



美國運動休閒產業

庫存天數驟升，銷售競爭加劇

焦點內容

1. 全球運動休閒品牌及零售商 2Q26 整體庫存天數飆升至疫後新高水準。
2. 鑒於消費趨緩與產業庫存攀升，2H26 產業促銷活動將加劇。
3. Nike (美) 預計 10 月初舉行財報季法說會，通路整頓將為關注焦點。

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

全球運動休閒品牌及零售商 2Q26 財報顯示，受到產品成本增加及消費放緩影響，庫存天數大幅攀升。我們預計 Nike 將於 10 月初舉行的財報季法說會不易帶來好消息。

評論及分析

2Q26 財報回顧：庫存飆升為核心挑戰。國際運動休閒品牌及零售商 2Q26 整體庫存天數攀升至 142 天，年增 8%、季增 13%，並創下疫後新高水準（圖 2），主因：(1) 原物料價格上揚與美國關稅已推升產品成本，但客流量及商品轉換率（Conversion rate）普遍下滑；(2) 大型老牌新品需求不如預期；(3) 部分品牌即便面臨短期清倉壓力，卻仍在追加熱賣款式訂單，意在防止營收流失速度過快；(4) 世界盃產品提前拉貨，以確保供應無虞；及 (5) 地緣政治動盪，導致在途存貨增加。個別公司而言（圖 3 至 16），目前庫存天數保持健康水準之廠商僅 Ralph Lauren (RL US, US\$347.23, 增加持股)、On (ONON US, US\$27.27, 增加持股)、Deckers (DECK US, US\$82.6, 持有)、Asics (日) 及 Fast Retailing (日)。

美國消費動能持續放緩。隨著美國實質工資自 4 月起陷入負成長，美國鞋服商品消費支出動明顯走緩（圖 17）。再加上庫存飆升及消費者信心指數疲弱（圖 18），多數品牌預期 2H26 產業促銷活動加劇，因此審慎進行鋪貨與行銷規劃。儘管 2Q26 財報有美國退稅挹注而表現尚佳，國際品牌過去兩個月來股價近乎全面走跌（圖 19），反映美國、歐洲及中國三大市場 2H26 零售環境皆具挑戰性。考量消費趨緩可能導致產業庫存調整需要耗時至少兩個季度，對比當前品牌及供應鏈評價已落在歷史谷底水準，我們建議未來須密切關注地緣政治風險變化—產業迎來轉機的關鍵因素。

Nike (美) 財報預覽。Nike (NKE US, US\$38.1, 持有) 規劃於美國時間 10 月 1 日公告 1Q FY27 財報 (6-8 月；財年止於 5 月)。管理層預計 1Q FY27 營收年減低中個位數、2Q FY27 進一步走弱，但採購緊縮有利毛利率止穩回升。作為通路整頓一環，Nike 已通知中國最大經銷商滔博 (中) 和寶勝 (中，寶成 (9904 TT) 子公司)，將於 2027 年 1 月 1 日起全面收回中國線上平台銷售與代理權。Nike 線上銷售分別貢獻滔博及寶勝 2025 年營收約 22%、15%。分析師將關注此舉措將為 Nike 帶來之短期與長期預期效益。

投資建議

全球運動休閒品牌及零售商預期 2H26 產業促銷活動將加劇。我們維持審慎看待大眾運動休閒品牌營運表現，相對看好高端運動休閒及戶外品牌 Amer Sports、On 及 Ralph Lauren。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。

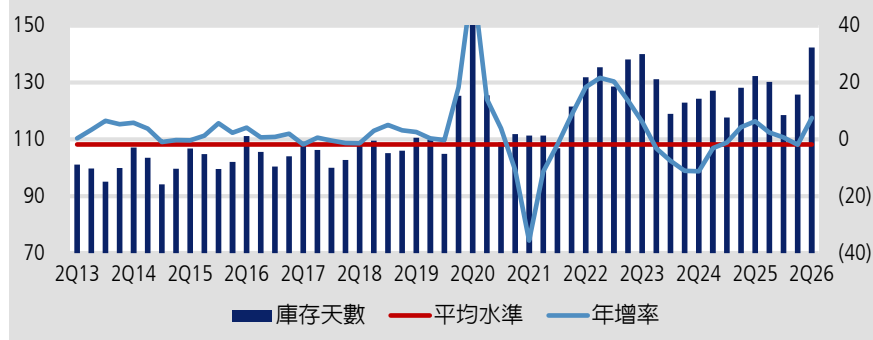
圖 1：凱基評等比較表

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	28.69	48.2	68.0	22.1	16.8	14.3
On Running	ONON US	增加持股	27.27	39.9	46.3	16.3	14.0	12.0
Ralph Lauren	RL US	增加持股	347.23	492.0	41.7	21.1	18.6	17.4
Nike	NKE US	持有	38.10	44.8	17.6	21.3	16.8	14.0
Deckers	DECK US	持有	82.60	96.2	16.5	11.2	10.3	9.4
VFC	VFC US	持有	13.20	15.2	15.2	13.1	9.8	8.1
Gap	GAP US	持有	22.38	24.4	9.0	5.8	8.2	7.6
Under Armour	UAA US	持有	5.06	5.1	0.8	72.3	36.1	26.6
Dicks Sporting Goods	DKS US	持有	132.37	135.1	2.1	11.1	8.8	7.9
Lululemon	LULU US	持有	103.19	90.6	(12.2)	11.1	11.7	11.0

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：全球運動休閒品牌 2Q26 庫存天數驟升

庫存週轉天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右)

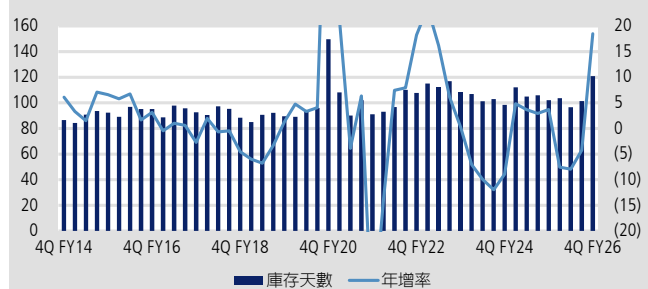


資料來源：Bloomberg；凱基

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

圖 3：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 4：Adidas 庫存天數

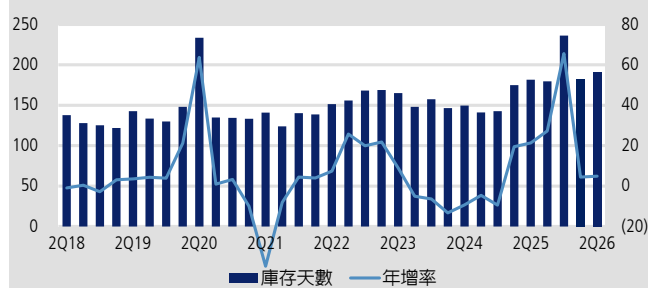
Adidas 庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 5：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 6：Under Armour 庫存天數

Under Armour 庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)

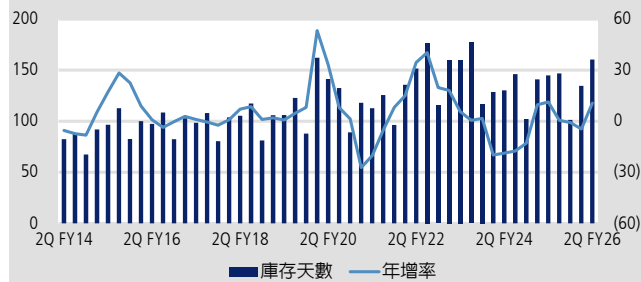


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Under Armour 財年止於 3 月

圖 7：Lululemon 庫存天數

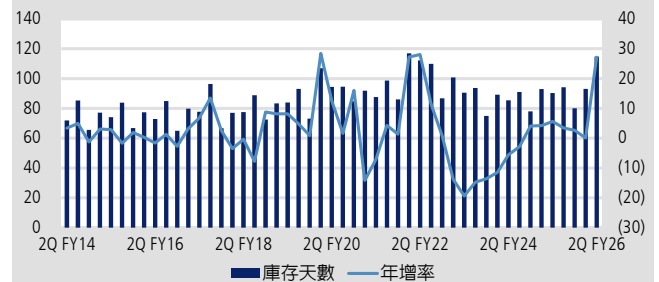
Lululemon 庫存天數，天（左軸）；年增率，百分比（右軸）



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

圖 8：Gap 庫存天數

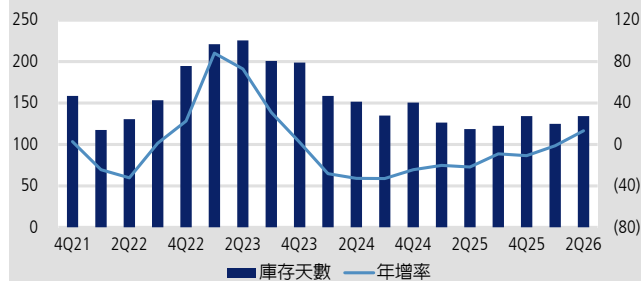
Gap 庫存天數，天（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Gap 財年止於 1 月

圖 9：On 庫存天數

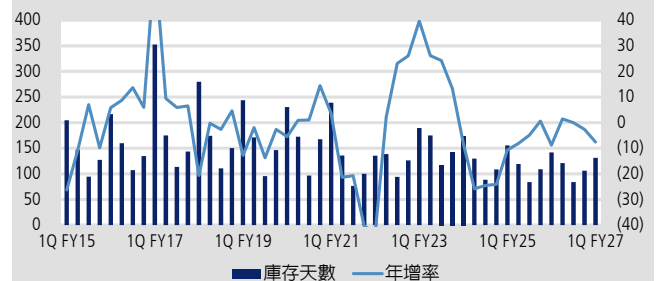
On 庫存天數，天（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 10：Deckers 庫存天數

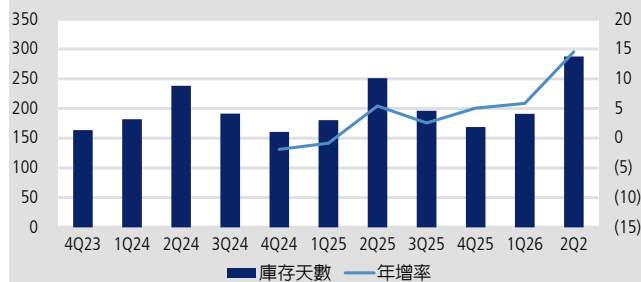
Deckers 庫存天數，天（左軸）；年增率，百分比（右軸）



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

圖 11：Amer Sports 庫存天數

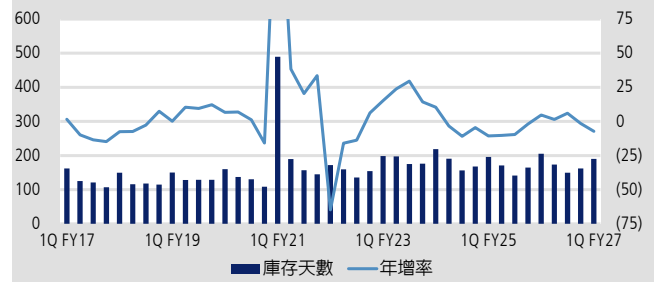
Amer Sports 庫存天數，天（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 12：Ralph Lauren 庫存天數

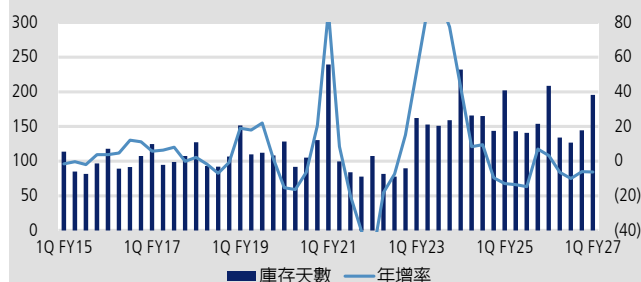
Ralph Lauren 庫存天數，天（左軸）；年增率，百分比（右軸）



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

圖 13：VFC 庫存天數

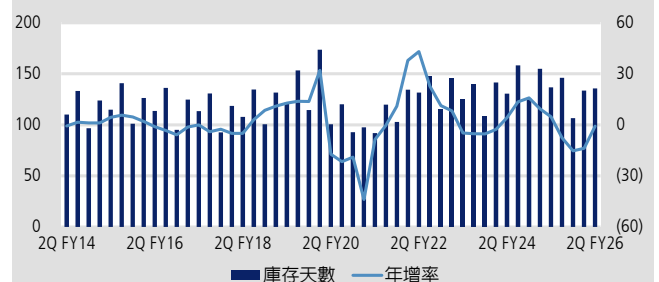
VFC 庫存天數，天（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：VFC 財年止於 3 月

圖 14：Dick's Sporting Goods 庫存天數

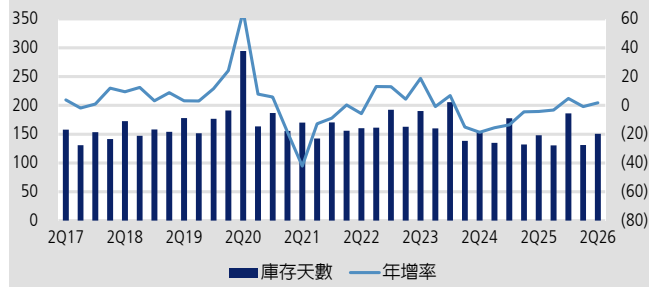
Dick's Sporting Goods 庫存天數，天（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Dick's Sporting Goods 財年止於 3 月

圖 15：Asics 庫存天數

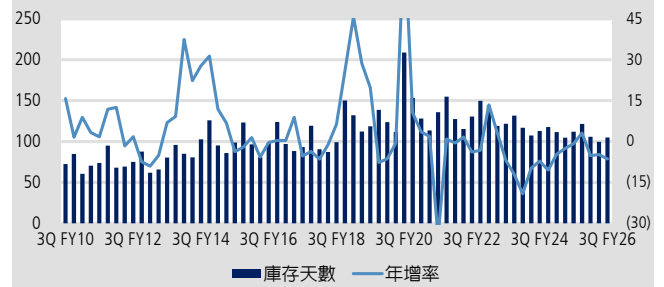
Asics 庫存天數，天（左軸）；年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 16：Fast Retailing 庫存天數

Fast Retailing 庫存天數，天（左軸）；年增率，百分比（右軸）

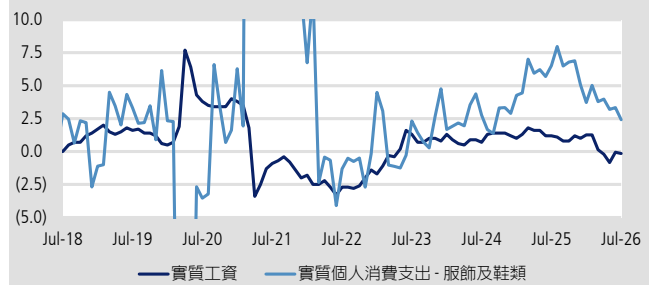


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Fast Retailing 財年止於 8 月

圖 17：美國工資負成長，拖累鞋服消費支出趨緩

美國實質工資與個人鞋服消費支出年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 18：美國消費者信心指數位處低檔

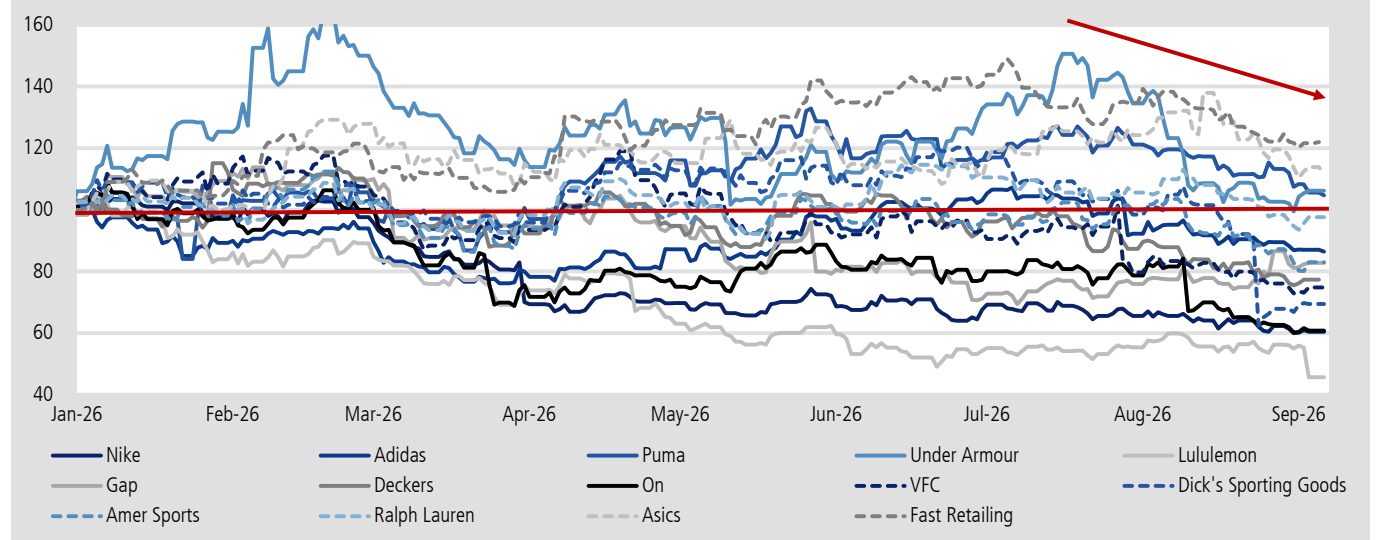
美國通膨率，百分比（左軸）；美國消費者信心指數，點（右軸）



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 19：品牌商股價表現比較

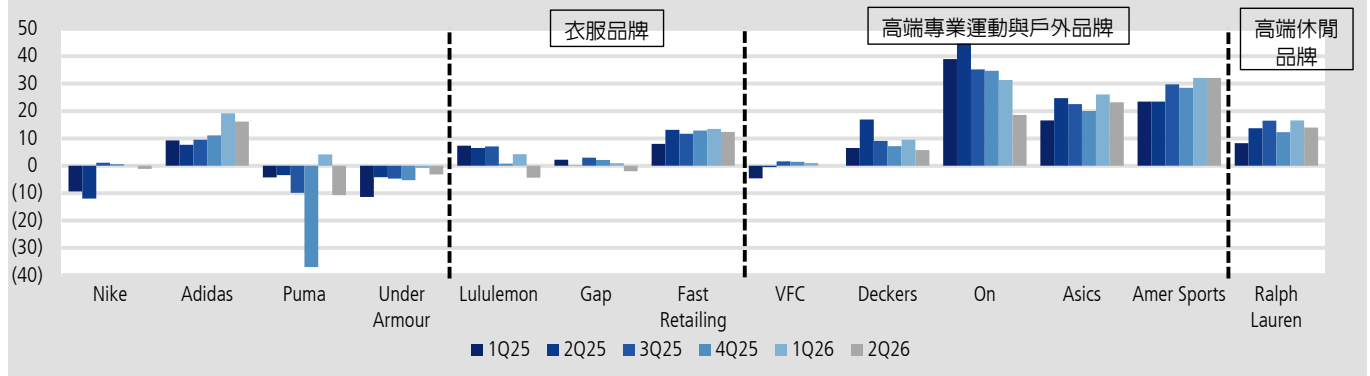
品牌別股價表現，2025/12/31=100



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 20：品牌商營收成長比較

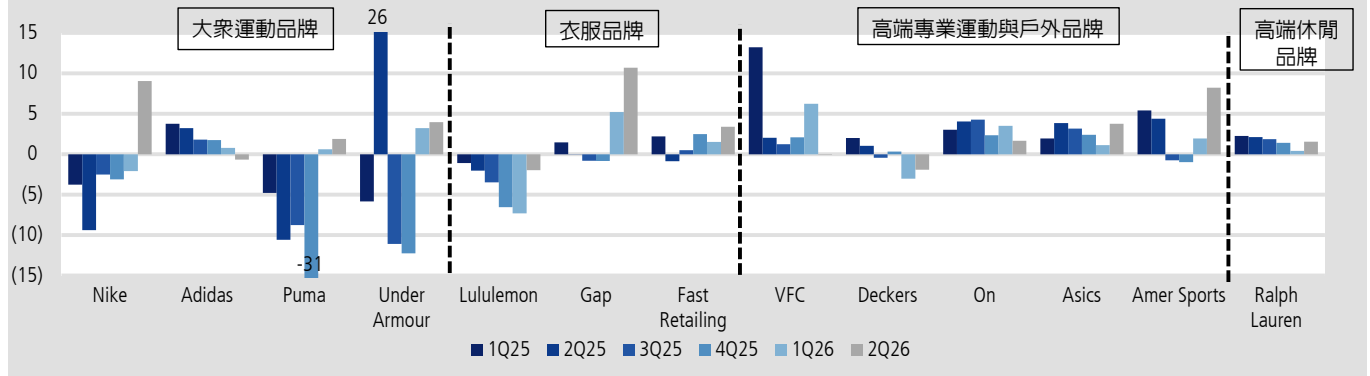
品牌別營收年增率，百分比



資料來源：Bloomberg：凱基

圖 21：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 22：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(%)			營業利率率(%)			股價表現(%)			
				2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	2025	2026F	2027F	3M	6M	12M	YTD
Nike	NKE US	56,521	38.10	2.10	1.79	2.27	21.2	16.8	22.1	16.9	19.1	8.2	7.2	8.5	(14.7)	(32.6)	(48.2)	(40.2)
Adidas	ADS GR	30,831	147.15	7.50	9.36	11.67	15.7	12.6	23.8	26.2	28.5	8.3	9.0	10.0	(12.3)	4.3	(17.7)	(13.0)
Puma	PUM GR	3,942	22.88	(4.38)	(1.43)	0.23	N.M.	100.4	(28.1)	(13.0)	1.6	(4.9)	(0.9)	2.9	(15.1)	3.7	17.1	2.6
Under Armour	UAA US	2,145	5.06	(1.16)	0.07	0.14	72.3	36.1	(30.0)	2.0	4.0	(3.3)	3.0	3.2	(12.5)	(21.9)	0.4	1.8
Lululemon	LULU US	11,424	103.19	13.27	9.32	8.80	11.1	11.7	34.0	20.1	15.8	19.9	14.6	14.0	(15.0)	(39.2)	(37.7)	(50.3)
Gap	GAP US	7,861	22.38	2.19	3.83	2.72	5.8	8.2	23.1	31.7	18.8	7.3	11.7	7.9	3.3	(2.1)	(7.1)	(12.6)
VFC	VFC US	5,189	13.20	0.65	1.01	1.35	13.1	9.8	15.3	20.3	24.2	6.0	7.4	8.7	(22.4)	(23.6)	(13.4)	(27.0)
On Running	ONON US	9,090	27.27	0.62	1.35	1.57	16.3	14.0	13.5	24.1	22.1	12.5	15.0	15.5	(28.7)	(33.8)	(38.6)	(41.3)
Deckers	DECK US	11,249	82.60	7.04	7.40	8.03	11.2	10.3	40.9	34.0	27.2	23.1	21.7	21.7	(26.6)	(20.8)	(28.4)	(20.3)
Amer Sports	AS US	16,680	28.69	0.77	1.30	1.71	22.1	16.7	7.9	12.5	14.9	10.7	14.2	16.0	(17.4)	(15.8)	(21.8)	(23.2)
Ralph Lauren	RL US	20,689	347.23	15.38	16.49	18.64	21.1	18.6	34.7	33.8	34.5	14.5	15.2	16.1	(11.2)	0.9	12.1	(1.8)
Dick's Sporting Goods	DKS US	11,771	132.37	10.22	11.92	15.10	11.1	8.8	19.4	18.9	22.3	6.4	6.9	8.4	(39.7)	(32.4)	(39.9)	(33.1)
Mizuno Corp	8022 JP	2,102	3,010.00	198.66	221.96	261.08	13.6	11.5	10.2	10.4	11.2	8.6	8.8	9.4	18.6	12.4	53.6	30.5
Asics	7936 JP	19,653	3,704.00	138.13	178.16	208.73	20.8	17.7	39.1	42.0	38.7	17.6	18.9	19.3	(7.1)	(6.2)	0.4	9.2
Fast Retailing	9983 JP	138,852	55,950.00	1411.44	1665.29	1878.56	33.6	29.8	20.2	21.1	20.6	16.4	18.5	18.7	(14.3)	5.7	38.1	17.4
Li Ning Co Ltd	2331 HK	4,420	13.41	1.14	0.96	1.09	13.9	12.3	10.9	8.7	9.2	13.2	10.3	10.9	(25.5)	(33.7)	(28.8)	(28.2)
Anta Sports	2020 HK	26,299	73.75	4.89	5.38	5.74	13.7	12.9	21.3	20.8	19.6	23.8	22.7	23.1	(2.1)	(6.6)	(22.8)	(8.4)
Xtep Intl	1368 HK	1,249	3.48	0.51	0.42	0.48	8.2	7.3	14.5	11.3	11.9	14.3	12.0	12.8	(21.4)	(31.6)	(45.7)	(34.5)
國際品牌同業平均							19.1	19.7	16.3	19.0	19.1	11.2	12.0	12.6	(14.7)	(15.2)	(12.7)	(15.1)
申洲	2313 HK	6,860	35.80	3.88	3.32	3.80	10.8	9.4	15.9	12.5	13.6	20.7	17.1	18.5	(17.0)	(38.0)	(40.5)	(41.5)
儒鴻	1476 TT	2,576	295.50	20.10	24.45	26.85	12.1	11.0	18.8	22.0	22.8	18.7	20.4	20.5	(15.2)	(22.4)	(26.9)	(23.1)
聚陽	1477 TT	1,548	197.50	14.65	16.02	17.74	12.3	11.1	25.2	28.1	31.1	13.6	14.5	15.0	(12.6)	(32.5)	(29.3)	(31.5)
廣越	4438 TT	209	58.00	3.04	8.80	11.92	6.6	4.9	3.9	N.A.	N.A.	4.1	5.3	N.A.	(7.9)	(7.9)	(20.9)	(23.6)
振大環球	4441 TT	377	174.00	14.79	18.60	20.80	9.4	8.4	15.6	17.4	18.0	14.3	17.2	17.7	(15.9)	(22.5)	(27.5)	(26.3)
豐泰	9910 TT	2,153	68.60	5.10	4.36	5.01	15.7	13.7	19.1	16.9	19.7	8.9	6.5	7.8	(20.5)	(22.0)	(40.3)	(41.1)
寶成	9904 TT	2,299	24.55	4.10	4.02	3.44	6.1	7.1	8.6	8.1	6.4	4.6	2.9	3.2	(7.4)	(16.9)	(14.5)	(18.6)
來德-KY	6890 TT	1,249	157.00	13.02	11.98	14.07	13.1	11.2	13.4	12.4	14.4	9.5	8.9	11.1	(42.1)	(6.5)	(28.9)	(36.7)
志強-KY	6768 TT	403	63.40	6.77	5.32	6.52	11.9	9.7	8.9	8.0	10.1	8.4	6.2	6.8	(33.8)	(28.0)	(38.7)	(39.9)
中傑-KY	6965 TT	367	73.80	3.50	2.13	4.89	34.7	15.1	4.8	2.8	6.5	2.1	2.1	4.2	(8.9)	(5.7)	(25.6)	(20.1)
百和	9938 TT	378	39.90	4.10	2.55	3.12	15.6	12.8	9.2	5.7	6.8	16.3	11.6	12.3	(13.3)	(17.0)	(27.8)	(21.0)
鈺齊-KY	9802 TT	455	71.20	6.05	6.44	8.72	11.1	8.2	8.7	9.1	11.8	9.2	8.2	9.7	(12.1)	(17.7)	(31.9)	(30.2)
供應鏈同業平均							13.3	10.2	12.6	13.0	14.7	11.1	10.1	11.5	(16.7)	(18.8)	(27.1)	(27.6)

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 23：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	70.3	80-90	鞋類
寶成	9904 TT	持有	24	20-30	鞋類
百和	9938 TT	持有	36.8	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	333	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	36.8	0-5	鞋類
儒鴻	1476 TT	持有	333	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	253	20-25	服飾
儒鴻	1476 TT	持有	333	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	36.8	5-10	鞋類
Amer Sports					
豐泰	9910 TT	持有	70.3	5-10	鞋類
儒鴻	1476 TT	持有	333.0	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	36.8	0-5	鞋類
Under Armour					
百和	9938 TT	持有	36.8	0-5	鞋類
儒鴻	1476 TT	持有	333.0	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	253.0	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 Jakarta Selatan 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	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。
未評等 (R)	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

上述凱基分析員為證監會持牌人，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。

於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基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的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、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，凱基並不另行通知。凱基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，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、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、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。