美國運動休閒產業

絕地大反攻

焦點內容

1. 美國期中選舉強烈體現「生活成本決定選票」。我們認未來 1-2 個月油價下跌之預期心理將助力消費者信心改善，驅動全球運動休閒產業評價谷底反彈。
2. 1H27 財報恐失利，但已大致被市場反應。未來投資人將更加關注終端庫存去化進展與 2H27 購物旺季展望潛在上檔空間。
3. 我們對全球運動休閒產業全面翻多，預計全球運動休閒廠商基本面復甦最快將始於 3Q27。

Dow Jones 指數

Dow Jones 指數, 點



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Nike Inc	NKE US	71	82	78	51
Lululemon Athletica Inc	LULU US	56	64	40	82
Gap Inc	GAP US	77	81	88	64
On Holding AG	ONON US	34	40	35	29
Deckers Outdoor Corp	DECK US	63	67	67	54
Under Armour	UAA US	38	33	42	35
VFC Corp	VFC US	59	64	70	35
Amer Sports Inc	AS US	40	29	38	48
Ralph Lauren	RL US	77	75	85	65

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

美國期中選舉變天，民眾經濟負擔能力可能成為兩黨未來一年少數有望達成合作的「狹窄通道」，我們預期這將驅動全球運動休閒產業評價谷底彈升。

評論及分析

美國期中選舉可能成為關鍵轉折點。隨著美國民主黨在期中選舉大勝，過去一週油價呈雪崩式暴跌，全球運動品牌及零售商股價也出現明顯反彈。本次選舉強烈體現出選民對通膨與高昂的生活成本極度不滿，尤其將關稅政策與油價飆漲視為核心源頭。儘管這樣的選舉結果將使民主黨控制的國會與白宮陷入政策互相掣肘之政治僵局，且川普總統至今仍堅稱對伊朗開戰有其必要性，但選後市場各項數據顯示，投資人更相信「民意的力量」會帶來改變。在政策走向實際影響基本面之前，我們認為未來 1-2 個月油價下跌預期心理將先行助力消費者信心改善 (圖 2)，驅動全球運動休閒產業評價谷底反彈。

放眼 1H27 之後。全球運動休閒品牌及零售商 2Q26 庫存週轉天數攀升至 142 天，年增 8%、季增 13%，創疫後新高水準 (圖 4)。截至目前已公布的 3Q26 財報顯示，產品平均成本與售價上揚正導致客流量及商品轉換率面臨壓力，因此前述數據尚未有顯著改善。Deckers (美)、Adidas (德) 和 Under Armour (美) 皆指出，當前鞋類領域促銷競爭激烈，庫存去化可能至少延伸至 1Q27。加上 1H26 提前拉貨與美國關稅退款墊高基期，1H27 獲利展望仍不利。然而，這一切已大致被市場反應。我們預期投資人未來半年關注焦點將從財報轉移至：(1) 油價走勢與消費者信心變化對 1H27 庫存去化和 2H27 購物旺季展望之潛在影響；及 (2) 各業者間營運復甦動能之差異。

零售銷售動能回穩尚待考驗。長期而言，美國消費動能真正要扭轉，取決於「實質薪資成長率再度超越通膨率」，這在當前就業市場冷暖不均、戰爭與關稅不確定性尚未完全解除、股債市動盪削弱財富效果之背景下，解決道上將佈滿荊棘。隨著美國政治進入分裂政府狀態，我們大膽推測，民生與經濟負擔能力將是兩黨未來一年少數可能達成合作的「狹窄通道」，醞釀非必需消費類股絕處逢生契機。我們建議未來半年密切關注油價走勢，並預計全球運動休閒廠商基本面復甦最快將始於 3Q27。

投資建議

我們對全球運動休閒產業全面翻多，主因看好美國期中選舉很可能成為扭轉民眾經濟負擔能力之關鍵轉捩點。短期而言，我們預期低基期個股評價反彈空間更大。考量產業庫存水準與市佔率變化，我們偏好高端運動休閒及戶外品牌>大眾運動休閒品牌。同業評價比較請參見附表。

投資風險

下檔風險為戰事擴大、消費趨緩及經濟衰退。

圖 1：凱基評等比較表

公司	代號	評等	股價（美元）	目標價（美元）	上漲空間 (%)	本益比 (倍) 2026F	2027F	2028F
Amer Sports	AS US	增加持股	32.46	47.3	45.7	25.5	19.3	16.9
On Running	ONON US	增加持股	37.53	49.6	32.2	21.8	18.5	16.5
Ralph Lauren	RL US	增加持股	398.52	511.0	28.2	22.5	19.7	18.5
VFC	VFC US	增加持股	20.88	25.7	23.1	15.8	13.6	11.8
Gap	GAP US	增加持股	22.23	27.2	22.4	5.8	8.2	7.6
Deckers	DECK US	增加持股	90.43	110.2	21.9	11.7	11.3	10.3
Dicks Sporting Goods	DKS US	增加持股	147.69	175.6	18.9	12.4	9.8	8.8
Nike	NKE US	增加持股	39.88	45.3	13.6	26.4	20.2	18.2
Under Armour	UAA US	持有	5.46	6.2	13.6	N.A.	44.0	29.7
Lululemon	LULU US	持有	112.53	126.8	12.7	12.1	12.8	12.1

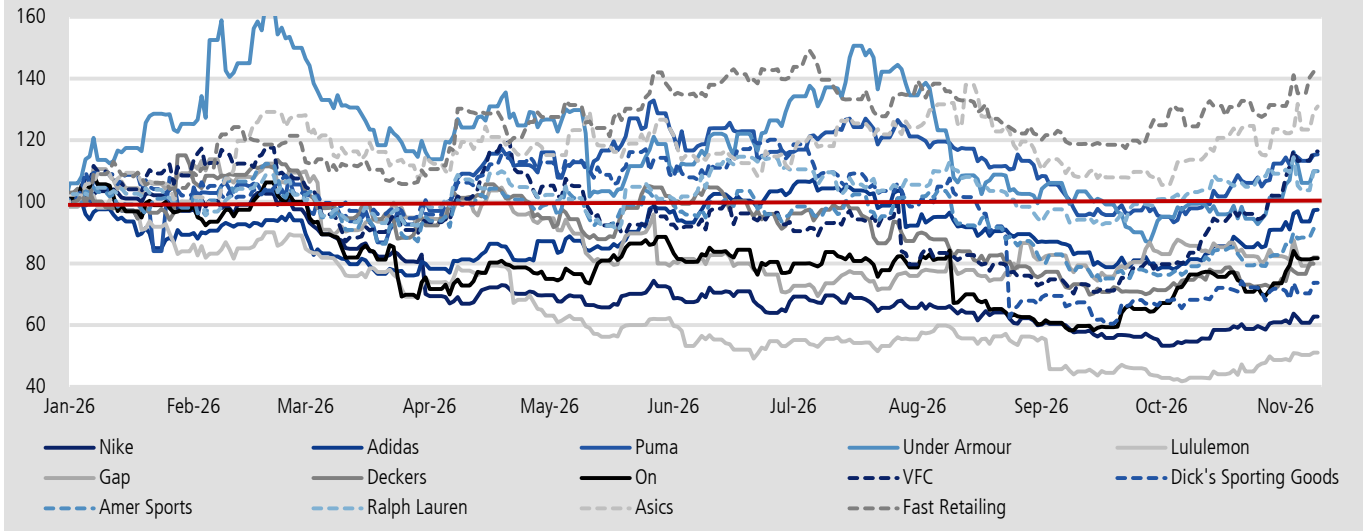
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：國際油價下跌對美國消費者信心有明顯提振作用



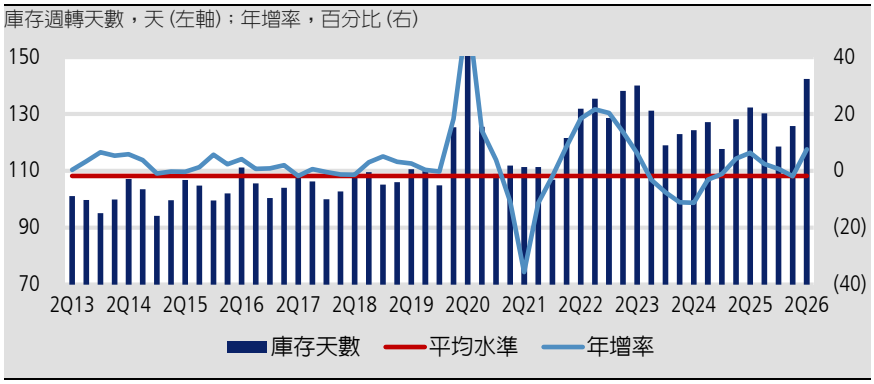
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：品牌商股價進入 10 月以來重新走升



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：全球運動休閒品牌 2Q26 庫存天數驟升



資料來源：Bloomberg；凱基

註：全球運動休閒品牌包括 Nike (美)、Adidas (德)、Puma (德)、Under Armour (美)、Lululemon (美)、Gap (美) On (瑞)、Deckers (美)、Amer Sports (美)、Ralph Lauren (美)、VFC (美)、Dick's Sporting Goods (美)、Asics (日) 及 Fast Retailing (日)

圖 5：同業評價比較表

公司	代號	市值 (美金百萬元)	股價 (當地貨幣)	每股盈餘 (當地貨幣) 2025	2026F	2027F	本益比 (倍) 2026F	2027F	股東權益報酬率 (%) 2025	2026F	2027F	營業利益率(%) 2025	2026F	2027F	股價表現 (%) 3M	6M	12M	YTD
Nike	NKE US	59,234	39.88	2.10	1.51	1.97	26.4	20.2	22.1	14.4	17.4	8.2	6.4	8.1	(5.3)	(9.7)	(34.4)	(37.4)
Adidas	ADS GR	35,520	181.95	7.50	9.56	11.72	19.0	15.5	23.8	27.2	29.4	8.3	9.2	9.9	9.5	23.3	15.1	7.6
Puma	PUM GR	4,572	27.53	(4.38)	(1.50)	0.26	N.M.	104.3	(28.1)	(13.7)	1.7	(4.9)	(1.1)	2.3	1.8	9.6	68.3	23.5
Under Armour	UAA US	2,301	5.46	(1.16)	(0.00)	0.12	72.3	36.1	(30.0)	(0.1)	3.7	(3.3)	1.9	3.1	(7.0)	(15.1)	21.9	9.9
Lululemon	LULU US	12,458	112.53	13.27	9.32	8.80	12.1	12.8	34.0	20.1	15.8	19.9	14.6	14.0	(11.9)	(14.2)	(33.9)	(45.8)
Gap	GAP US	7,809	22.23	2.19	3.83	2.72	5.8	8.2	23.1	31.7	18.8	7.3	11.7	7.9	3.3	(4.9)	(7.7)	(13.2)
VFC	VFC US	8,219	20.88	0.65	1.32	1.53	13.1	13.6	15.3	26.2	26.6	6.0	8.1	9.2	40.1	10.0	42.7	15.5
On Running	ONON US	12,543	37.53	0.62	1.39	1.64	21.8	18.5	13.5	24.7	22.7	12.5	15.0	15.5	(3.2)	6.5	7.4	(19.3)
Deckers	DECK US	12,071	90.43	7.04	7.75	7.99	11.7	11.3	40.9	35.1	26.7	23.1	23.1	22.0	(7.2)	(9.9)	13.3	(12.8)
Amer Sports	AS US	18,872	32.46	0.77	1.27	1.68	25.5	19.3	7.9	12.2	14.7	10.7	14.2	16.0	(10.3)	(9.9)	7.7	(13.1)
Ralph Lauren	RL US	23,553	398.52	15.38	17.69	20.19	22.5	19.7	34.7	36.0	36.3	14.5	16.0	17.2	(2.1)	11.2	19.1	12.7
Dick's Sporting Goods	DKS US	13,134	147.69	10.22	11.92	15.10	12.4	9.8	19.4	18.9	22.3	6.4	6.9	8.4	(31.0)	(34.6)	(32.8)	(25.4)
Mizuno Corp	8022 JP	2,250	3,010.00	198.66	221.96	264.38	13.6	11.4	10.2	10.4	11.3	8.6	8.8	9.4	3.5	34.5	52.0	44.1
Asics	7936 JP	23,118	3,704.00	138.13	180.58	213.75	20.5	17.3	39.1	43.3	41.8	17.6	19.0	19.5	2.1	11.0	38.7	37.2
Fast Retailing	9983 JP	164,203	55,950.00	1411.44	1658.98	1888.83	33.7	29.6	20.2	21.0	20.0	16.4	18.5	18.8	3.6	8.8	40.1	43.3
Li Ning Co Ltd	2331 HK	5,068	15.38	1.14	0.91	1.03	16.9	14.9	10.9	8.3	9.1	13.2	9.9	10.6	3.3	(20.9)	(12.2)	(17.6)
Anta Sports	2020 HK	28,307	79.40	4.89	5.33	5.65	14.9	14.0	21.3	20.8	19.5	23.8	23.5	23.6	5.2	1.5	(4.2)	(1.4)
Xtep Intl	1368 HK	1,327	3.69	0.51	0.41	0.46	9.1	8.0	14.5	11.0	11.7	14.3	11.9	12.9	0.1	(16.3)	(36.1)	(30.6)
國際品牌同業平均							**20.7**	**21.4**	**16.3**	**19.3**	**19.4**	**11.2**	**12.1**	**12.7**	**(0.3)**	**(1.1)**	**9.2**	**(1.3)**
申洲	2313 HK	8,138	42.48	3.88	3.06	3.61	13.9	11.8	15.9	11.8	13.3	20.7	16.2	18.1	(4.6)	(8.7)	(36.5)	(30.6)
儒鴻	1476 TT	2,905	348.50	20.10	24.90	27.64	14.0	12.6	18.8	22.4	23.5	18.7	20.5	20.8	3.4	1.3	(19.2)	(9.4)
聚陽	1477 TT	1,615	215.50	14.65	15.45	17.31	13.9	12.4	25.2	27.3	30.7	13.6	14.0	14.5	(2.9)	(2.7)	(23.9)	(25.3)
廣越	4438 TT	193	55.90	3.04	9.41	11.92	5.9	4.7	3.9	N.A.	N.A.	4.1	N.A.	N.A.	(8.1)	(4.1)	(29.9)	(26.4)
振大環球	4441 TT	356	172.00	14.79	18.72	20.46	9.2	8.4	15.6	17.2	17.8	14.3	17.2	17.5	(13.4)	(11.8)	(41.5)	(27.1)
豐泰	9910 TT	2,034	67.80	5.10	3.91	4.64	17.4	14.6	19.1	15.1	18.3	8.9	6.0	7.2	(3.4)	(8.1)	(44.2)	(41.8)
寶成	9904 TT	2,328	26.00	4.10	3.90	3.57	6.7	7.3	8.6	7.8	6.7	4.6	2.6	3.0	7.9	0.4	(9.9)	(13.8)
來億-KY	6890 TT	1,065	140.00	13.02	11.10	13.22	12.6	10.6	13.4	11.9	14.0	9.5	9.1	10.1	(19.8)	(8.2)	(35.7)	(43.6)
志強-KY	6768 TT	364	59.90	6.77	5.02	6.56	11.9	9.1	8.9	7.4	9.4	8.4	5.5	6.9	(10.7)	(31.5)	(47.0)	(43.2)
中傑-KY	6965 TT	268	56.40	3.50	1.70	4.23	33.1	13.3	4.8	2.2	5.6	2.1	1.9	3.8	(26.8)	(33.4)	(30.1)	(39.0)
百和	9938 TT	317	35.00	4.10	2.31	2.59	15.2	13.5	9.2	5.1	5.7	16.3	10.5	10.6	(16.7)	(21.9)	(36.0)	(30.7)
鈺齊-KY	9802 TT	382	62.50	6.05	5.21	7.58	12.0	8.2	8.7	7.9	11.0	9.2	5.8	7.5	(12.3)	(22.3)	(37.2)	(38.7)
供應鏈同業平均							**13.5**	**10.6**	**12.6**	**12.4**	**14.2**	**11.1**	**10.1**	**10.9**	**(8.8)**	**(12.5)**	**(30.7)**	**(29.3)**

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：台股供應鏈

Nike 供應鏈					
公司	代碼	評等	目標價 (當地貨幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
Nike					
台灣供應鏈					
豐泰	9910 TT	持有	72.6	80-90	鞋類
寶成	9904 TT	持有	27.9	20-30	鞋類
百和	9938 TT	持有	36.7	15-20	鞋類
來億-KY（Converse）	6890 TT	未評等	N.A.	10-15	鞋類
儒鴻	1476 TT	增加持股	447	10-15	服飾
廣越	4438 TT	增加持股	94	10-15	服飾
香港供應鏈					
申洲國際	2313 HK	增加持股	98.1	20-25	服飾
Lululemon					
台灣供應鏈					
百和	9938 TT	持有	36.7	0-5	鞋類
儒鴻	1476 TT	增加持股	447	5-10	服飾
廣越	4438 TT	增加持股	94	0-5	服飾
香港供應鏈					
申洲國際	2313 HK	增加持股	98.1	0-5	服飾
GAP					
聚陽	1477 TT	增加持股	279	20-25	服飾
儒鴻	1476 TT	增加持股	447	5-10	服飾
ONON					
鈺齊-KY	9802 TT	未評等	N.A.	20-25	鞋類
百和	9938 TT	持有	36.7	5-10	鞋類
Amer Sports					
豐泰	9910 TT	持有	72.6	5-10	鞋類
儒鴻	1476 TT	增加持股	447.0	0-5	服飾
Deckers (Hoka)					
來億-KY	6890 TT	未評等	N.A.	25-30	鞋類
鈺齊-KY	9802 TT	未評等	N.A.	5-10	鞋類
百和	9938 TT	持有	36.7	0-5	鞋類
UnderArmour					
百和	9938 TT	持有	36.7	0-5	鞋類
儒鴻	1476 TT	增加持股	447.0	5-10	服飾
Dick's Sporting Goods					
振大環球	4441 TT	未評等	N.A.	20-25	服飾
聚陽	1477 TT	增加持股	279.0	5-10	服飾

資料來源：公司資料；凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海紅寶石路 500 號東銀中心 A 座 2703B-2704 室 郵政編號：201103
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。