運動休閒產業

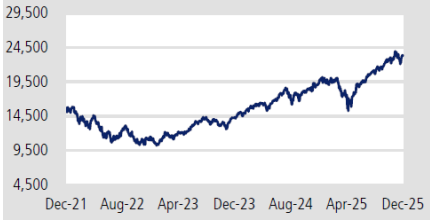
2026 年展望：消費結構改變

焦點內容

1. AI 崛起使消費結構失衡加劇。展望 2026 年，美國高端收入人口喜好將推動歐美運動休閒品牌發展興衰。
2. 2025 年美國成衣與鞋類進口呈連續第二年成長；2026 年大眾運動品牌或將進入庫存去化循環。
3. 關稅與漲價預期影響持續，高端運動休閒及戶外品牌需求較具韌性。

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	NKE US	69	85	83	35
Lululemon	LULU US	56	64	40	82
Gap	GAP US	77	81	88	64
Deckers	DECK US	63	67	67	54

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

我們由上而下的分析指出，消費結構失衡將主導歐美運動休閒品牌 2026 年營運展望。且在就業數據疲軟、消費者實質購買力下滑與漲價預期影響持續之際，大眾運動品牌或將進入庫存去化循環。

評論及分析

消費結構失衡。人工智慧 (AI) 工具崛起正在改變全球經濟與消費結構。企業 2023-24 年透過大量蒐集和分析數據來制定精準行銷策略，加速消費者喜好轉移。進入 2025 年，AI 輔助現有工作任務頻率拉升，就業市場立即感受到雇主縮減聘雇計畫帶來的威脅。少數人受益於 AI 生產力紅利和股市飆升，加劇 M 型社會發展/中產階級式微，消費影響持續放大。Moody's Analytics 數據顯示，美國收入頂端 10%人口 2Q25 消費佔總消費額已達近 50%，而美國收入底端 80%人口消費成長速度已低於通膨一段時間。隨美國 AI 投入擴大，產業結構失衡將使 M 型消費趨勢日益突出，尤其在景氣逆風或政策不利時將更為明顯。展望 2026 年，我們預期美國高端收入人口 (消費佔比逾 50%) 喜好/選擇將推動歐美運動休閒品牌發展之興衰。

庫存問題將存在特定領域。為降低美國關稅不確定下供應鏈交期長所致成本波動風險，許多品牌 2Q-3Q25 有提前或加速出貨至美國，推升美國 1H25 整體成衣與鞋類進口持續成長，並導致品牌商 3Q25 整體庫存天數已攀升至 2022-23 年庫存去化啟動前之高檔 (圖 14)。根據過往庫存循環，庫存回補 2-3 年後將進入庫存去化 1-2 年。這意味著，若今年底購物旺季至明年消費轉弱，2026 年高機率將自過去兩年的庫存回補進入庫存去化循環；其中，大眾運動品牌當前庫存水位最高，或將成為主要壓力來源。

關稅影響。除與零售夥伴及供應商協商關稅分攤外，幾乎所有品牌商 3Q25 開始進行分階段漲價。然而，今年整體售價調漲幅度有限，目的大多在測試市場水溫，2026 年漲價幅度將更加明顯。基於美國就業數據疲軟、消費者實質購買力下滑與進一步漲價之預期心理，美國消費者信心指數低檔震盪。多數品牌警告，關稅引發全面漲價將於 4Q25-1Q26 使美國消費者變得更加謹慎。考量不同消費族群對價格敏感度差異與來自奢侈品牌有利的消費降級趨勢，我們看好高端運動休閒及戶外品牌包括 On (美)、Amer Sports (美) 及 Ralph Lauren (美) 需求將展現較強韌性。

投資建議

考量美國消費結構、品牌發展、漲價效益與庫存水準，凱基在全球運動休閒品牌中偏好 On、Amer Sports 及 Ralph Lauren (評等比較請參見附表)。我們認為 2025 年美國關稅引發運動休閒產業估值全面修正可謂提供加碼良機。

投資風險

上檔風險為關稅政策異動與品牌重拾人氣。下檔風險為經濟衰退。

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) 2025F	2026F	2027F
Nike	NKE US	持有	65.39	69.9	6.9	36.7	29.5	25.1
Lululemon	LULU US	持有	182.41	200.0	9.6	13.0	11.9	10.3
Gap	GAP US	持有	27.50	27.1	(1.5)	12.6	12.2	11.2
On Running	ONON US	增加持股	44.68	61.9	38.5	59.1	32.5	25.4
Deckers	DECK US	持有	92.02	94.0	2.2	14.6	13.5	12.6
VFC	VFC US	持有	18.14	19.4	6.9	22.7	15.9	13.2
Dicks Sporting Goods	DKS US	增加持股	208.19	250.0	20.1	28.7	28.2	11.8
Amer Sports	AS US	增加持股	37.03	46.9	26.7	44.1	35.6	28.1
Ralph Lauren	RL US	增加持股	365.88	440.3	20.3	25.9	24.1	21.0

資料來源：Bloomberg；凱基

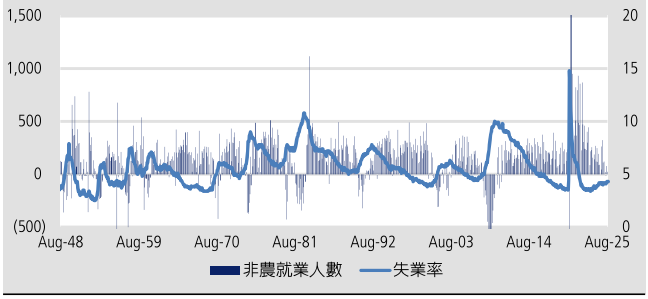
2026 年美國消費主旋律－支出失衡

人工智慧 (AI) 崛起正在改變全球經濟。理論上，生成式 AI 應用的逐漸普及將分為兩個階段影響就業與消費市場。第一階段，企業現有的工作任務與角色開始能透過 AI 的導入來輔助或提升效率。第二階段，AI 將帶來更具變革性的影響，促使工作與生活型態發生根本性轉變，並以全新商業模式重塑企業。時至今日，民眾尚且處在第一階段，卻已感受到雇主縮減聘雇計劃所帶來的震撼－在美國就業市場疲軟之背景下，僅少數人受益於 AI 生產力紅利和股市飆升（圖 1 及 2)。這加劇 M 型社會發展、中產階級式微，且對消費端影響正快速放大。根據 Moody's Analytics 數據顯示，美國收入頂端 10%人口在 2Q25 消費佔總消費額已達將近 50%（對比三十年前為 36%)，創下 1989 年以來最高水平。相對地，美國收入底端 80%人口的消費成長速度已低於通膨率一段時間（圖 3 及 4)。美國收入底層 20%民眾甚至形容當前面臨生活支出壓力宛如活在地獄。

隨著美國 2026-28 年將有數兆美元投入資料中心建置，產業結構更加失衡已為不可逆的方向。加上高齡化和少子化的人口結構趨勢，以及本該進入消費中流砥柱的 Y 世代和 Z 世代自許成為「N 拋世代」（放棄戀愛、結婚、生子、買房、人際關係、夢想與希望)，我們預期，未來五年 M 型消費趨勢將日益突出，尤其在遭遇景氣逆風或政策不利時期將更加明顯。2025 年即為典型的一年，美國新政府提高進口關稅衝擊消費市場，但高端運動休閒和戶外品牌營收、獲利及股價表現持續超前大眾運動品牌（圖 5 至 8)，主因：(1) 高收入消費族群對價格敏感度較低；(2) 受惠於運動熱潮延續，高端運動休閒和戶外品牌吸納來自奢侈品牌「挑剔」的消費降級；及 (3) 受消費結構不利與新興品牌百花齊放影響，大眾運動品牌淪陷促銷競爭與保衛利潤率之困境。展望 2026 年，當美國收入頂端 10%人口貢獻總消費額超過 50%，這群人的喜好/選擇將決定品牌發展之興衰。

圖 1：美國就業數據疲弱

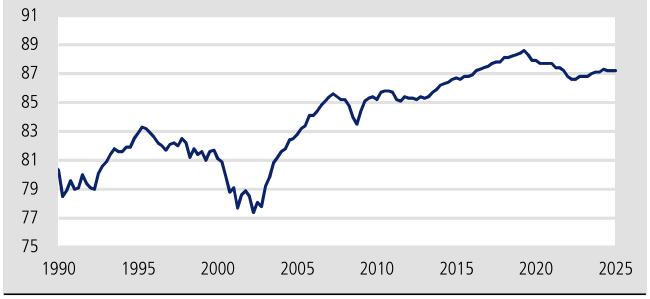
美國非農就業月增人數，千人 (左軸)；失業率，百分比 (右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：美國收入前 10%家庭，持有全美 87%股票與共同基金

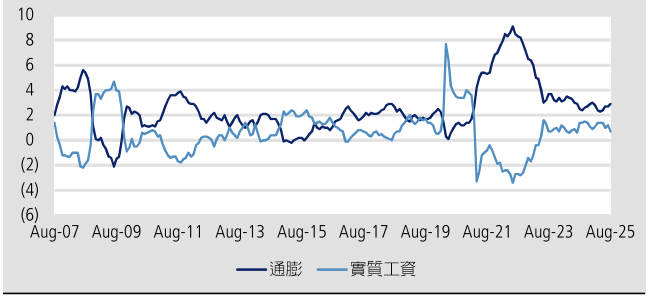
美國收入前 10%家庭持有全美股票與共同基金比重，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：美國消費者實質購買力下降

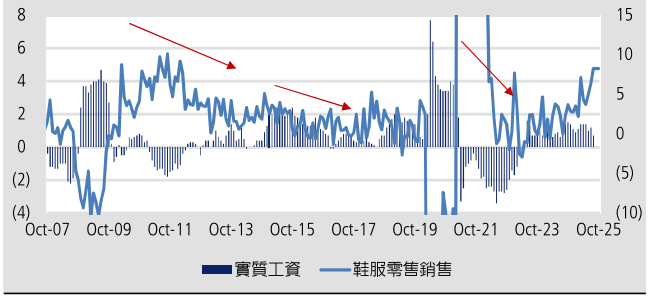
美國通膨與實質工資年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

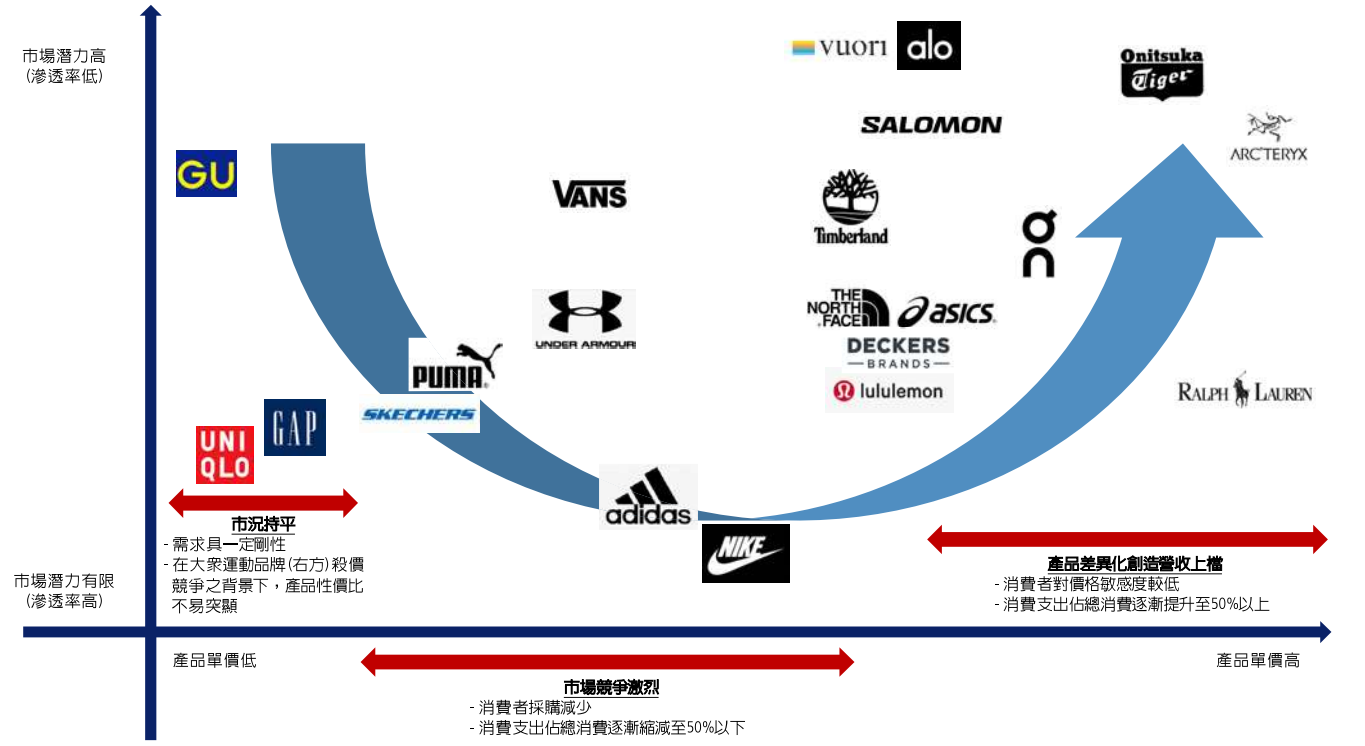
圖 4：美國實質工資成長率為消費前景之良好參考指標

美國實質工資年增率，百分比 (左軸)；美國鞋服零售銷售年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

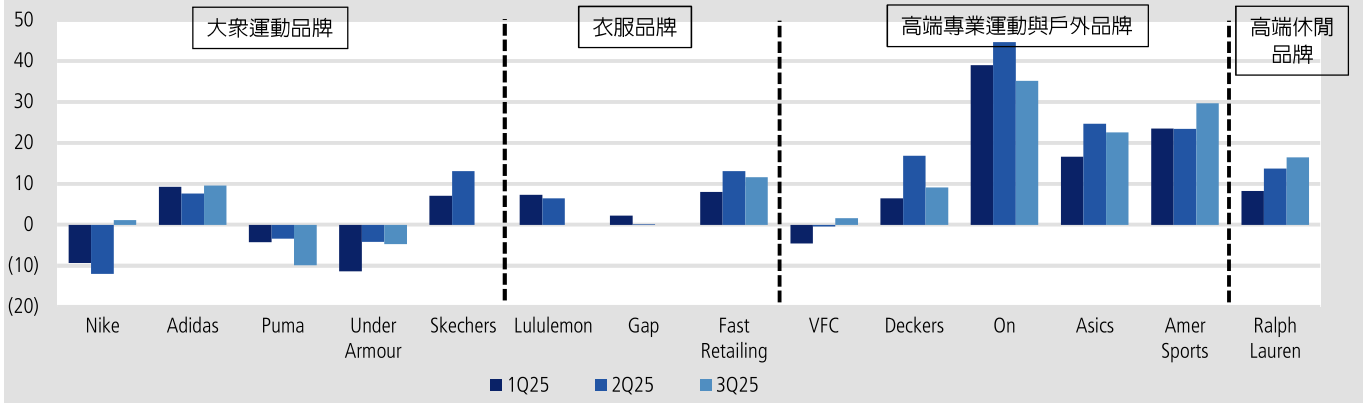
圖 5：品牌地圖



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：品牌商營收成長比較

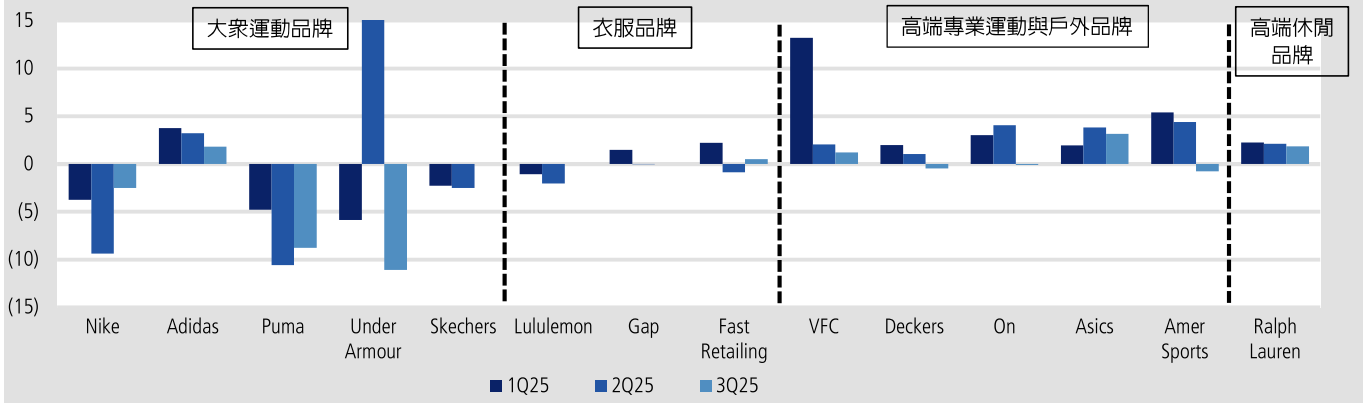
品牌別營收年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：品牌商營利率成長比較

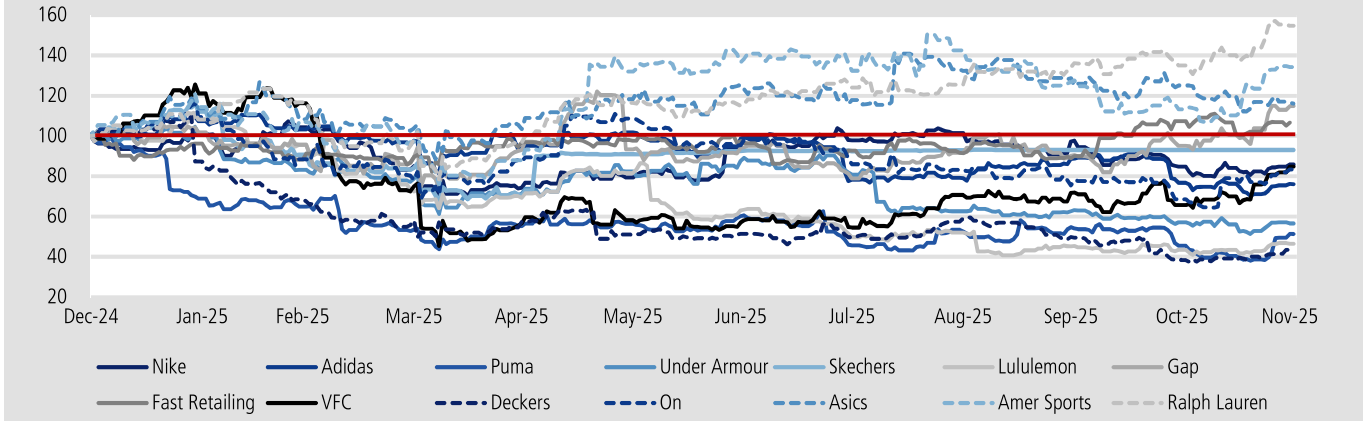
品牌別營利率年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 8：品牌商股價表現比較 (Ralph Lauren > Amer Sports > Asics > Gap > Fast Retailing)

品牌別股價表現，2024/12/31=100



資料來源：Bloomberg；凱基

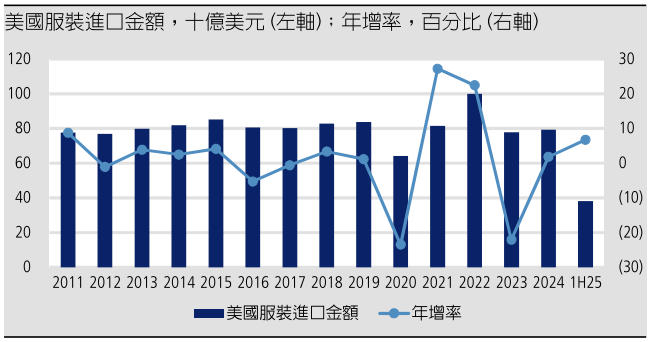
庫存問題或將浮現

面對美國關稅不確定性，一些大型品牌及零售商 2Q25 曾宣稱對服裝與鞋類拉貨採取「以不變應萬變」策略，但 Puma (德)、Adidas (德)、Gap (美)、Deckers (美)、Amer Sports (美) 及部分二三線品牌皆表示 2Q-3Q25 有提前或加速出貨至美國，目的在降低供應鏈交期較長帶來之成本波動風險。這推升美國 1H25 整體成衣與鞋類進口持續成長 (圖 9 及 11)。根據過往庫存循環，庫存回補 2-3 年後將進入庫存去化 1-2 年 (圖 10 及 12)。這意味著，若今年底購物旺季 (holiday season) 至明年初消費力道轉弱，2026 年勢必將自過去兩年庫存回補進入庫存去化循環。

今年關稅引發的提前購物潮創造出需求假象 (圖 13)，所幸品牌商 2021-22 年甫歷經過長鞭效應導致庫存堆積，現已有所警惕。我們預計今年美國成衣與鞋類進口將年增中個位數，遠低於 2021-22 年之 20%以上成長。整體而言，品牌商 3Q25 庫存天數已攀升至 2022-23 年庫存去化啓動前之高檔 (圖 14)。根據我們對品牌歸類，2026 年庫存去化壓力將主要來自大衆運動品牌。

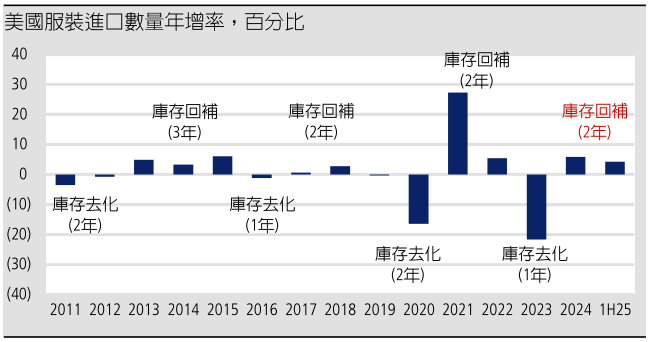
大衆運動品牌今年以來庫存水位皆高於平均水準，尤以歐洲品牌最為嚴峻。Puma 3Q25 庫存天數年增 27%至 180 天，遠高於過去十年平均之 143 天 (圖 17)；管理層預計，4Q25 退貨潮將進一步推升庫存至高峰，並於 2026 年底前恢復正常。Adidas 3Q25 庫存天數年增 16%至 155 天 (圖 16)，且在手庫存已能滿足 2026 年春季和夏季需求。儘管 Adidas 提早採購世足相關產品及加快拉貨速度係為降低供貨波動風險，管理層已先預警，目前美國一些大品牌庫存過剩導致促銷活動非常激烈，可能影響 Adidas 全價銷售的銷量。這呼應 Nike (美) 及 Under Armour (美) 之庫存現況 (圖 15 及 18；庫存天數高於歷史平均水準已達一年以上)。服裝品牌方面，Lululemon (美)、Gap 及 Fast Retailing (日) 今年以來庫存天數皆走升 (圖 19、20 及 26)。新興品牌 Alo (美) 和 Vuori (美) 近期祭出深度折扣可能意味著服飾庫存去化不易。Target (美) 服飾部門 3Q FY25 (8-10 月；財年止於 2 月) 銷售衰退惡化至 5%亦透露同樣端倪。高端運動休閒及戶外品牌庫存乾淨則為亮點所在。On (瑞)、Deckers、Amer Sports 及 Ralph Lauren (美) 庫存天數皆保持健康水準 (圖 21 至 25)。

圖 9：美國 1H25 服裝進口加速成長



資料來源：OTEXA；凱基

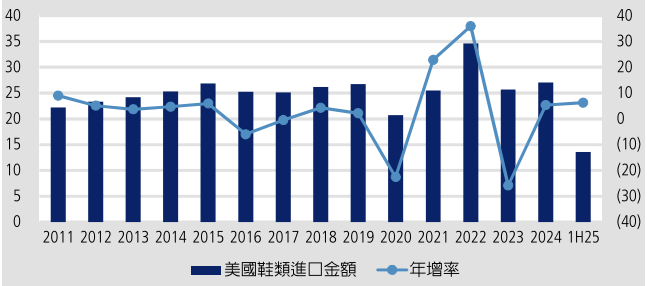
圖 10：美國服裝 2026 年可能進入庫存去化循環



資料來源：OTEXA；凱基

圖 11：美國 1H25 鞋類進口積極

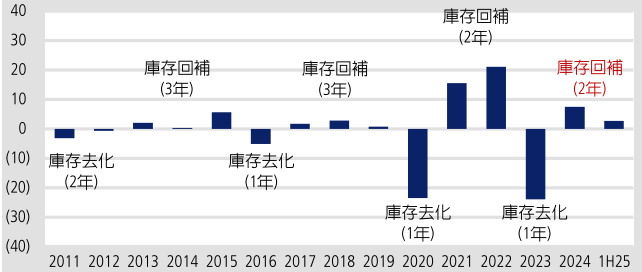
美國鞋類進口金額，十億美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：USITC；凱基

圖 12：美國鞋類庫存回補已達兩年

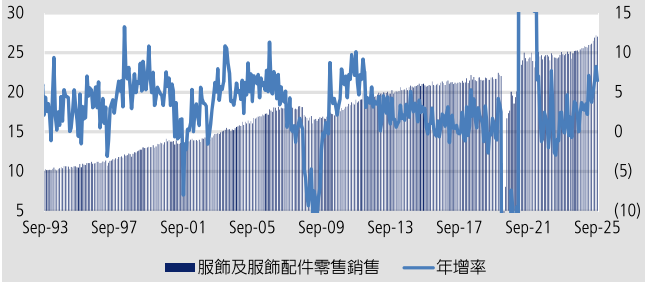
美國鞋類進口數量年增率，百分比



資料來源：USITC；凱基

圖 13：美國關稅引發的提前購物潮推升鞋服零售銷售

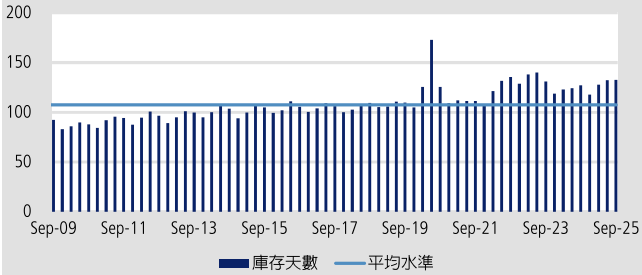
美國鞋服零售銷售，十億美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 14：全球運動休閒品牌庫存攀升至高檔

庫存週轉天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右)

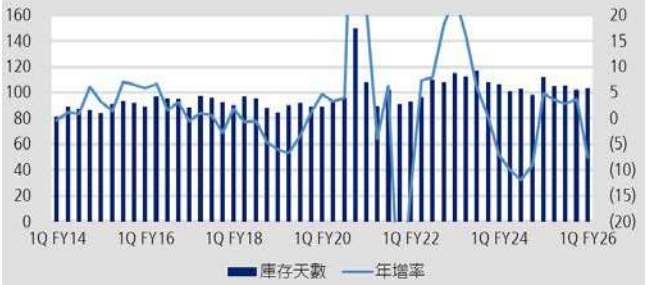


資料來源：Bloomberg；凱基

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

圖 15：Nike 庫存天數

Nike 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
註：Nike 財年止於 5 月

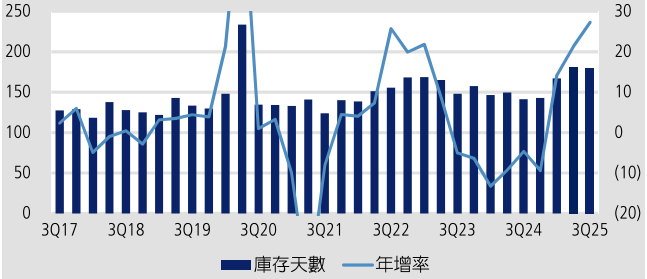
圖 16：Adidas 庫存天數

Adidas 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 17：Puma 庫存天數

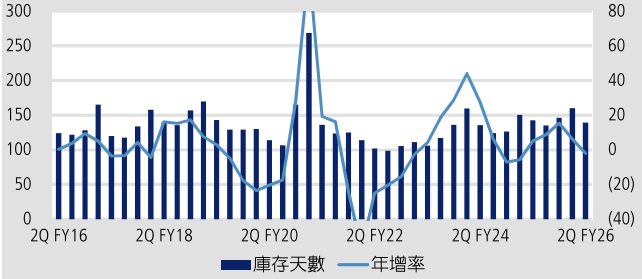
Puma 庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 18：Under Armour 庫存天數

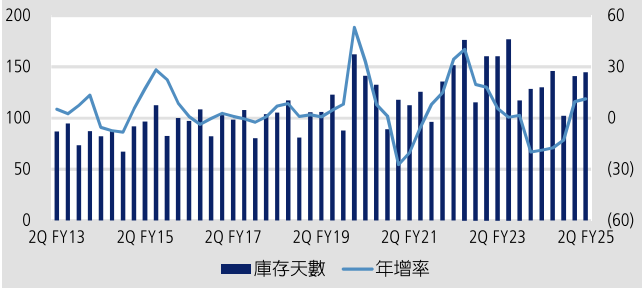
Under Armour 庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



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

圖 19：Lululemon 庫存天數

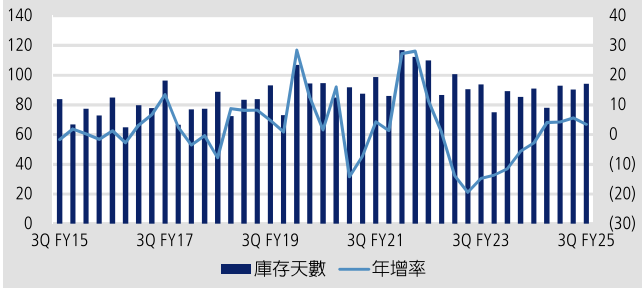
Lululemon 庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Lululemon 財年止於 1 月

圖 20：Gap 庫存天數

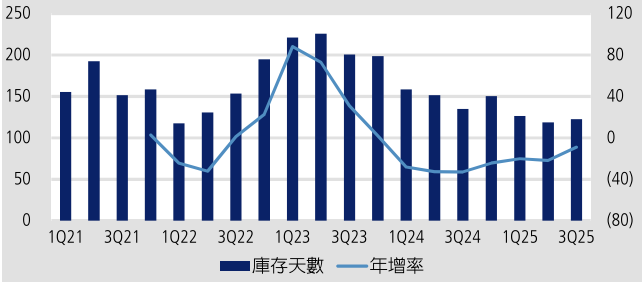
Gap 庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Gap 財年止於 1 月

圖 21：On 庫存天數

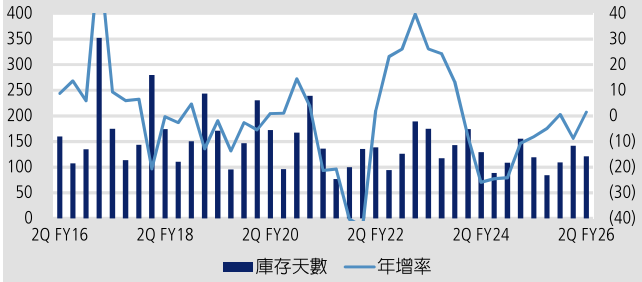
On 庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 22：Deckers 庫存天數

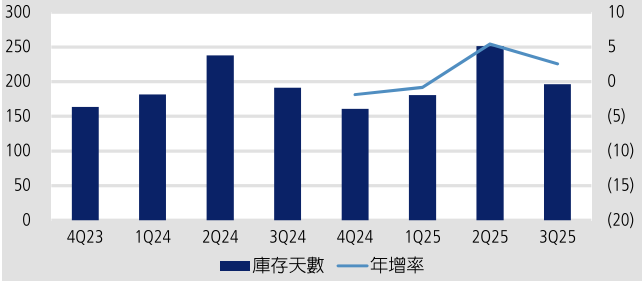
Deckers 庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



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

圖 23：Amer Sports 庫存天數

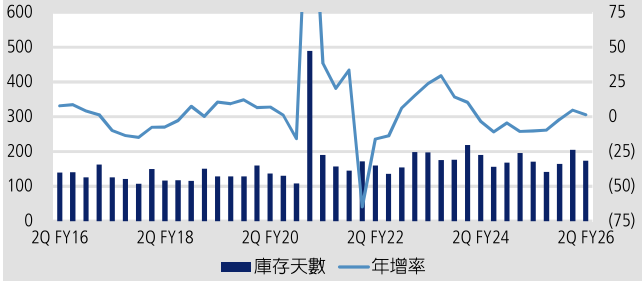
Amer Sports 庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 24：Ralph Lauren 庫存天數

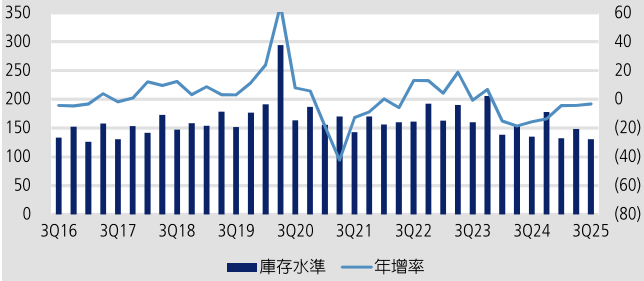
Ralph Lauren 庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Ralph Lauren 財年止於 3 月

圖 25：Asics 庫存天數

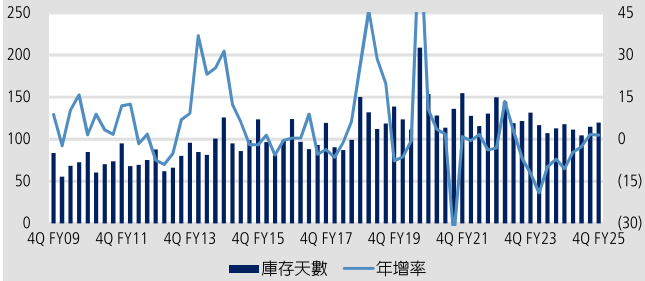
Asics 庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 26：Fast Retailing 庫存天數

Fast Retailing 庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



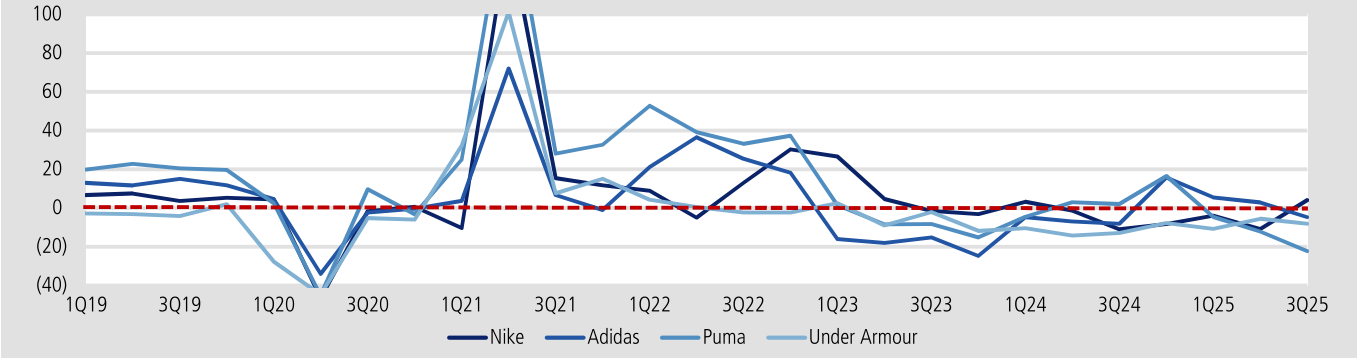
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Fast Retailing 財年止於 8 月

市場角逐激烈，特定品牌嶄露頭角

美洲。受高物價與消費排擠影響，大眾運動品牌 2023-25 年美洲營收皆倍感壓力（圖 27）。服裝品牌方面，美系品牌 2024-25 年表現依舊平平，日系品牌 Uniqlo 新店進駐美國則取得巨大成功，促進品牌知名度提升與電商銷售成長（圖 28）。高端運動休閒及戶外品牌方面，Amer Sports、Ralph Lauren 及 On 今年美國營運可圈可點（圖 29）。Amer Sports 及 Ralph Lauren 年初迄今北美同店銷售逆勢加速成長；前者係因其兩大主力品牌 Arc'teryx 與 Salomon 透過產品組合大幅改善引起廣大女性消費者共鳴，後者得益於美國經典文化意識興起與奢侈品牌消費降級。On 則憑藉品牌影響力在美國高收入青少年族群和跑步愛好者中與日俱增，自 7 月起調漲部分美國產品售價，需求卻絲毫未受影響。其餘品牌狀況起伏不定。Asics（日）為提升北美利潤率，正致力於調整產品組合（例如減少 90 美元以下產品供應及電商產品線優化等）、縮減直營店數量（朝專賣店發展）。Deckers UGG 品牌面臨美國市場庫存壓力。VFC（美）尚在推動組織轉型工作。整體而言，美洲年營收 50 億美元以上品牌需求動能受消費信心低迷影響，年營收 50 億美元以下品牌中持續有異軍突起。

圖 27：大眾運動品牌美洲營收成長比較

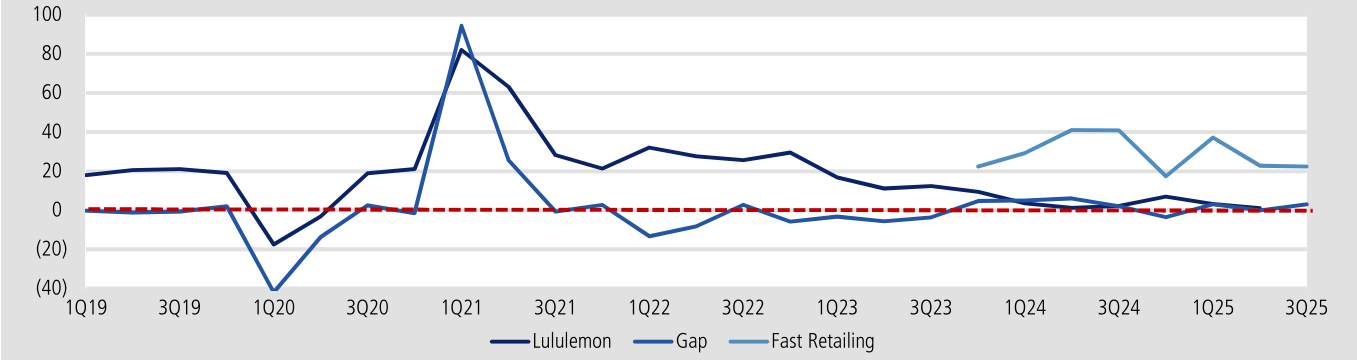
品牌別美洲/北美/美國營收年增率，百分比



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 28：服裝品牌美洲營收成長比較

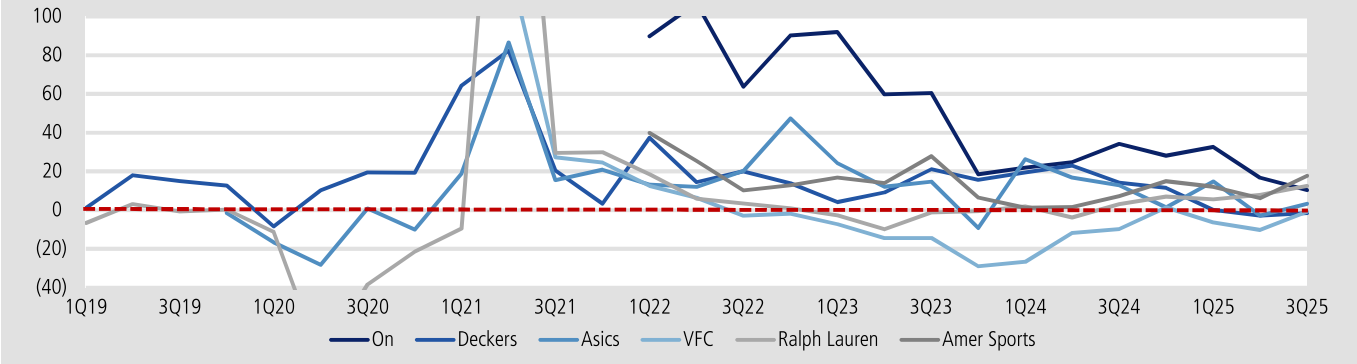
品牌別美洲/北美/美國營收年增率，百分比



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 29：高端運動休閒及戶外品牌美洲營收成長比較

品牌別美洲/北美/美國營收年增率，百分比

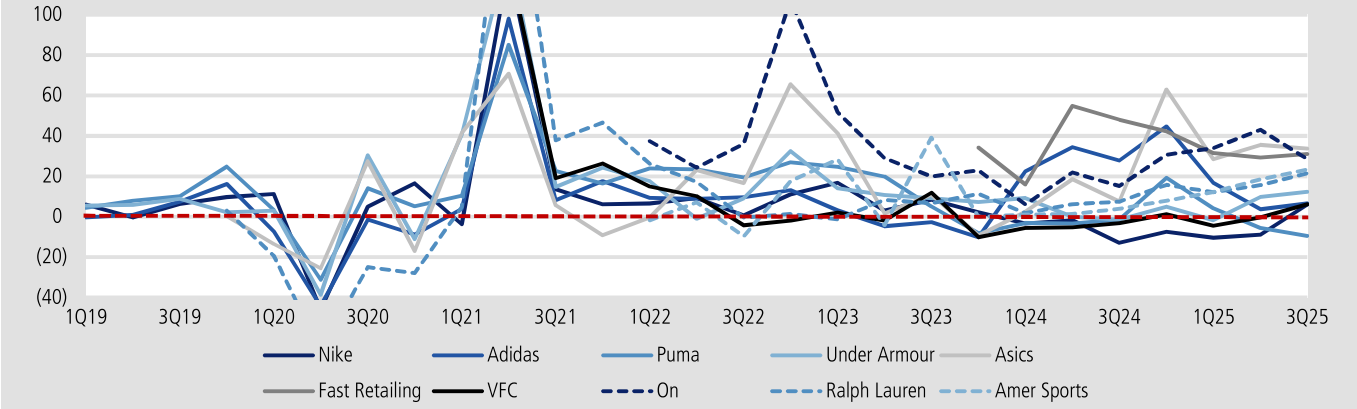


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

歐非中東。在歐元區消費信心回升之加持下，多數品牌 2024-25 年歐非中東銷售表現優異 (圖 30)。Asics、On、Amer Sports 及 Ralph Lauren 致力於拓展新零售合作夥伴，且直接面對消費者通路同店銷售成長保持強勁，帶動歐非中東營收成長加速至超過 20%。Fast Retailing 歐洲擴張進展比北美快 (營收較大，且成長性更高)。近年品牌力較弱的 Under Armour 在 2Q-3Q25 亦看到歐非中東銷售回升至雙位數成長，動能來自批發庫存回補。Adidas 歐非中東營收在歷經連續五季高速成長後，2Q-3Q25 明顯放緩。Nike、Puma 及 VFC 歐非中東營運疲態則有所延續。

圖 30：品牌別歐非中東營收成長比較

品牌別歐非中東營收年增率，百分比



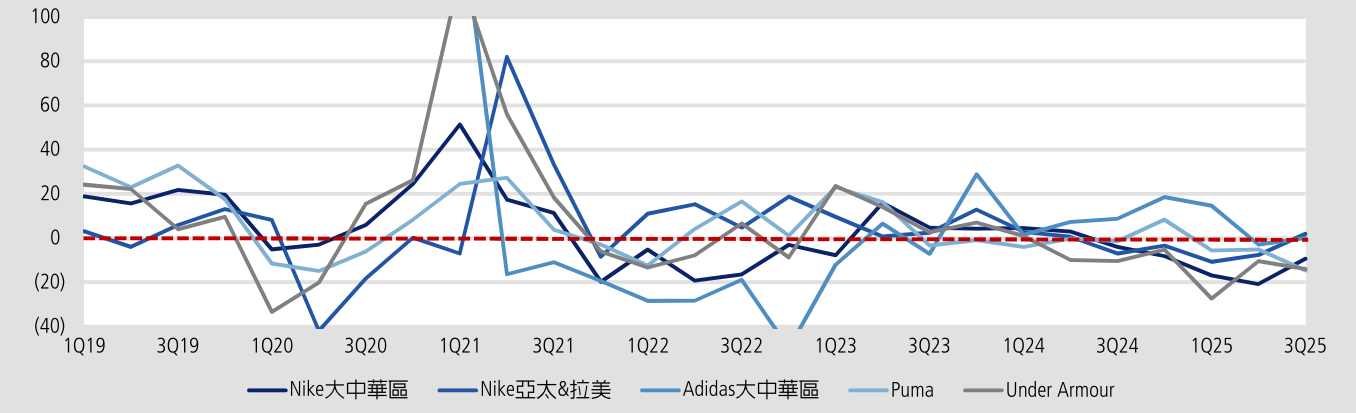
資料來源：公司資料；凱基

亞太平洋。在亞太平洋市場，大衆運動品牌面臨中國結構性挑戰（消費疲弱）與同業競爭威脅（圖 31）。中國品牌正推出大量高品質產品，定價僅 80-100 美元，導致國際品牌產品競爭力大幅降低。其他服裝、高端運動休閒及戶外品牌 2022-25 年亞太平洋營收皆保持高速成長（圖 31），尤以 On 之持續翻倍領先群雄，其次分別為 Amer Sports 及 Asics。Amer Sports 原為芬蘭品牌，2019 年由安踏體育 (中)、方源資本(中)、Lululemon (加) 創始人 Chip Wilson 及騰訊 (中) 所組成的財團收購。中西聯姻色彩為 Amer Sports 掃清其他國際品牌在大中華區普遍遭遇的市場障礙，2024-3Q25 大中華區及亞太平洋銷售

成長皆在 40%以上可為映證。Asics 1Q-3Q25 中國營收穩健年增 10-25%，表現優於 Uniqlo 大中華區之衰退 (3Q25 惡化至年減 10%)，主因 Asics 專為中國客製化產品深受消費者青睞，對比 Uniqlo 則受到中國低價服裝市場競爭激烈影響。在日本及其他亞洲地區，Asics 1Q-3Q25 銷售各約年增 40-50%、30-35%，亦高於 Uniqlo 之 10-15%、10-20%成長。今年在亞太/國際市場市佔率擴張之品牌尚有 Deckers、Lululemon 和 Ralph Lauren，其 1Q-3Q25 當地銷售分別年增 20-50%、約 20%、10-20%。此外，VFC 為表現較弱的戶外品牌；管理層表示，VFC 在中國和亞洲的大幅成長期已過，未來需求將持平一段時間。

圖 31：大衆運動品牌亞太平洋營收成長比較

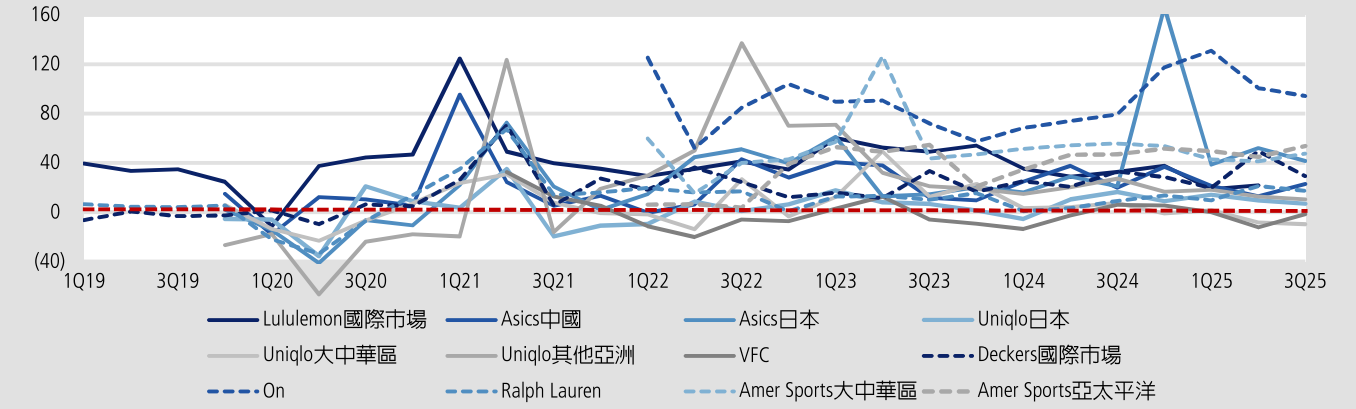
品牌別亞太及國際市場營收年增率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 32：服裝、高端運動休閒及戶外品牌亞太平洋營收成長比較

品牌別亞太及國際市場營收年增率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 33：品牌別各地區營收佔比

地區別營收佔比 (%)	北美	歐非中東	小計	亞太平洋			其他 (拉美)
				大中華地區	其他亞洲	小計	
Nike	42	26	68	14	14 (亞太平洋&拉美)	28	4
Adidas	22	46	68	15	5	20	12
Under Armour	60	21	81			15	4
Puma	40 (美洲)	39	79			21	
Lululemon	74	11	85	15		15	
Gap	95	1	96			1	3
On	64 (美洲)	25	89			11	
Deckers	64						36 (國際市場)
Amer Sports	36	29	65	25	10	35	
Ralph Lauren	43	31	74			24	2
VFC	52	34	86			14	
Asics	19	25	44			56	
Fast Retailing	8	11	19	19	48	67	14 (Uniqlo外其他品牌)

資料來源：公司資料；凱基

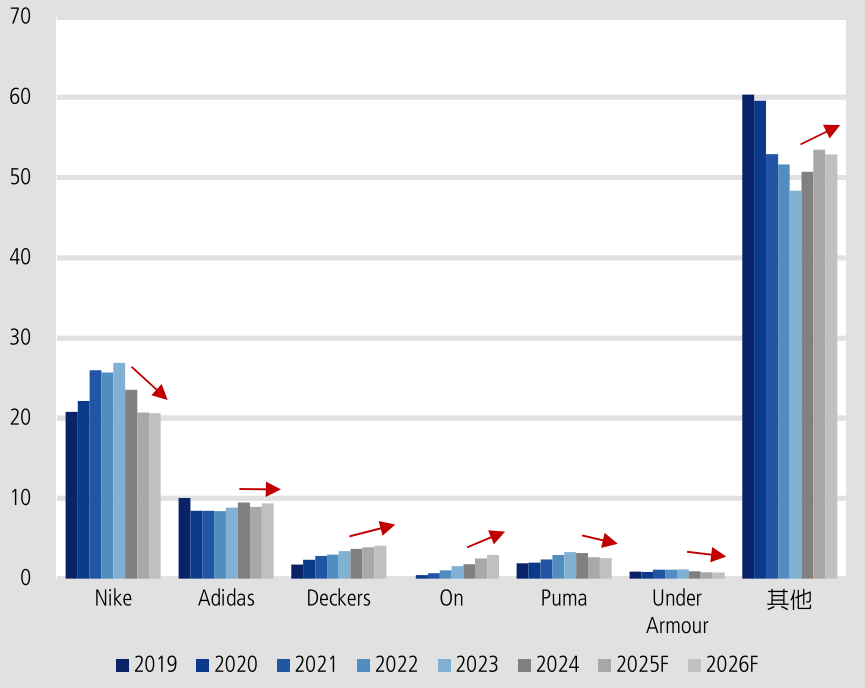
鞋類版圖變化快速；服飾市場競爭加劇

2025 年鞋類市佔率消長較服飾來得明顯，且此趨勢將進一步延伸至 2026 年(圖 34 及 35)。Nike 2025 年全球運動鞋市佔率快速下滑至 20.7%，減幅 2.8 個百分點為歷年最大，主因公司經典鞋類經銷萎縮劇烈，難被跑步及訓練鞋款之成長所抵銷。考量 Nike 產品組合調整將至少延續至 1H26 (呼應供應商訂單)，市場預計 Nike 2026 年市佔率將再減少 0.1 個百分點至 20.6%。Adidas 2024-25 年鞋類需求自高檔轉弱，2025 年市佔率降低 0.6 個百分點至 8.9%，但明年可望回升至 9.4%之正常水準。On 今年市佔率擴張首屈一指，年增 0.7 個百分點至 2.5%，預計明年市佔率排名將擊敗 Puma。Deckers 儘管銷售成長放緩，2025-26 年市佔率仍在緩步提升。其他今明年市佔率擴張之品牌尚有 Skechers (美)、Asics 及 Amer Sports，Under Armour 與 VFC 則仍處下滑軌道。Skechers 3Q25 已正式被美國私募基金公司 3G Capital 收購。此外，市場盛傳中國品牌有意將 Puma 收入囊中，仿效 Amer Sports 一舉打通西方市場之成功經驗；若該交易成真，歐美鞋類市場將被中國截然不同的商業思維所撼動。

全球運動服裝市場 2025-26 年產業競爭依舊激烈。儘管 Adidas 4Q24 開始積極發展服裝業務，帶動今年服裝銷售升溫至雙位數成長，但其市佔率在考量匯率不利因素後幾乎並無成長。整體而言，大眾運動品牌 2025 年服裝個別市佔率普遍減少 0.1-0.2 個百分點，主要受消費者偏好轉移快速及新興小眾/獨立服裝品牌更具創造新鮮話題之能力影響。展望 2026 年，部分新興品牌 (例如 Alo 和 Vuori) 已釋出積極進軍中國之計畫，恐為中國疲弱的消費市場掀起另一波腥風血雨。

圖 34：Nike 運動鞋市佔率正逐漸被侵蝕

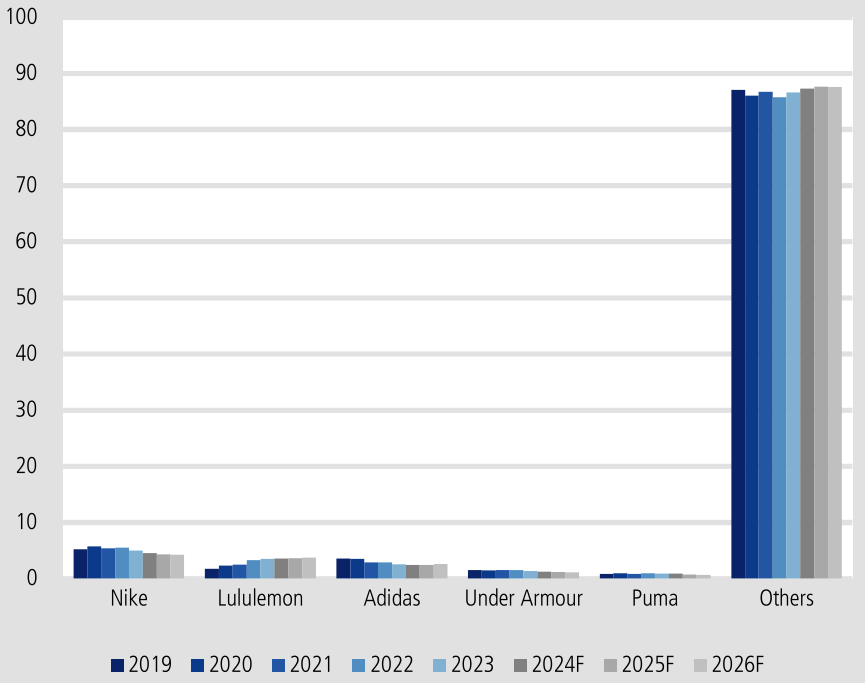
全球運動鞋市佔率 - 依品牌別區分，百分比



資料來源：Euromonitor；Statista；Bloomberg；凱基

圖 35：全球運動服裝市場高度分散

全球運動服裝市佔率 - 依品牌別區分，百分比



資料來源：Euromonitor；Statista；Bloomberg；凱基

圖 36：品牌別營運展望

品牌	財務年度	營收年增率 (%)				當前庫存高/低於過去五年同期平均
		3Q25	4Q25F*	2025F*	2026F*	
Nike	5月	9-11月: 年增1%	12-2月: 年減低個位數	年減1%	年增6%	低
Adidas	12月	年增3%	年增4%	年增9%	年增12%	高
Puma	12月	年減15%	年減32%	年減雙位數	年持平	高
Under Armour	3月	年減5%	年減6-7%	年減4-5%	年增2%	高
Lululemon	1月	年增3-4%	年增8%	年增2-4%	年增7%	高
Gap	1月	年增3%	年增2%	年增1.7-2.0%	年增2%	低
Deckers	3月	年增9%	年增4%	年增7%	年增8%	低
On	12月	年增25%	年增19%	年增34%	年增24%	低
VFC	3月	年增2%	年減1-3%	年增1%	年增3%	低
Amer Sports	12月	年增30%	年增21%	年增23-24%	年增16%	(2024年上市，資料有限)
Ralph Lauren	3月	年增17%	年增中個位數	年增5-7%	年增5%	低
Asics	12月	年增21%	年增19%	年增18%	年增11%	低
Fast Retailing	8月	年增6%	年增9%	年增9%	年增8%	低

資料來源：Bloomberg；公司資料；凱基
*註：*為公司財測或市場共識*

美國關稅影響

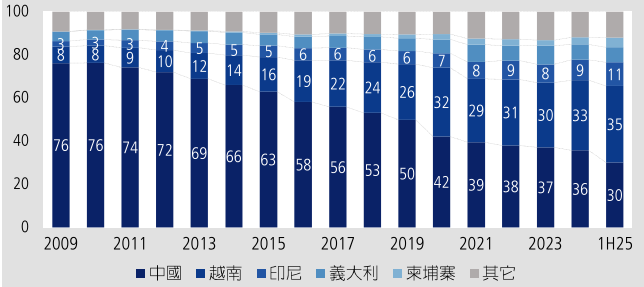
誠如凱基 2025 年美國運動休閒產業展望報告中示警，台灣供應商赴美國拜訪客戶取得回饋指出，川普再度入主白宮後有非常高的機率提高中國以外國家關稅。隨美國對等關稅實施，美國 1H25 鞋類和服飾進口來自中國的比重分別自 2024 年的 36%、21%驟降至 30%、15%；取而代之地，越南、印尼、孟加拉、柬埔寨、印度等地供應佔比則快速增加 (圖 37 及 38)，且 1H25 進口仍呈正成長 (圖 9 及 11)。以上數據顯示：(1) 品牌商與供應鏈過去數年來強化產能分散策略奏效（圖 39 至 65)；(2) 高關稅無益於成衣和鞋類製造回流美國（成本效益不符)；及 (3) 增額關稅成本勢必將由消費者、品牌商與供應鏈共同承擔。

面對美國關稅提高，越來越多品牌商 2Q-3Q25 與供應商協商關稅分攤。On 為少數於 8 月法說會中大膽表示公司尚未與任何零售夥伴或供應商討論關稅分攤措施之品牌。此外，On 及 Deckers 打頭陣宣布今年 7 月起調漲部分美國產品價格；前者截至 11 月法說會未看見強勁需求出現任何鬆動，後者則警告關稅引發全面漲價將在 4Q25-1Q26 使美國消費者變得更加謹慎。Lululemon 和 Nike 分別自今年 8 月、秋天開始進行分階段漲價。Adidas 和 Gap 原先並無大幅漲價計畫（主要考量其消費族群對價格較敏感)，但如今皆調整策略。Adidas 將盡力保持低價位產品的原價不變，並將漲價集中於高單價款式及新產品。Gap 則係透過目標訂價 (Target pricing) 先確認客戶價值感知，再緩慢提高價格。整體而言，今年品牌商與零售商售價調漲幅度有限，目的大多在測試市場水溫；2026 年漲價幅度將更加明顯。

基於美國就業數據疲軟、消費者實質購買力下滑與 2026 年產品進一步漲價之預期心理，美國消費者信心指數低檔震盪。考量不同消費族群對價格敏感度差異與來自奢侈品牌有利的消費降級趨勢，我們看好高端運動休閒及戶外品牌包括 On、Amer Sports 及 Ralph Lauren 需求將展現較強韌性。

圖 37：美國鞋類進口來自東南亞供應鏈成長快速

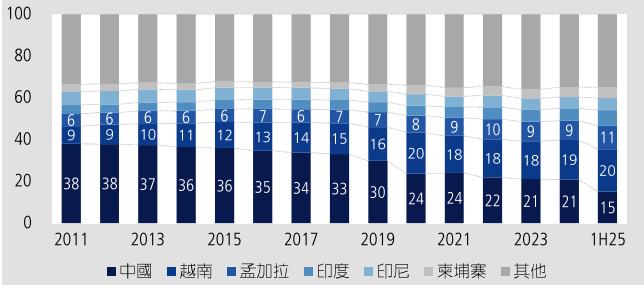
美國鞋類進口來源國佔比，百分比



資料來源：USITC；凱基

圖 38：美國服飾進口來源國多元化

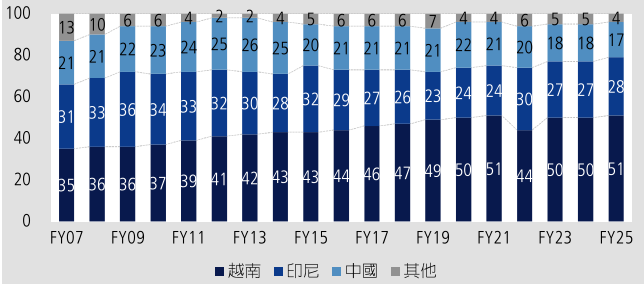
美國服飾進口來源國佔比，百分比



資料來源：OTEXA；凱基

圖 39：Nike 製鞋產能大多位於越南

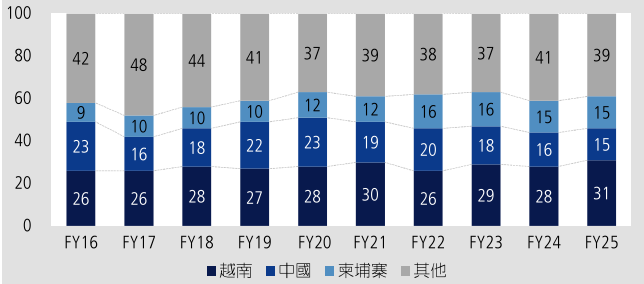
Nike 鞋類工廠分佈地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基
註：財年止於 5 月

圖 40：Nike 成衣供應鏈分化趨勢明顯

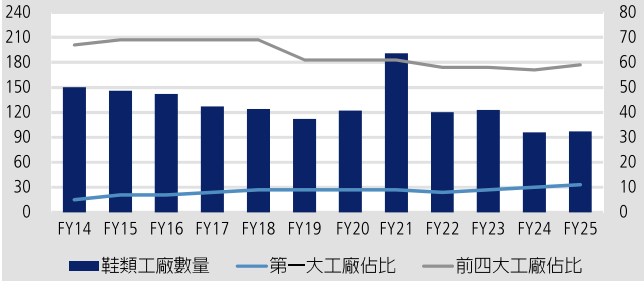
Nike 服飾工廠分佈地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基
註：財年止於 5 月

圖 41：Nike 15 家鞋類供應商的工廠數量縮減至約 100 個

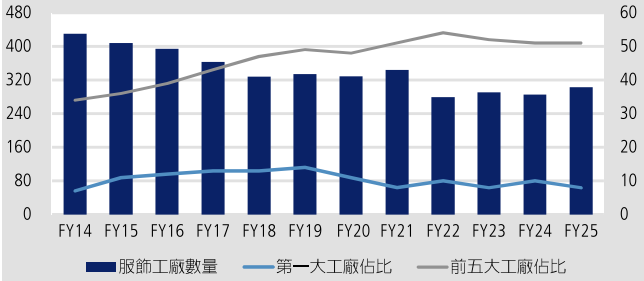
Nike 鞋類工廠數量，家（左軸）；第一大、前四大供應商佔比，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；凱基
註：財年止於 5 月

圖 42：Nike 近年服飾訂單在 65-70 家業者的 280-300 間工廠流轉

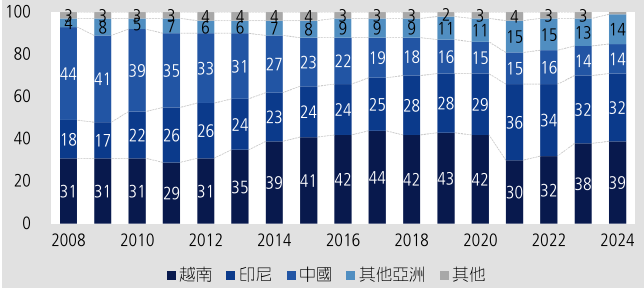
Nike 服飾工廠數量，家（左軸）；第一大、前五大供應商佔比，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；凱基
註：財年止於 5 月

圖 43：Adidas 製鞋產能以越南及印尼為主

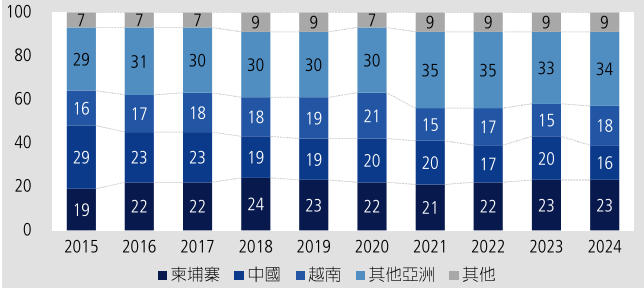
Adidas 鞋類供應商分佈地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 44：Adidas 服飾供應鏈分散

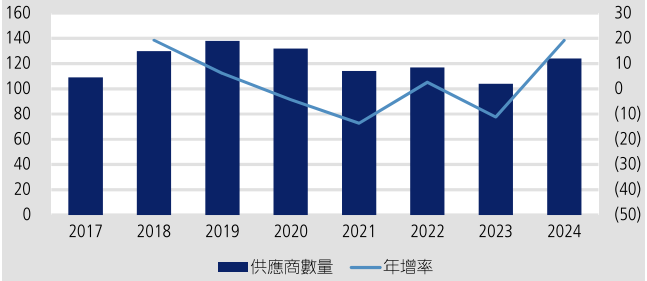
Adidas 服飾供應商分佈地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 45：Adidas 再度積極新增供應商，以支持業務擴張

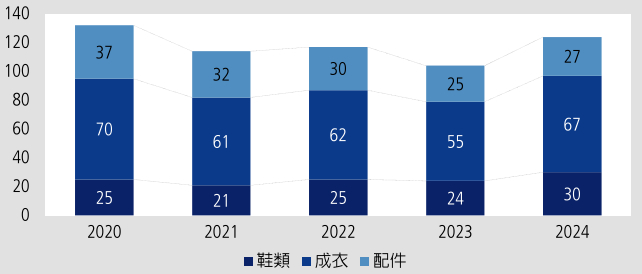
Adidas 供應商數量，家 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 46：Adidas 新血加入有助多元產品開發

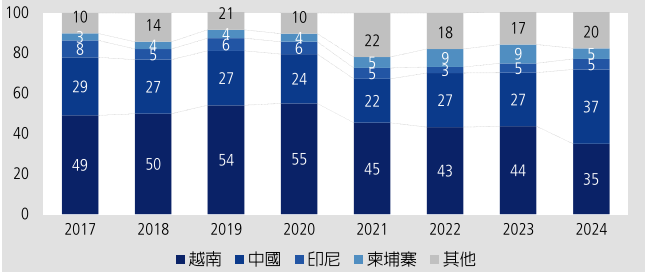
Adidas 產品別供應商數量，家



資料來源：公司資料；凱基

圖 47：Puma 降低越南鞋類生產比重

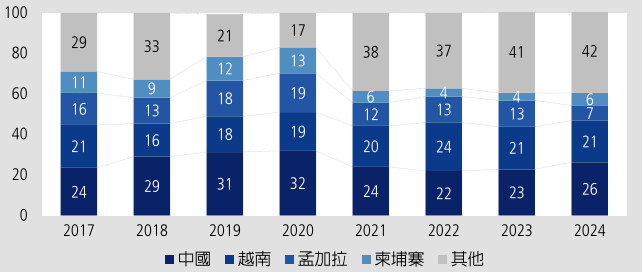
Puma 鞋類工廠分佈地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 48：Puma 服飾來源地多元

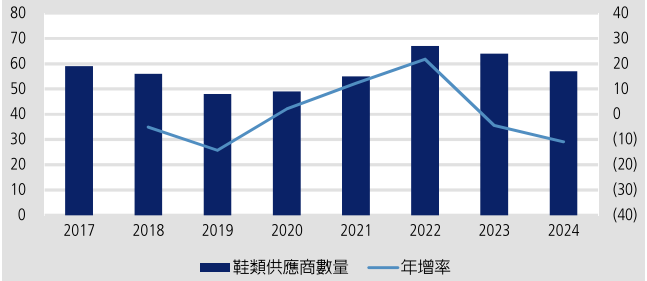
Puma 服飾工廠分佈地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 49：Puma 近兩年縮減鞋類供應商數量

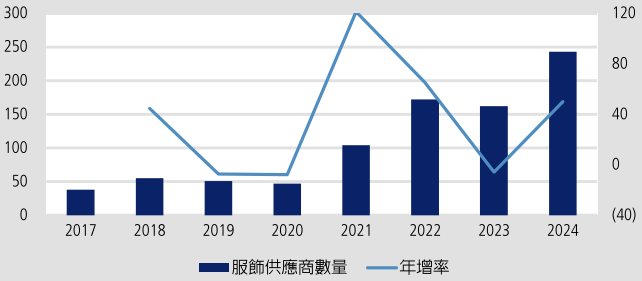
Puma 鞋類工廠數量，家 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 50：Puma 服飾供應商數量在過去四年大幅成長

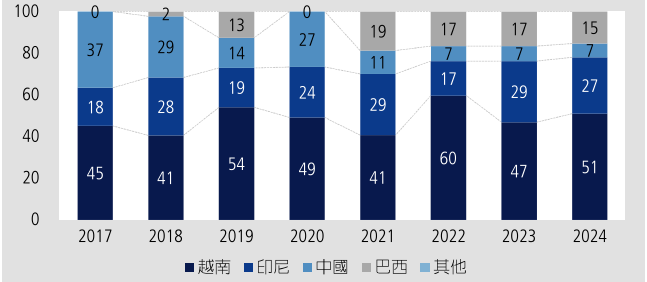
Puma 服飾工廠數量，家 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 51：Under Armour 製鞋產能以越南為重

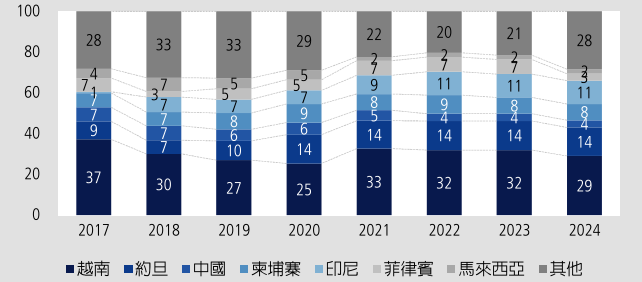
Under Armour 鞋類工廠分佈地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 52：Under Armour 服裝產能在東南亞以外地區擴張

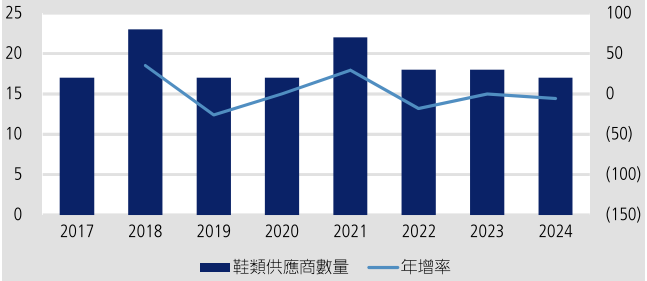
Under Armour 服飾供應商分佈地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 53：Under Armour 維持少量鞋類供應商數量

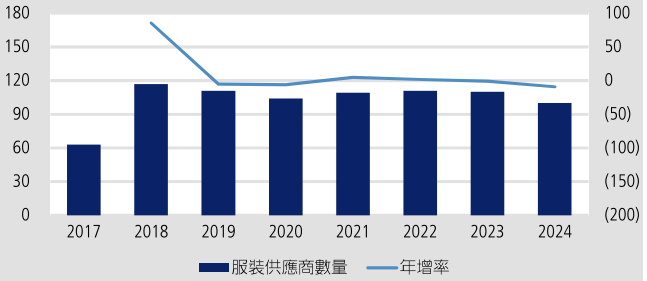
Under Armour 鞋類工廠數量，家 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 54：Under Armour 過去一年減少服飾工廠數量

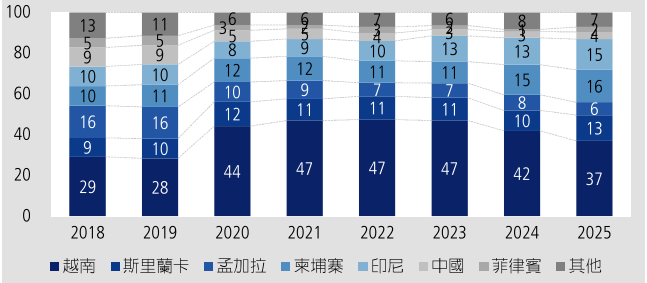
Under Armour 服飾工廠數量，家 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 55：Lululemon 積極開發越南以外服裝產能

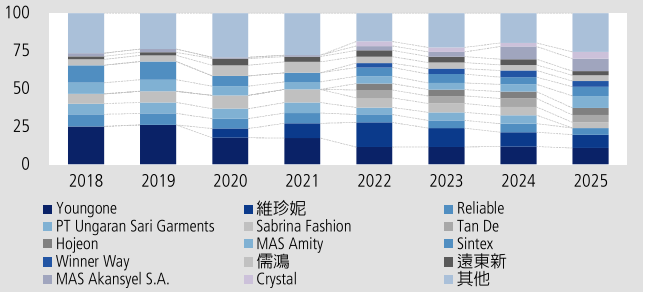
Lululemon 服裝產能分布地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 56：Lululemon 既有供應商滲透率遭侵蝕

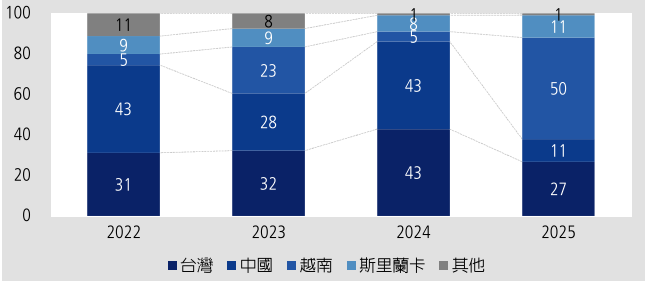
Lululemon 服裝產能分布供應商佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 57：Lululemon 布料來源從台灣及中國網東南亞移動

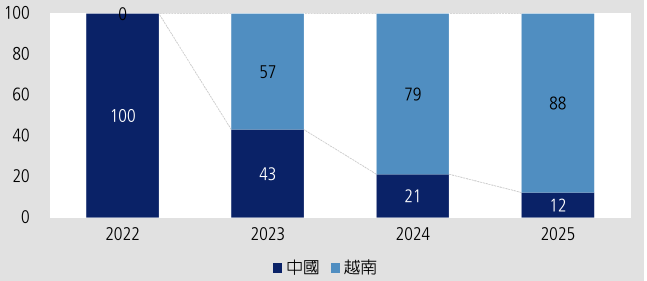
Lululemon 布料產能分布地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 58：Lululemon 中國以外製鞋產能快速增加

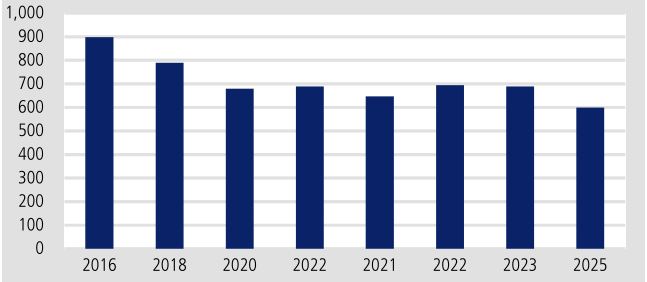
Lululemon 鞋類產能分布地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 59：Gap 再度縮減工廠數量

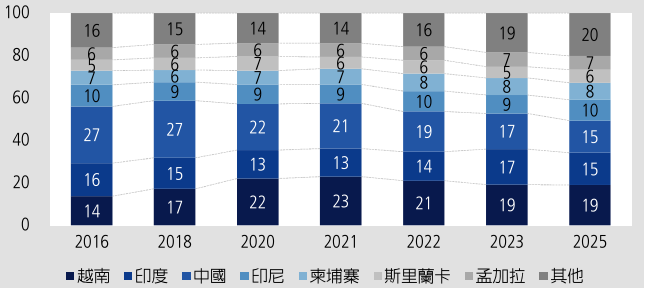
Gap 工廠數量，家



資料來源：公司資料；凱基

圖 60：Gap 產能高度分散

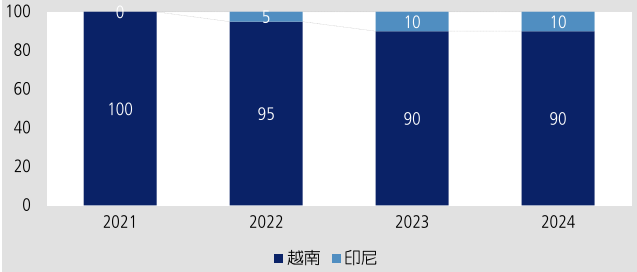
Gap 工廠分布地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 61：On 擴大印尼製鞋產能 (目前工廠少於 25 家)

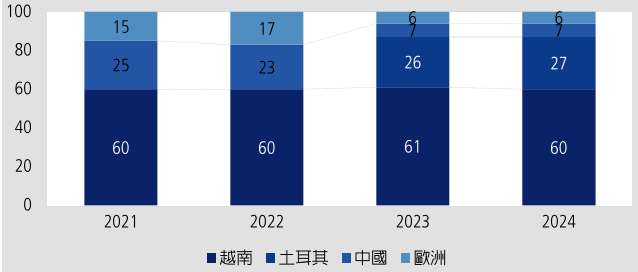
On 鞋類工廠分佈地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 62：越南和土耳其為 On 服飾主要生產地區

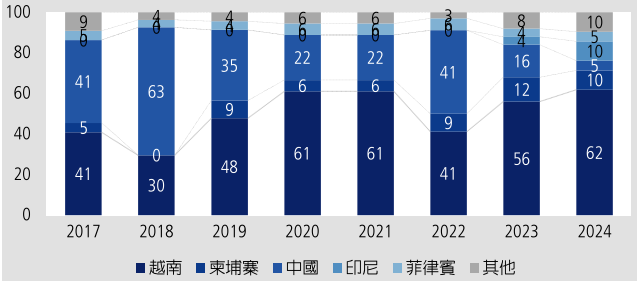
On 服飾工廠分佈地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 63：Deckers 最大製鞋產能在越南

Deckers 鞋類工廠分佈地區佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 64：Deckers 服飾主要來自中國

Deckers 服飾工廠分佈地區佔比，百分比

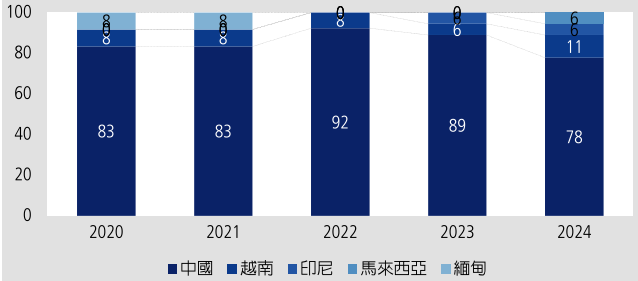

100
80
60
40
20
0
83
83
92
89
78
8
8
8

圖 67：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)			本益比 (倍)		股東權益報酬率 (%)			營業利益率(%)			股價表現 (%)			
				2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	3M	6M	12M	YTD
Nike	NKE US	96,660	65.39	2.18	1.78	2.22	36.8	29.5	23.3	18.9	21.2	8.0	7.0	8.3	(12.0)	6.2	(17.3)	(13.6)
Adidas	ADS GR	33,738	161.40	4.28	7.51	10.73	21.5	15.0	15.2	22.1	26.7	5.6	8.2	10.2	(1.8)	(26.2)	(29.5)	(31.8)
Puma	PUM GR	3,546	20.63	1.89	(2.98)	(1.01)	N.A.	N.A.	10.5	(19.9)	(5.9)	7.1	(2.0)	0.2	0.0	(8.7)	(52.0)	(53.5)
Under Armour	UAA US	1,919	4.58	(0.47)	(0.18)	(0.03)	N.A.	N.A.	(10.0)	(4.1)	(0.7)	(3.6)	(0.9)	0.5	(8.9)	(29.6)	(54.9)	(44.7)
Lululemon	LULU US	21,631	182.41	14.67	13.98	15.39	13.0	11.9	42.4	32.3	26.5	23.7	21.0	21.3	(8.9)	(43.5)	(45.5)	(52.3)
Gap	GAP US	10,228	27.50	2.24	2.19	2.26	12.6	12.2	28.8	22.9	20.2	7.4	7.3	7.3	21.6	22.6	6.5	16.4
VFC	VFC US	7,088	18.14	0.18	0.80	1.14	22.6	15.9	4.4	20.0	25.2	3.2	6.3	7.3	22.2	48.3	(13.1)	(15.5)
On Running	ONON US	14,752	44.68	0.75	0.61	1.11	59.0	32.6	19.6	13.8	20.7	9.1	12.8	14.0	(0.2)	(24.5)	(23.7)	(18.4)
Deckers	DECK US	13,411	92.02	6.36	6.29	6.84	14.6	13.4	41.8	32.0	26.1	23.6	21.6	21.5	(25.1)	(12.4)	(54.4)	(54.7)
Amer Sports	AS US	20,509	37.03	0.15	0.84	1.04	44.3	35.5	3.2	9.1	10.8	9.1	11.2	12.4	(2.6)	0.6	41.7	32.4
Ralph Lauren	RL US	22,187	365.88	11.86	14.15	15.21	25.9	24.1	29.5	32.6	33.2	13.2	14.3	14.6	17.6	32.6	56.8	58.4
Dick's Sporting Goods	DKS US	18,670	208.19	14.48	7.25	7.37	28.7	28.2	40.1	20.7	20.6	11.0	4.8	4.4	(0.5)	18.0	(3.3)	(9.0)
Mizuno Corp	8022 JP	1,525	3,010.00	201.64	217.16	232.83	13.9	12.9	10.2	10.3	10.4	8.0	8.6	8.9	13.1	6.7	6.5	(0.4)
Asics	7936 JP	17,436	3,704.00	88.30	127.56	138.39	29.0	26.8	29.1	36.7	35.8	14.8	17.6	18.1	(8.0)	3.7	17.8	18.7
Fast Retailing	9983 JP	116,206	55,950.00	1336.92	1418.74	1569.50	39.4	35.6	20.2	18.1	17.9	16.1	16.4	16.7	22.3	18.8	12.7	5.6
Li Ning Co Ltd	2331 HK	5,789	17.44	1.17	0.98	1.11	17.8	15.7	11.9	9.3	10.0	12.8	10.8	11.3	(5.8)	17.2	6.9	6.0
Anta Sports	2020 HK	30,911	85.75	5.55	4.71	5.31	18.2	16.1	27.6	19.8	19.9	23.4	22.8	23.4	(8.1)	(9.0)	9.7	10.1
Xtep Intl	1368 HK	2,025	5.62	0.49	0.50	0.56	11.2	10.1	14.1	14.9	15.0	14.4	13.8	14.1	(13.1)	(3.8)	5.6	(0.4)
國際品牌同業平均							**25.5**	**21.0**	**20.1**	**17.2**	**18.5**	**11.5**	**11.2**	**11.9**	**0.1**	**1.0**	**(7.2)**	**(8.1)**
申洲	2313 HK	13,445	69.65	4.15	4.35	4.84	16.0	14.4	18.2	17.1	17.3	20.6	22.0	22.2	17.0	23.6	17.4	12.3
儒鴻	1476 TT	3,739	428.50	24.20	19.80	23.48	21.6	18.2	24.3	18.3	20.5	21.1	18.6	19.9	7.1	3.4	(21.2)	(15.8)
聚陽	1477 TT	2,511	320.00	16.68	14.48	15.04	22.1	21.3	27.0	24.1	24.4	14.9	13.7	13.7	19.2	19.9	(0.8)	(0.3)
廣越	4438 TT	299	82.80	3.86	6.02	5.17	13.8	16.0	5.1	N.A.	N.A.	2.8	3.9	4.4	15.5	1.7	(14.2)	(16.5)
振大環球	4441 TT	582	269.00	15.41	14.60	16.98	18.4	15.8	19.7	17.3	20.8	16.1	15.6	16.6	3.1	23.7	13.3	7.6
豐泰	9910 TT	4,052	129.00	5.94	5.42	6.39	23.8	20.2	23.5	20.2	24.5	8.4	9.5	10.2	14.2	12.2	(1.5)	(3.0)
寶成	9904 TT	2,924	31.20	5.44	3.61	3.97	8.6	7.8	12.0	7.4	7.7	6.0	4.6	4.7	11.0	1.8	(27.4)	(15.4)
來億-KY	6890 TT	2,273	286.50	16.13	13.21	16.71	21.7	17.2	18.1	13.4	15.7	12.4	10.0	11.8	29.1	(0.7)	(26.8)	(24.7)
志強-KY	6768 TT	761	119.50	8.15	7.44	9.47	16.1	12.6	11.1	10.3	11.9	8.7	9.0	10.0	18.9	10.1	(13.7)	(0.4)
中傑-KY	6965 TT	408	82.00	12.22	6.50	7.71	12.6	10.6	18.0	8.7	9.9	6.7	3.8	4.6	(15.5)	(14.2)	N.A.	N.A.
百和	9938 TT	535	56.50	4.75	4.49	5.05	12.6	11.2	11.4	9.9	10.8	17.8	17.2	17.7	6.2	1.3	(28.7)	(17.2)
鈺齊-KY	9802 TT	716	112.00	7.23	6.95	9.73	16.1	11.5	10.4	10.1	14.0	8.7	9.7	11.4	8.7	13.9	3.2	(5.5)
供應鏈同業平均							**17.0**	**14.7**	**16.5**	**14.3**	**16.1**	**12.2**	**11.5**	**12.3**	**11.3**	**6.7**	**(9.4)**	**(7.1)**

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 68：台股供應鏈

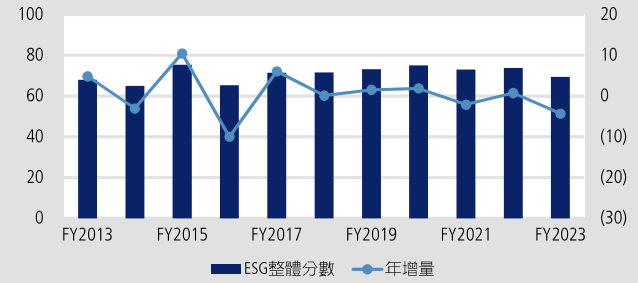
Nike 供應鏈 公司	代碼	評等	目標價 (當地貨幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
Nike					
台灣供應鏈					
豐泰	9910 TT	持有	134	80-90	鞋類
寶成	9904 TT	持有	29.9	20-30	鞋類
百和	9938 TT	持有	60.8	15-20	鞋類
來億-KY (Converse)	6890 TT	未評等	N.A.	10-15	鞋類
儒鴻	1476 TT	持有	470	10-15	服飾
香港供應鏈					
申洲國際	2313 HK	增加持股	98.1	20-25	服飾
Lululemon					
台灣供應鏈					
百和	9938 TT	持有	60.8	0-5	鞋類
儒鴻	1476 TT	持有	470	5-10	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	持有	256	20-25	服飾
儒鴻	1476 TT	持有	470	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	60.8	5-10	鞋類
Amer Sports					
豐泰	9910 TT	持有	134.0	5-10	鞋類
儒鴻	1476 TT	持有	470.0	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	60.8	0-5	鞋類
UnderArmour					
百和	9938 TT	持有	60.8	0-5	鞋類
儒鴻	1476 TT	持有	470.0	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	持有	256.0	5-10	服飾

資料來源：公司資料；凱基

Nike (NKE US)

圖 69：ESG 整體分數

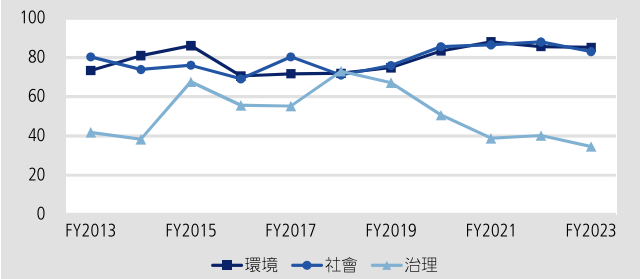
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 70：ESG 各項分數

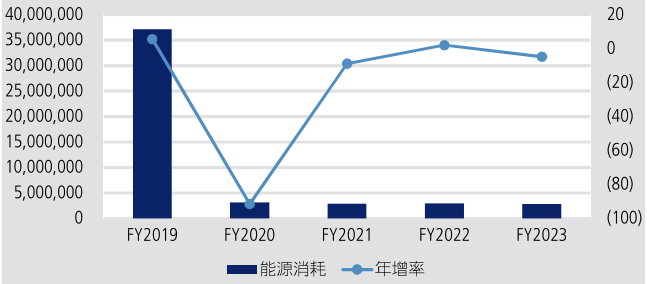
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 71：能源消耗

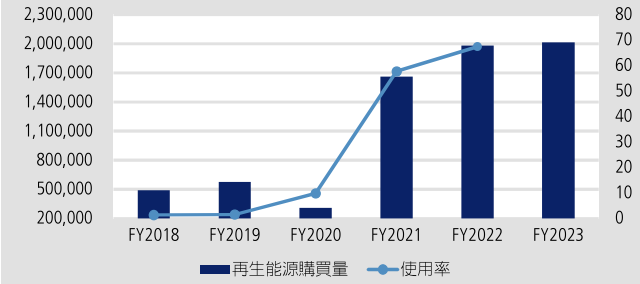
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 72：再生能源使用

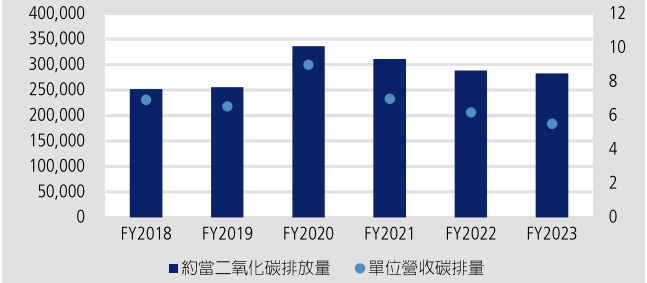
再生能源使用量，十億焦耳 (左軸)；使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 73：碳排量

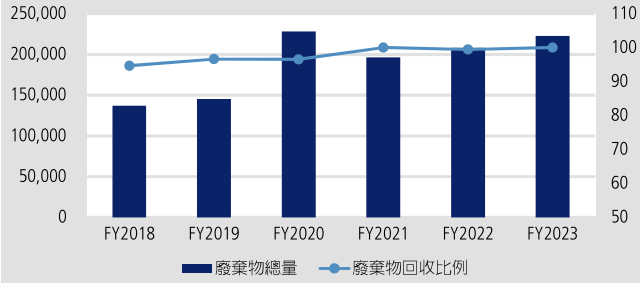
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 74：廢棄物總量

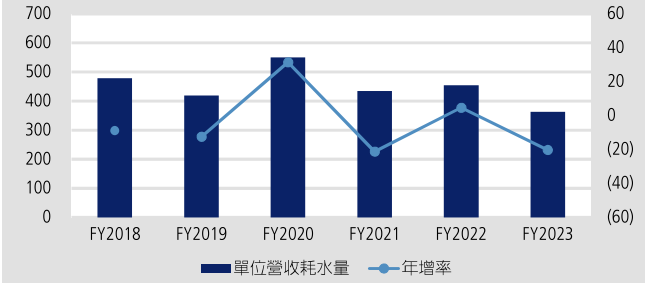
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 75：耗水量

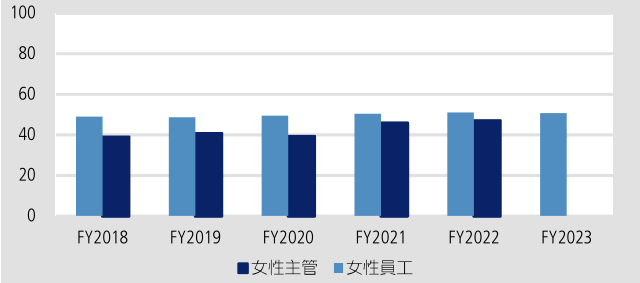
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 76：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比

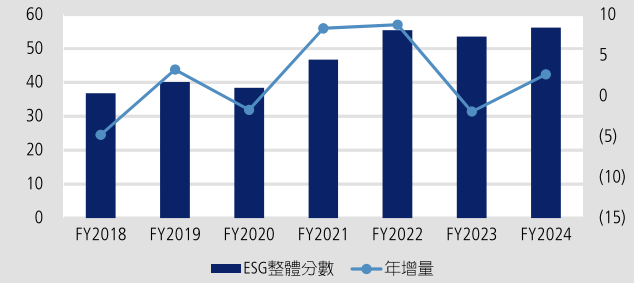


資料來源：Refinitiv、公司資料

Lululemon (LULU US)

圖 77：ESG 整體分數

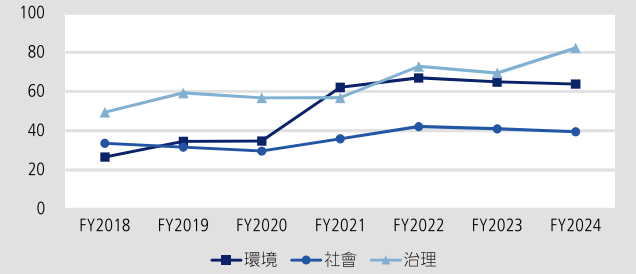
ESG 整體分數，分 (左軸)；年增量，分 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 78：ESG 各項分數

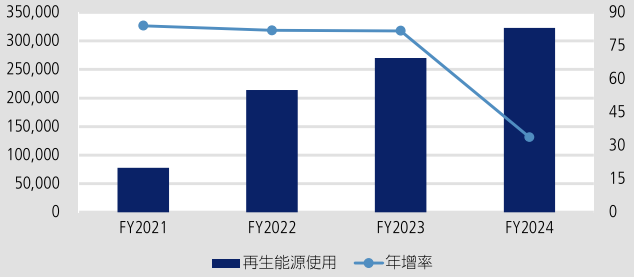
ESG 分數，分



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 79：再生能源使用

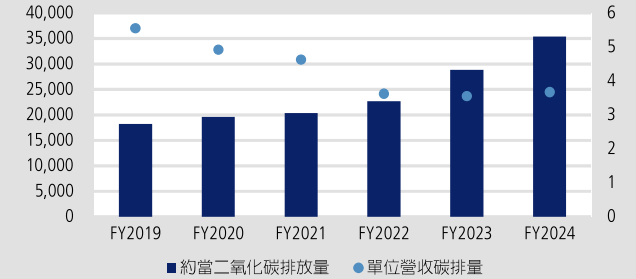
再生能源使用，十億焦耳(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 80：碳排量

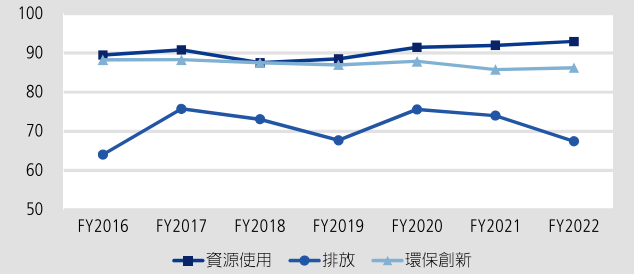
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 81：環境評分

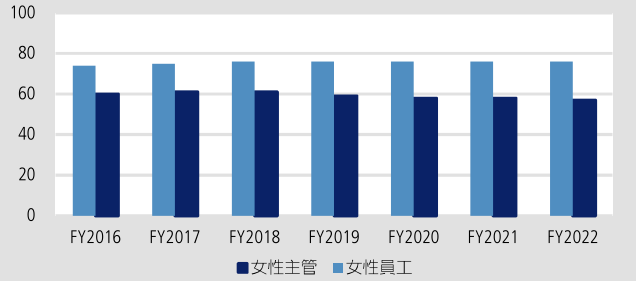
類別佔比，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 82：性別多樣性

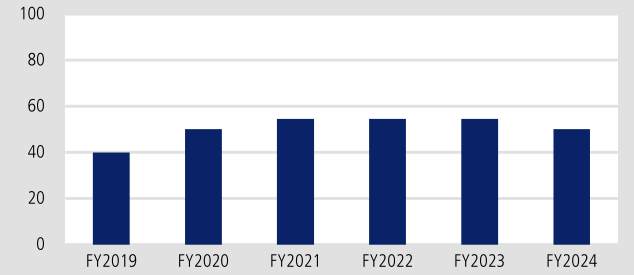
女性主管及女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 83：董事性別多樣性

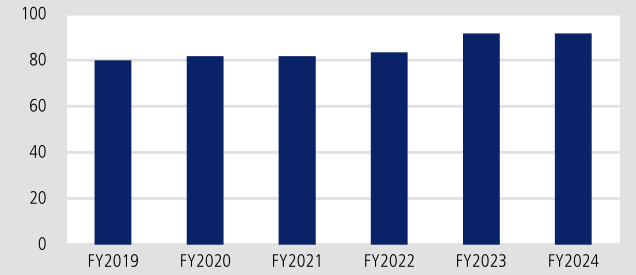
女性董事比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 84：獨立董事

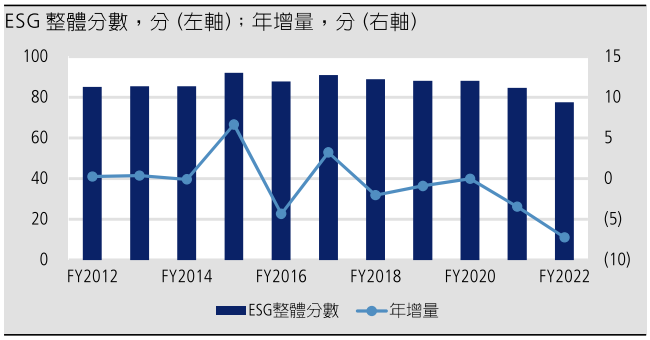
獨立董事比例，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

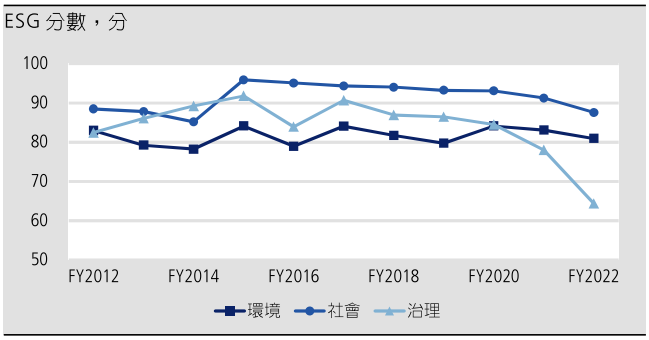
Gap (Gap US)

圖 85：Gap - ESG 整體分數



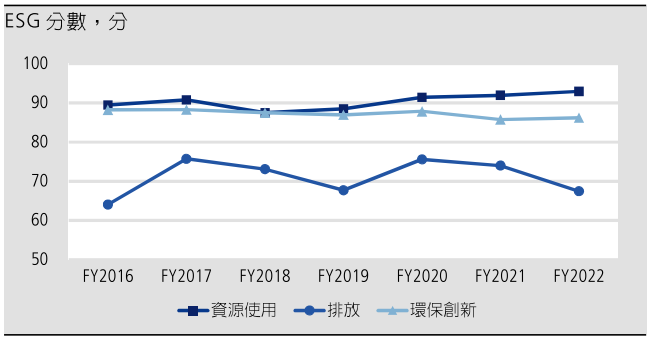
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 86：Gap - ESG 各項分數



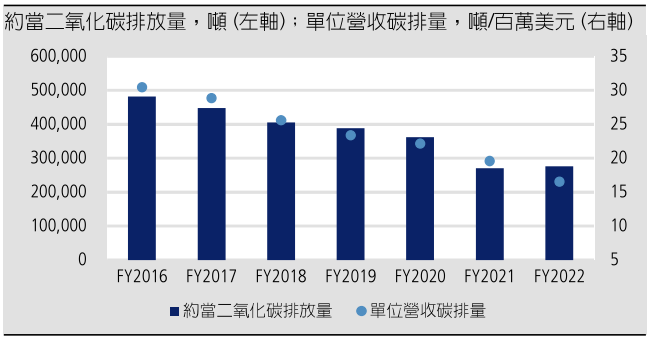
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 87：Gap -環境各項分數



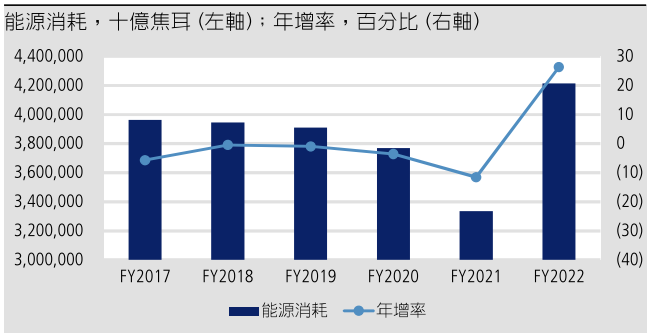
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 88：Gap -碳排量



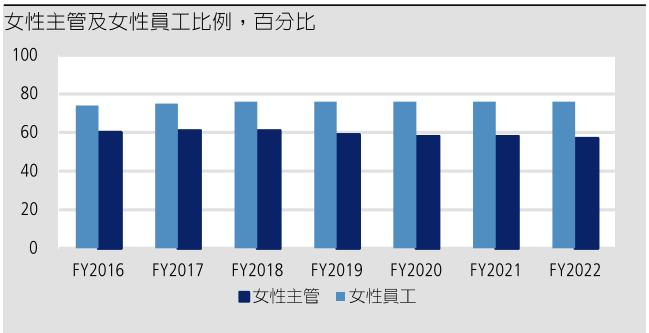
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 89：Gap -能源消耗



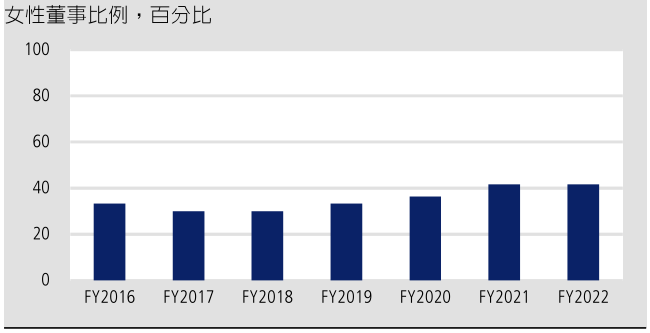
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 90：Gap -性別多樣性



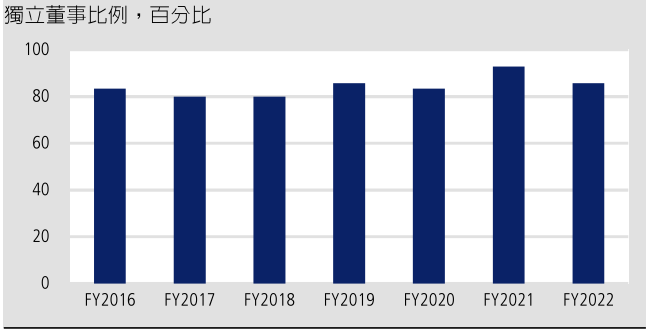
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 91：Gap -董事性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 92：Gap -獨立董事

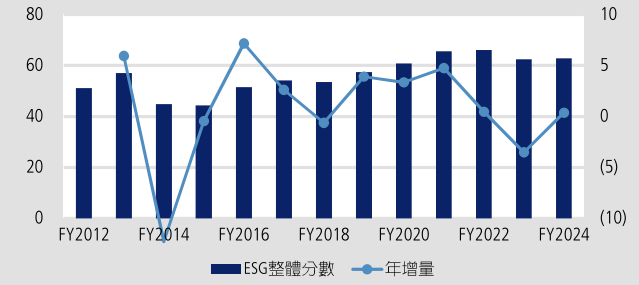


資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

Deckers (DECK US)

圖 93：ESG 整體分數

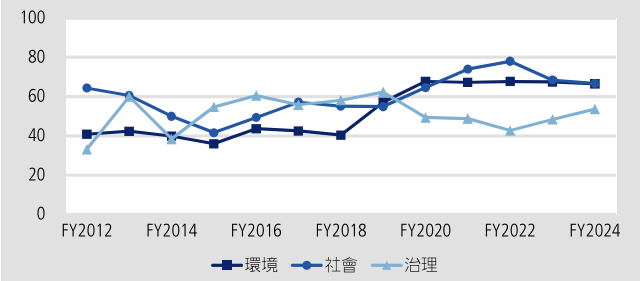
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 94：ESG 各項分數

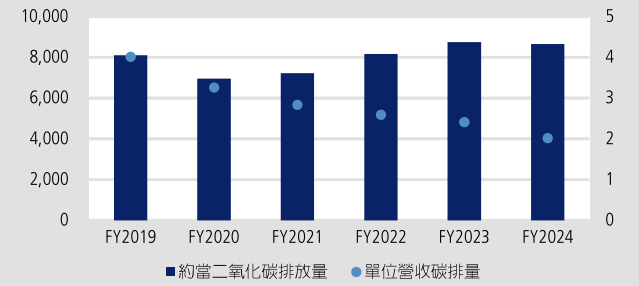
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 95：碳排量

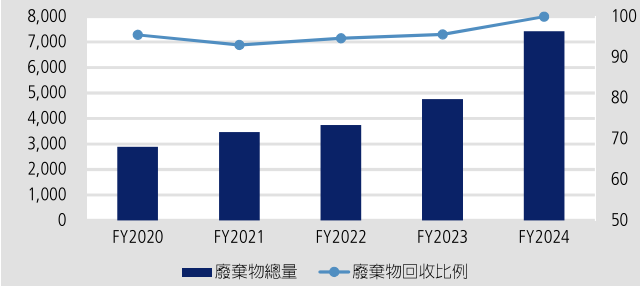
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 96：廢棄物總量

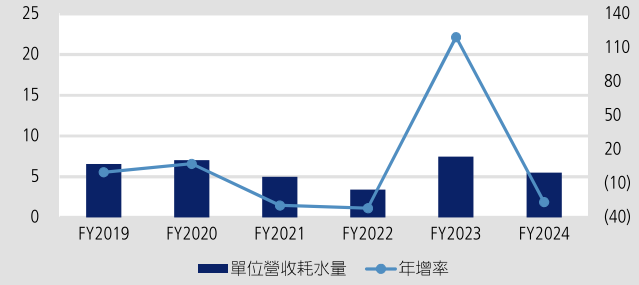
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 97：耗水量

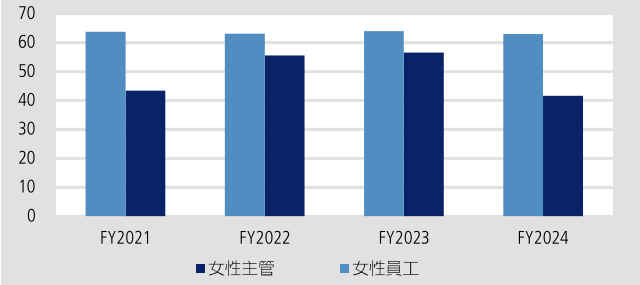
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 98：性別多樣性

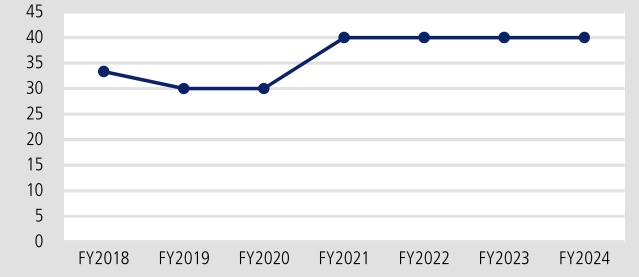
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 99：董事會性別多元

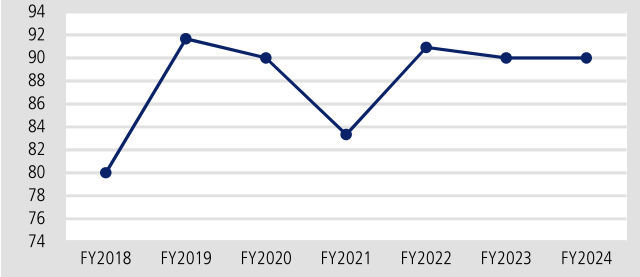
董事會性別多元，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 100：獨立董事會成員

獨立董事會成員，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
約當二氧化碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCS)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
單位營收碳排量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCS)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
耗水量	耗水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 =（離開之員工/平均員工人數）*100 - 平均員工人數 =（本年末員工人數 + 去年末員工人數）/2 - 本財年末員工數 =上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性主管	女性主管百分比 - 女性主管占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數

資料來源：Refinitiv；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。