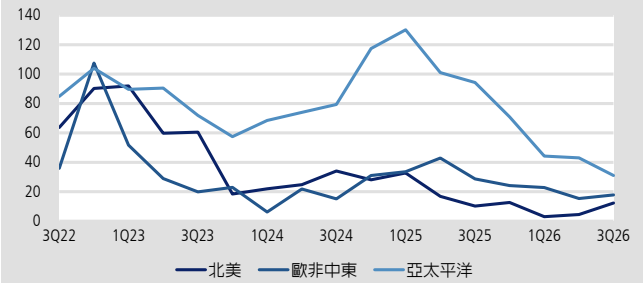
庫存天數，天（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 3：歐美銷售成長加速，對比亞太平洋因高基期而放緩

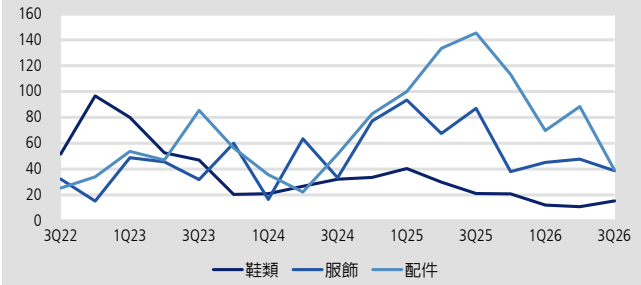
地區別營收成長率，百分比



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 4：鞋類及服飾需求穩健

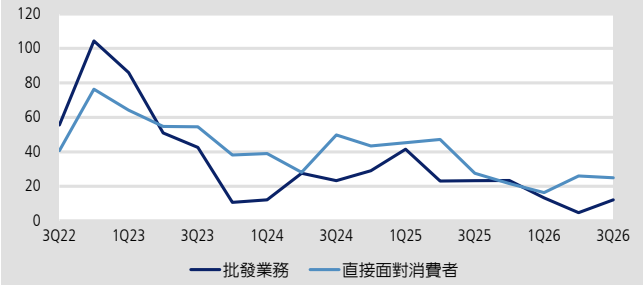
產品區別營收成長率，百分比



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 5：各通路表現良好

通路別營收成長率，百分比



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

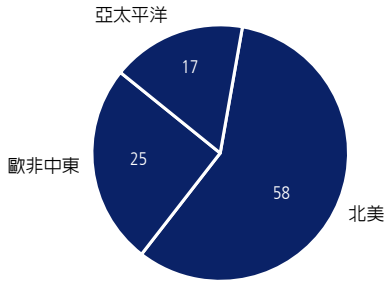
圖 6: 公司概況

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 2025 年營收主要來源地區，佔比達 58%，其次分別為歐非中東 25%、亞太平洋 17%。

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

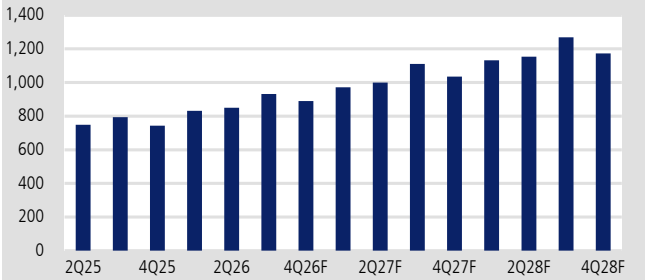
2025 年地區別營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 季營收

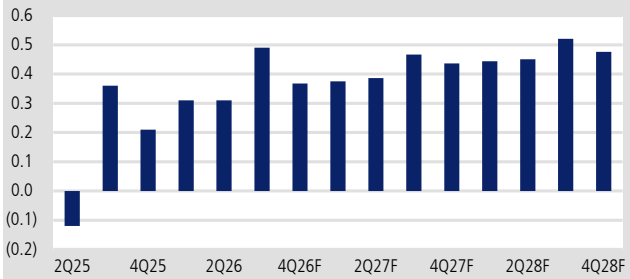
季營業收入，百萬瑞郎



資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 每股盈餘

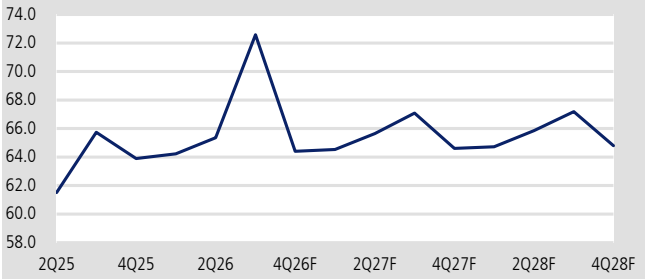
每股盈餘，瑞郎



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 毛利率

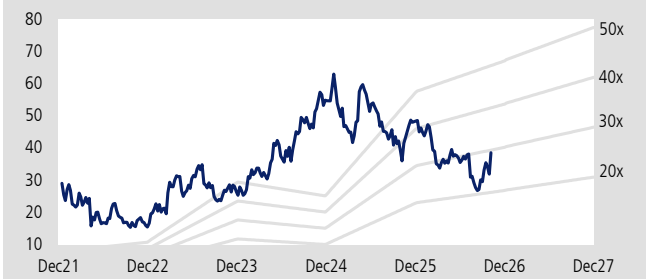
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 未來一年本益比區間

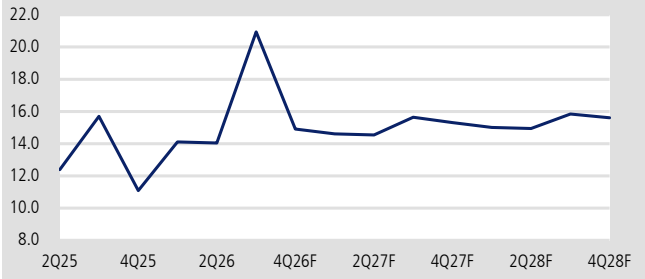
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：彭博；凱基

圖 12: 營業利潤率

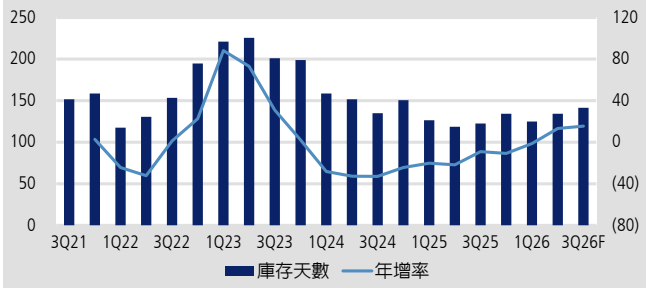
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

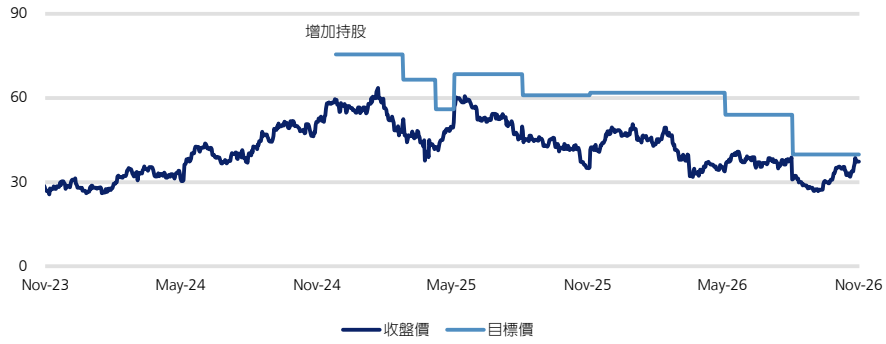
圖 13: 庫存週轉天數

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



日期	評級	目標價	收盤價
2024-12-04	增加持股	75.5	60
2025-03-05	增加持股	66.5	51
2025-04-18	增加持股	56.0	43
2025-05-13	增加持股	68.5	51
2025-08-13	增加持股	61.0	50
2025-11-12	增加持股	61.9	35
2026-03-04	增加持股	61.9	44
2026-05-13	增加持股	54.0	34
2026-08-12	增加持股	39.9	31
2026-09-09	增加持股	39.9	27
2026-11-10	增加持股	49.6	37

資料來源：彭博；凱基

凱基證券集團據點

中國 上海
上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室
郵政編號：200040

台灣 台北
104 台北市明水路 700 號
電話 886.2.2181.8888·傳真 886.2.8501.1691

香港
香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓
電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800

泰國 曼谷
8th - 11th floors, Asia Centre Building
173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand
電話 66.2658.8888·傳真 66.2658.8014

新加坡
珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈
郵政編號：068807
電話 65.6202.1188·傳真 65.6534.4826

印尼
Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia
電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股（OP）	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有（N）	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股（U）	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等（NR）	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制未評等（R）	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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幷公正性、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，本行幷不另行通知。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，幷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。