

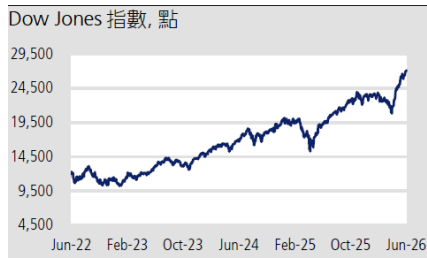
運動休閒產業

2H26 展望：消費分極趨勢延伸

焦點內容

1. 在美國消費者信心指數下滑及工資進入負成長之背景下，品牌熱度為保持營運動能向上之關鍵因素。
2. 1Q26 整體庫存天數大幅回落至近乎歷史均值；但考量消費前景疲弱，品牌採購策略仍然謹慎。
3. 品牌預計美國關稅將於 7 月中下旬恢復至 2H25 高檔水準。

Dow Jones 指數



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Nike Inc	NKE US	67	82	78	36
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

凱基出具美國運動休閒產業 2H26 展望報告。

評論及分析

產品價格一漲再漲，僅少數品牌為贏家。 1Q26 唯高端品牌 (客戶價格敏感度較低) 需求展現較強韌性 (圖 3 至 10)。受制於美國消費者信心指數屢創新低與工資進入負成長 (圖 1 及 2)，消費分極趨勢料將延續至 2H26。許多品牌原定今年實施更多產品漲價，以彌補去年多由品牌及供應鏈吸收之成本 (去年僅微幅提價來測試市場接受度)。雪上加霜的是，2 月底美伊戰爭爆發推升原料與運輸成本，加深進一步漲價之必要性；美國消費者卻在此時對品牌提起與關稅退款有關的集體訴訟，要求返還關稅負擔。在此混沌局面下，品牌熱度為相關廠商營收及利潤率保持擴張之關鍵因素。

需求導向鋪貨。 儘管美國關稅使 2Q-3Q25 提前拉貨與庫存攀升，全球運動休閒品牌 4Q25 起收緊採購並加速庫存去化，帶動 1Q26 整體庫存天數大幅回落至將近於平均水準 (圖 11)。然而，面對消費前景疲弱及 AI 生產力革命在供應鏈效率中發揮影響力，多數品牌採購策略傾向「更精準 (貼近市場)、更創新、迭代更快」，取代傳統大量訂單模式。我們預期，需求導向鋪貨將演變為長期趨勢，擁有創新能力與短交期供應商將更快速重回營運上升周期。

美國關稅不確定性猶存。 儘管 1H26 享退稅利多，多數品牌預計，川普政府 7 月中下旬將利用其他法律工具恢復美國關稅至 2H25 高檔水準。鑒於去年已有應對經驗，品牌表示消費者、品牌及供應鏈將持續共同承擔增額成本。

投資建議

考量美國消費分極趨勢明顯，我們看好高端運動休閒及戶外品牌營運表現將持續超前，並維持保守看待大眾運動休閒品牌。同業評價比較請參見附表。

投資風險

上檔風險為消費回升與品牌重拾人氣。下檔風險為戰事擴大及經濟衰退。

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
On Running	ONON US	增加持股	38.32	54.0	40.9	49.8	18.6	16.2
Amer Sports	AS US	增加持股	35.41	47.3	33.6	46.0	33.1	25.8
Dicks Sporting Goods	DKS US	增加持股	214.74	284.0	32.3	29.6	29.1	12.2
Ralph Lauren	RL US	增加持股	363.51	470.0	29.3	24.4	21.9	19.6
Gap	GAP US	持有	21.31	24.4	14.5	9.7	7.9	9.0
Lululemon	LULU US	持有	126.47	138.0	9.1	9.5	10.1	9.3
Nike	NKE US	持有	43.73	46.5	6.3	20.1	28.2	20.2
Deckers	DECK US	持有	110.79	117.0	5.6	16.0	15.0	13.9
VFC	VFC US	持有	16.71	17.5	4.7	16.5	14.7	12.8
Under Armour	UAA US	持有	5.43	5.2	(4.2)	N.M	27.2	17.5

資料來源：Bloomberg、凱基

圖 1：美國消費者信心指數進一步走低

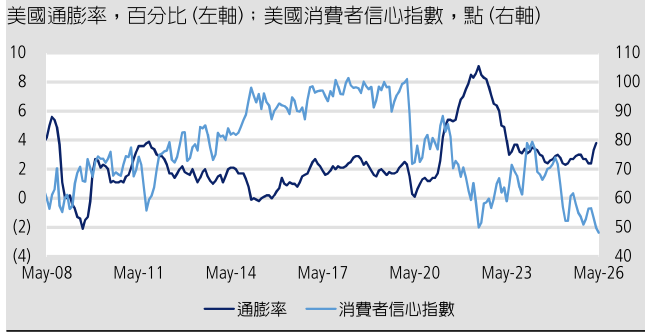


圖 2：美國工資陷入負成長

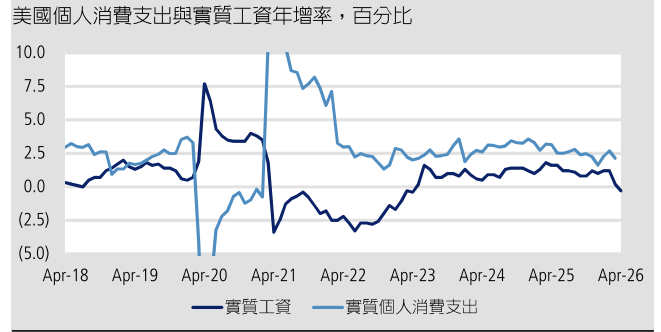


圖 3：品牌商營收成長比較

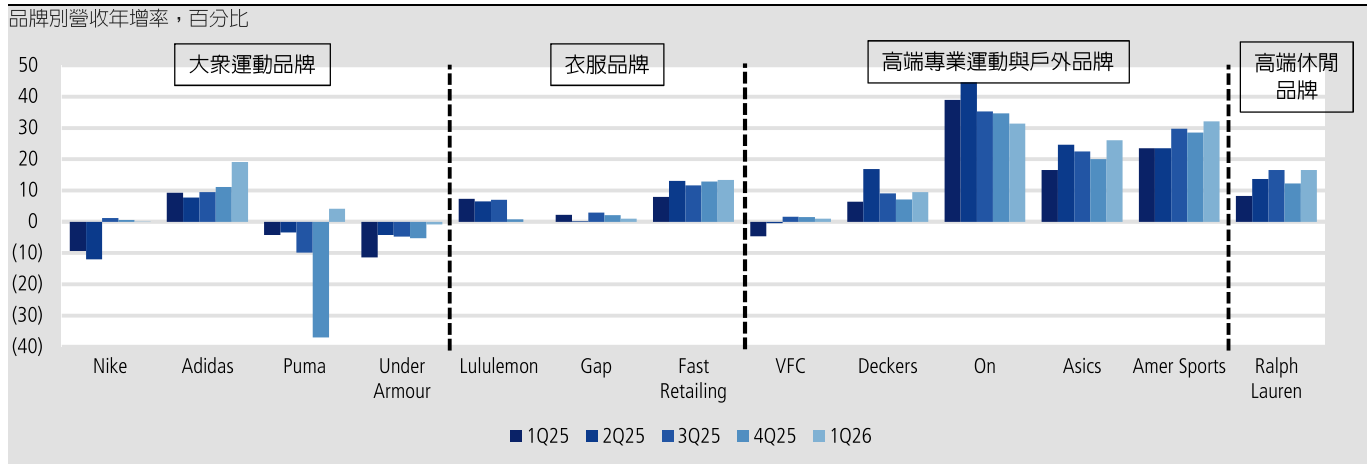


圖 4：品牌商營利率成長比較

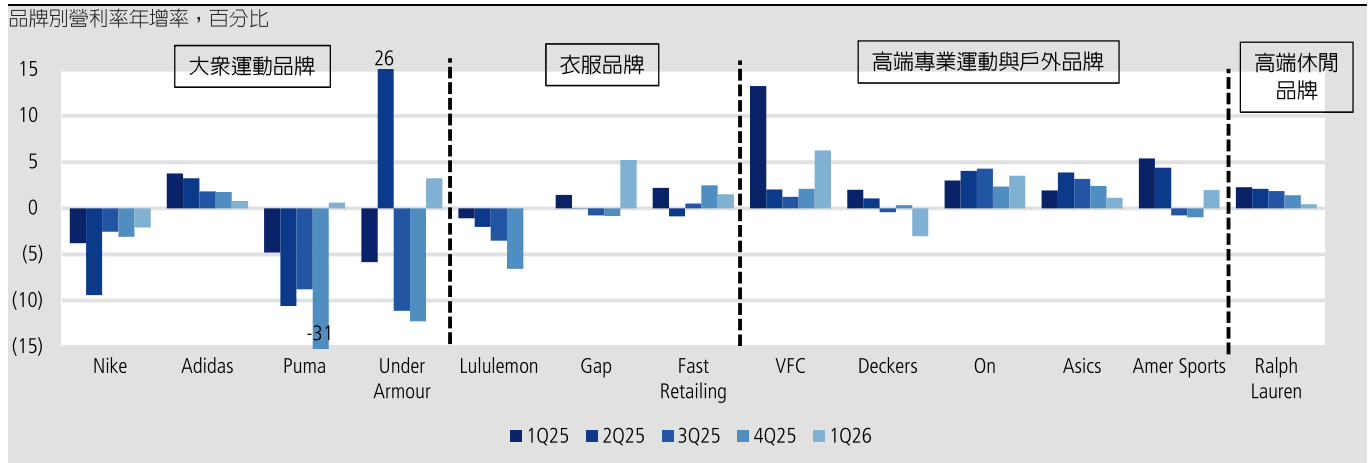
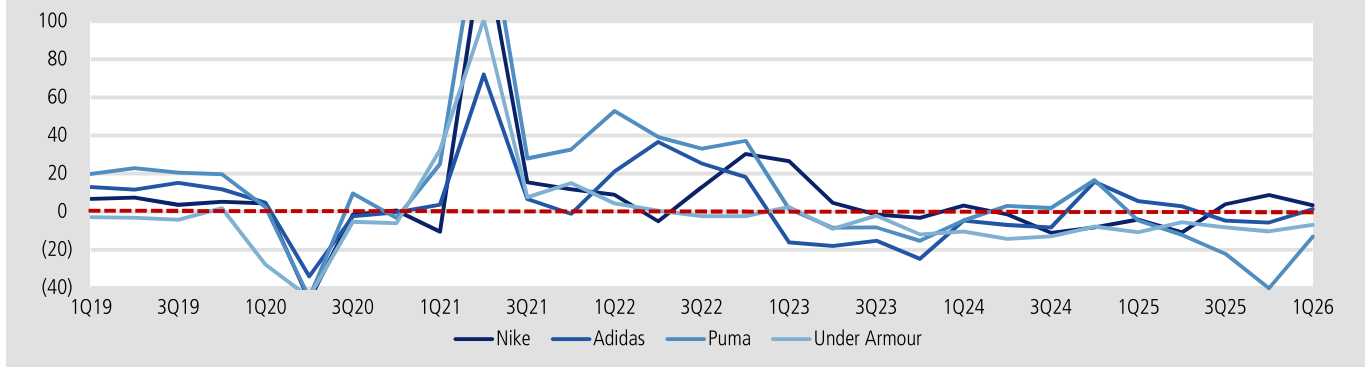


圖 5：美洲營收成長比較－大眾運動品牌

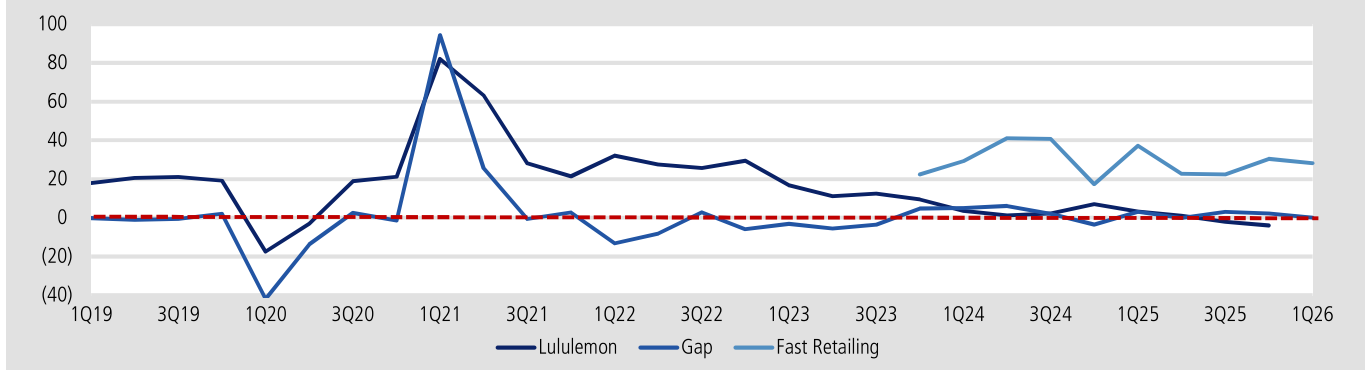
品牌別美洲/北美/美國營收年增率，百分比



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 6：美洲營收成長比較－服裝品牌

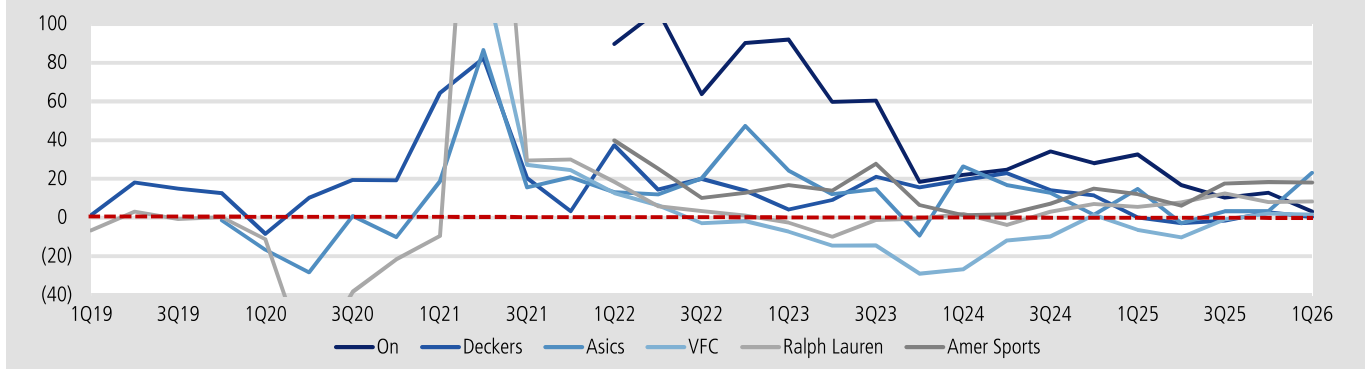
品牌別美洲/北美/美國營收年增率，百分比



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 7：美洲營收成長比較－高端運動休閒及戶外品牌

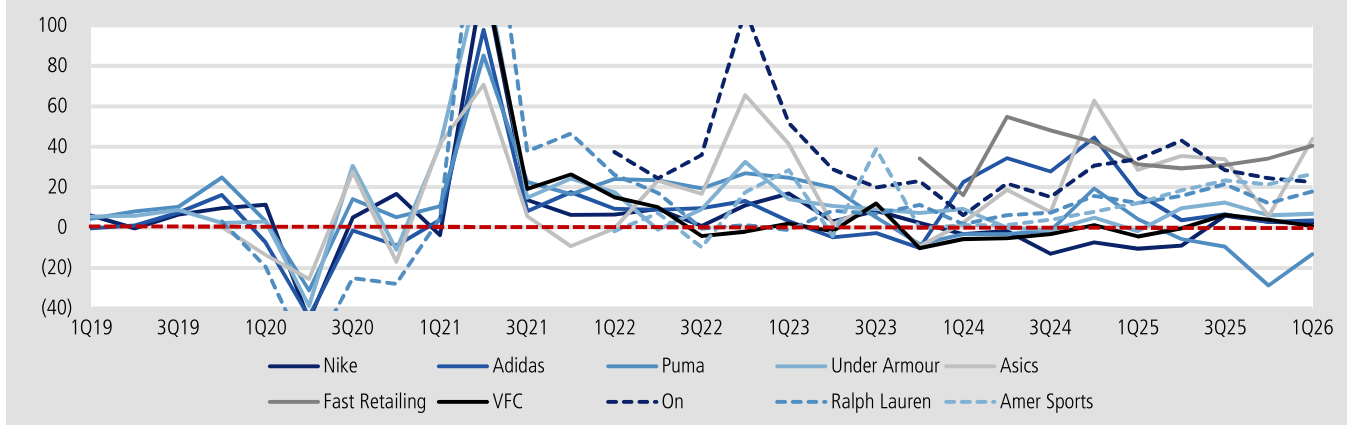
品牌別美洲/北美/美國營收年增率，百分比



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 8：歐非中東營收成長比較—所有品牌

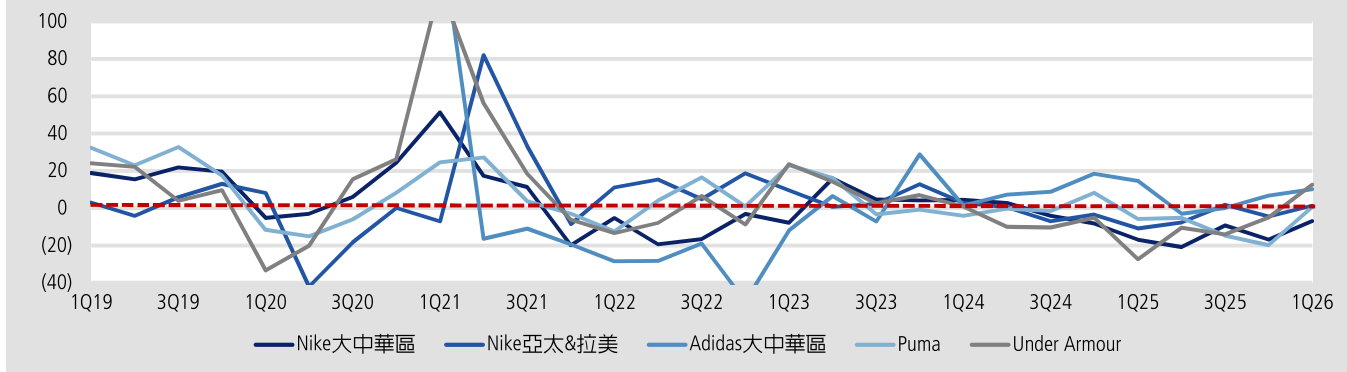
品牌別歐非中東營收年增率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：亞太區營收成長比較—大眾運動品牌

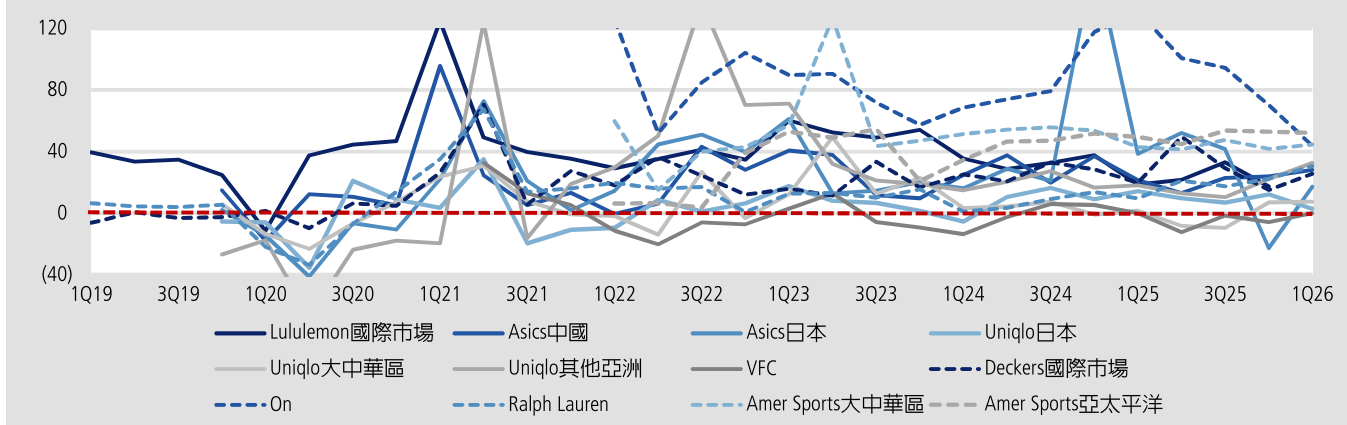
品牌別亞太及國際市場營收年增率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：亞太區營收成長比較—服裝、高端運動休閒及戶外品牌

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

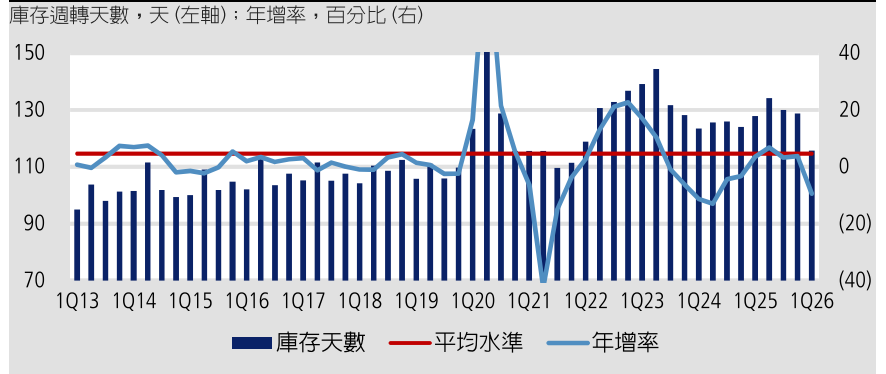
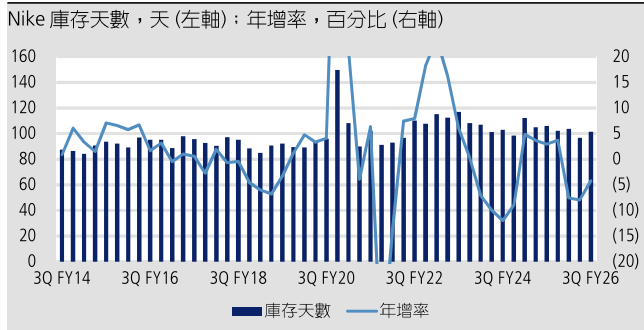
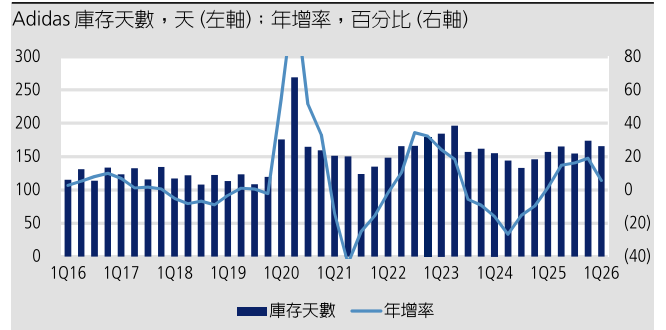
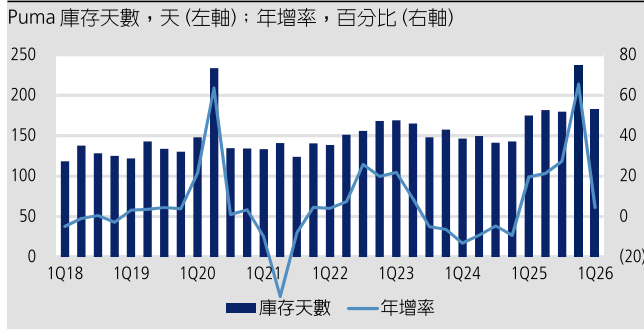
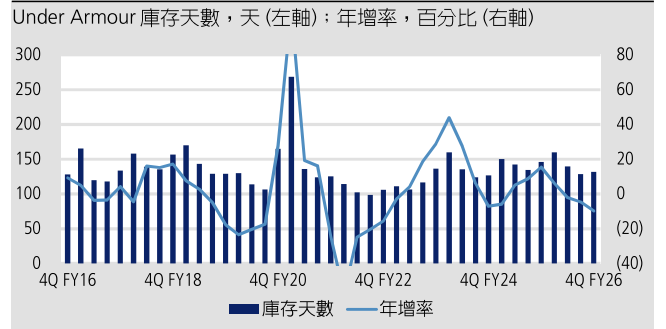
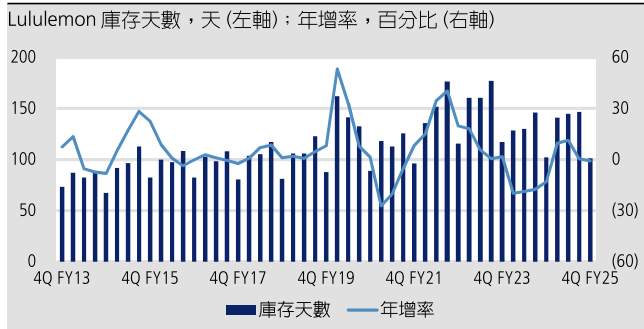
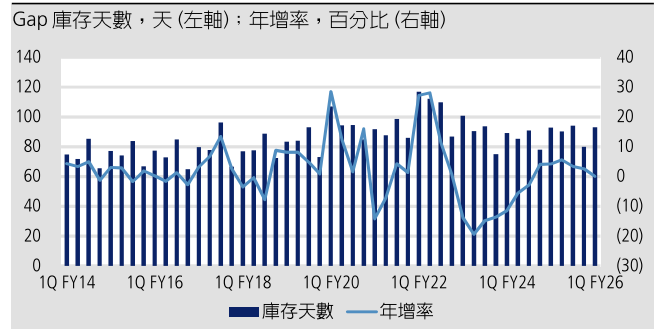
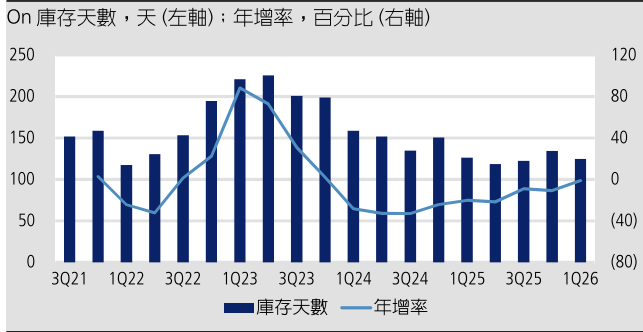
圖 11：全球運動休閒品牌 4Q25-1Q26 庫存去化加速

圖 12：Nike 庫存天數

圖 13：Adidas 庫存天數

圖 14：Puma 庫存天數

圖 15：Under Armour 庫存天數

圖 16：Lululemon 庫存天數

圖 17：Gap 庫存天數


圖 18 : On 庫存天數


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

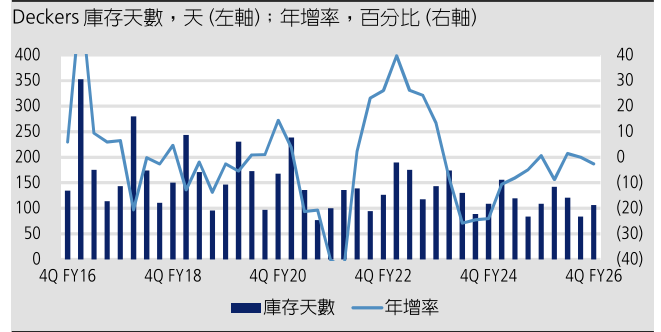
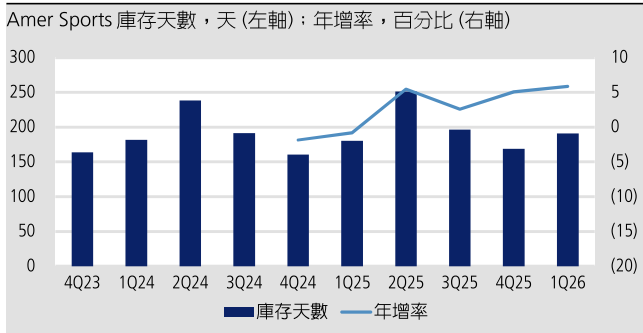
圖 19 : Deckers 庫存天數

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

圖 20 : Amer Sports 庫存天數


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

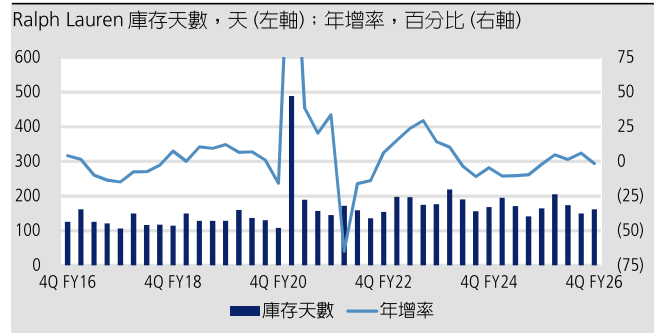
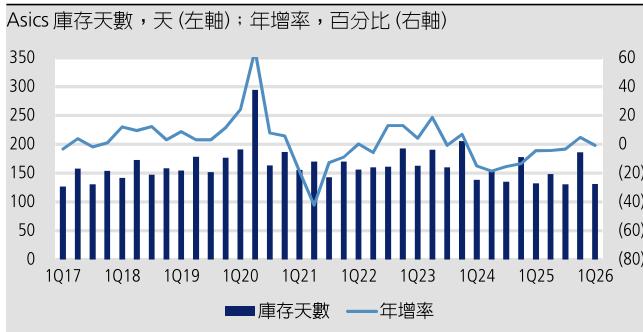
圖 21 : Ralph Lauren 庫存天數

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

圖 22 : Asics 庫存天數


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

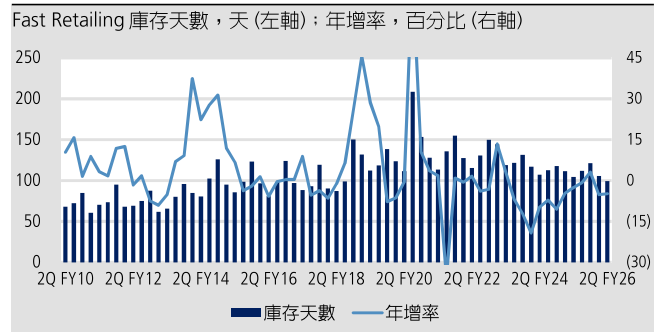
圖 23 : Fast Retailing 庫存天數

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

圖 24：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 (%)			營業利率 (%)			股價表現 (%)			
				2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	3M	6M	12M	YTD
Nike	NKE US	64,759	43.73	2.18	1.55	2.14	28.1	20.5	23.3	16.6	20.6	8.0	6.1	8.4	(26.4)	(33.4)	(29.9)	(31.4)
Adidas	ADS GR	34,777	166.35	7.50	9.46	11.64	17.6	14.3	23.8	26.5	28.5	8.3	9.2	10.0	11.9	4.0	(23.1)	(1.6)
Puma	PUM GR	4,714	27.42	(4.38)	(1.58)	0.38	N.A.	N.A.	(28.1)	(15.2)	0.4	(4.9)	(0.9)	3.1	25.4	34.1	21.4	23.0
Under Armour	UA US	2,295	5.43	(0.47)	(1.16)	-0.13	N.A.	N.A.	(10.0)	(30.1)	(4.2)	(3.6)	(3.3)	2.6	(23.7)	17.0	(17.0)	9.3
Lululemon	LULU US	14,553	126.47	13.27	12.42	13.16	10.2	9.6	30.8	22.1	19.1	19.9	17.5	17.5	(27.4)	(30.6)	(62.2)	(39.1)
Gap	GAP US	7,671	21.31	2.19	2.71	2.51	7.9	8.5	23.0	24.1	19.1	7.3	8.6	8.0	(21.8)	(20.6)	(3.0)	(16.8)
VFC	VFC US	6,546	16.71	0.18	0.66	1.10	25.5	15.2	4.4	16.4	24.8	3.2	6.0	7.7	(11.1)	(10.5)	33.9	(7.6)
On Running	ONON US	12,773	38.32	0.62	1.44	1.70	26.6	22.6	13.5	25.4	23.3	12.5	15.3	15.8	(12.7)	(18.6)	(34.5)	(17.6)
Deckers	DECK US	15,387	110.79	6.36	7.04	7.23	15.7	15.3	41.8	33.9	25.0	23.6	23.1	21.4	0.8	16.7	4.7	6.9
Amer Sports	AS US	20,587	35.41	0.77	1.21	1.48	29.1	24.0	7.9	11.9	13.2	10.7	13.4	14.4	(4.1)	(4.2)	(5.5)	(5.2)
Ralph Lauren	RL US	21,635	363.51	11.86	15.38	16.78	23.6	21.7	29.5	35.1	35.5	13.2	14.5	15.1	0.7	1.5	29.0	2.8
Dick's Sporting Goods	DKS US	19,208	214.74	14.48	10.22	13.31	21.0	16.1	40.1	26.2	33.8	11.0	6.4	7.4	6.6	(5.8)	20.8	8.5
Mizuno Corp	8022 JP	1,610	3,010.00	198.66	221.96	240.91	13.6	12.5	10.2	10.4	10.7	8.6	8.8	9.1	(15.8)	10.1	20.3	4.4
Asics	7936 JP	20,829	3,704.00	138.13	171.76	196.63	21.6	18.8	39.1	41.0	37.2	17.6	18.5	18.9	(1.6)	22.8	29.5	20.8
Fast Retailing	9983 JP	156,932	55,950.00	1411.44	1585.40	1753.64	35.3	31.9	20.2	20.5	20.1	16.4	17.7	18.0	21.6	39.4	63.7	38.5
李寧	2331 HK	5,905	17.90	1.14	1.19	1.35	15.0	13.3	10.9	10.6	11.1	13.2	12.0	12.7	(13.9)	5.3	19.0	(4.1)
安踏體育	2020 HK	26,714	74.85	4.89	5.13	5.60	14.6	13.4	21.3	19.9	19.4	23.8	22.9	23.2	(7.1)	(11.4)	(20.3)	(7.1)
特步國際	1368 HK	1,601	4.47	0.51	0.45	0.51	10.0	8.7	14.5	12.0	12.9	14.3	12.3	13.1	(13.5)	(20.0)	(24.4)	(15.8)
國際品牌同業平均							19.7	16.6	17.6	17.1	19.5	11.3	11.6	12.6	(6.2)	(0.2)	1.2	(1.8)
申洲	2313 HK	8,669	45.20	3.88	4.03	4.42	11.2	10.2	15.9	15.3	15.7	20.7	19.8	20.5	(24.4)	(35.5)	(20.1)	(26.1)
儒鴻	1476 TT	3,147	360.50	20.10	24.64	27.90	14.6	12.9	18.8	22.2	23.7	18.7	20.8	21.2	(11.0)	(15.2)	(12.4)	(6.2)
聚陽	1477 TT	1,809	230.50	14.65	16.00	17.60	14.4	13.1	25.2	28.1	30.9	13.6	14.5	14.9	(26.8)	(24.9)	(13.7)	(20.1)
廣越	4438 TT	223	61.90	3.04	9.41	11.92	6.6	5.2	3.9	N.A.	N.A.	4.1	N.A.	N.A.	(7.5)	(25.2)	(24.2)	(18.4)
振大環球	4441 TT	461	212.50	14.79	18.47	21.03	11.5	10.1	15.6	17.2	18.0	14.3	16.9	17.5	(13.3)	(20.7)	(3.8)	(10.0)
豐泰	9910 TT	2,592	82.50	5.10	5.21	5.51	15.8	15.0	19.1	20.1	21.5	8.9	8.1	8.5	(10.6)	(35.8)	(28.9)	(29.2)
寶成	9904 TT	2,484	26.50	4.10	3.41	3.74	7.8	7.1	8.6	6.9	7.1	4.6	3.9	3.9	(12.4)	(15.6)	(12.8)	(12.1)
來德-KY	6890 TT	1,670	210.50	13.02	12.16	14.12	17.3	14.9	13.4	11.6	13.2	9.5	9.5	10.6	10.8	(25.0)	(25.2)	(16.0)
志強-KY	6768 TT	617	96.90	6.77	6.97	8.19	13.9	11.8	8.9	9.3	10.5	8.4	8.3	8.5	(1.8)	(17.9)	(9.4)	(8.2)
中樑-KY	6965 TT	407	81.80	3.50	2.28	5.66	35.8	14.5	4.8	3.0	7.6	2.1	1.8	4.7	0.7	(1.2)	(14.0)	(11.5)
百和	9938 TT	436	46.00	4.10	3.17	3.72	14.5	12.4	9.2	7.0	8.1	16.3	13.5	14.1	(10.0)	(17.7)	(17.9)	(8.9)
莊齊-KY	9802 TT	510	79.70	6.05	7.47	9.90	10.7	8.0	8.7	10.7	12.6	9.2	9.5	10.9	(14.7)	(28.5)	(19.8)	(21.9)
供應商同業平均							14.3	11.3	12.6	13.6	15.3	11.1	11.6	12.3	(9.5)	(20.2)	(16.3)	(14.1)

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 25：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	91.1	80-90	鞋類	
寶成	9904 TT	持有	29.1	20-30	鞋類	
百和	9938 TT	持有	48.2	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	419	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	48.2	0-5	鞋類	
儒鴻	1476 TT	持有	419	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	286	20-25	服飾	
儒鴻	1476 TT	持有	419	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	48.2	5-10	鞋類	
Amer Sports						
豐泰	9910 TT	持有	91.1	5-10	鞋類	
儒鴻	1476 TT	持有	419.0	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	48.2	0-5	鞋類	
UnderArmour						
百和	9938 TT	持有	48.2	0-5	鞋類	
儒鴻	1476 TT	持有	419.0	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	286.0	5-10	服飾	

資料來源：公司資料；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，並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有。