

行业研究 | 专题报告 | 纺织品、服装与奢侈品

望远镜系列 52 之 2026Q1 财报总结：分化犹存，修复延续

报告要点

当前海外运动品牌公司 2026Q1 财报已基本披露完毕，海外各公司销售表现与盈利能力如何，年度后续指引情况如何，海外库存究竟行至何处，基于以上多个问题，我们对海外公司最新财季财报表现进行梳理与总结，通过最新的行业数据寻觅上述问题的答案。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



陈信志

纺织品、服装与奢侈品

望远镜系列 52 之 2026Q1 财报总结：分化犹存，修复延续

引言

当前海外运动品牌公司 2026Q1 财报已基本披露完毕，海外各公司销售表现与盈利能力如何，年度后续指引情况如何，海外库存究竟行至何处，基于以上多个问题，我们对海外公司最新财年财报表现进行梳理与总结，通过最新的行业数据寻觅上述问题的答案。

营收分化犹存，改善趋势延续

营收分化犹存，改善趋势延续。从代表性运动鞋服公司 2026Q1 营收表现来看，On、Amer Sports、Asics 及 Adidas 保持较强增长动能，其中 On、Amer Sports 和 Asics 均实现 20% 以上增长，专业运动、高端户外细分赛道需求依然旺盛。Deckers 增长有所放缓，但凭借品牌力和产品创新仍维持稳健增长。与此同时，Nike 与 VF 等已出现企稳修复迹象，北美市场改善带动整体表现环比回暖，但大中华区可能仍存在一定压力。整体来看，海外运动品牌营收表现整体延续分化，改善趋势仍旧延续，整体行业景气度并未显著改善，细分赛道相对更优。

北美有所回暖，大中华区仍有拖累。北美市场延续回暖趋势，部分品牌在渠道优化、库存改善及批发业务恢复带动下实现边际改善，成为全球经营修复的重要支撑。EMEA 地区整体保持稳健，虽短期受到地缘冲突影响，但仍是多数品牌维持增长的重要基本盘。亚太尤其是大中华区则延续分化，以跑步、户外为代表的细分赛道品牌持续实现较快增长，而部分品牌在品牌重塑和渠道调整过程中仍面临一定压力。

经营修复与成长降速并存，行业逐步回归常态增长

经营修复与成长降速并存，行业逐步回归常态增长。从海外运动品牌最新财年收入指引来看，行业整体已从前期大幅波动阶段逐步进入常态化增长周期。Nike、VF 等此前处于调整和优化阶段的品牌，虽然当前收入表现仍相对承压，但全年指引整体较为稳定，库存、渠道调整预计已接近尾声。On、Amer Sports 等高景气赛道品牌预计维持行业领先增长水平，户外及专业运动赛道景气度依然较强。

关税扰动渐消，毛利率望回升。从各运动品牌最新毛利率指引来看，Nike、Deckers、Lululemon 预计下一季度毛利率有所承压，其中 Nike 主要为去库下促销力度加大、渠道结构调整，Deckers 主要为关税拖累，Lululemon 则主要受到关税成本提升和产品折扣增加影响。其余品牌受益于品牌力提升、结构调整及关税退税等因素，下一季度毛利率预计多同比提升。

行业渐迎补库，需求温和修复

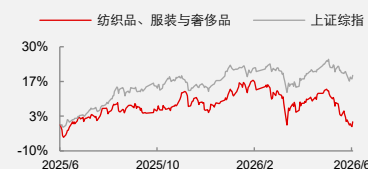
展望后续，行业渐迎补库，需求温和修复。目前美国服装行业整体位于去库末期，库销比行至相对低位，Adidas 等品牌已主动补库一段周期，后续补库力度或将减弱，而经营磨底的 Nike、Puma 等品牌仍延续去库，期待后续向补库切换。零售整体弱修复，行业需求逐步改善，北美需求有所修复，EMEA 短期受地缘政治拖累，大中华区延续疲软，整体需求预计仍延续弱复苏趋势。若后续零售维持改善，以 Nike 为代表的行业巨头有望进入补库周期以弥补早前补库品牌补库动能可能渐弱问题，上游制造接单或迎来拐点，制造板块有望迎来行业 β。

风险提示

1、海外需求衰退风险；2、库存去化不及预期风险；3、行业竞争加剧风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《望远镜系列 51 之 Lululemon FY2026Q1 经营跟踪：全年指引下调，经营困境显现》2026-06-10
- 《望远镜系列 50 之 Deckers FY2026Q4 经营跟踪：收入超预期增长，中长期思路清晰》2026-06-08
- 《何以成就亚朵零售？——长江纺服周专题 26W19》2026-06-08



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言.....	4
营收分化犹存，改善趋势延续	4
经营修复与成长降速并存，行业逐步回归常态增长	6
行业渐迎补库，需求温和修复	8
风险提示.....	11

图表目录

图 1：海外运动品牌分地区季度营收同比增速	5
图 2：多数海外运动品牌 2026Q1 收入同比实现增长	6
图 3：关税影响下海外运动品牌盈利能力下滑	6
图 4：美国服装零售增速维持稳健.....	8
图 5：美国消费者信心指数维持震荡	8
图 6：海外零售增速弱修复	9
图 7：美国零售及批发商库销比均已降至历史中枢以下.....	9
图 8：美国零售商库存维稳，批发商库存企稳回升	9
图 9：2026Q1，运动板块库销比分位数多环比提升	10
图 10：2026Q1，各品牌库存表现有所分化.....	10
图 11：海外品牌库存情况及指引	10
表 1：海外公司 2026Q1 分地区营收表现及波动因素	4
表 2：海外公司最新全年营收指引.....	6
表 3：海外公司后续季度增速测算及展望.....	7
表 4：海外运动品牌毛利率及指引.....	7

引言

当前海外运动品牌公司 2026Q1 财报已基本披露完毕，海外各公司销售表现与盈利能力如何，年度后续指引情况如何，海外库存究竟行至何处，基于以上多个问题，我们对海外公司最新财季财报表现进行梳理与总结，通过最新的行业数据寻觅上述问题的答案。

营收分化犹存，改善趋势延续

营收分化犹存，改善趋势延续。从代表性运动鞋服公司 2026Q1 营收表现来看，On、Amer Sports、Asics 及 Adidas 保持较强增长动能，其中 On、Amer Sports 和 Asics 均实现 20% 以上增长，专业运动、高端户外细分赛道需求依然旺盛。Deckers 增长有所放缓，但凭借品牌力和产品创新仍维持稳健增长。与此同时，Nike 与 VF 等已出现企稳修复迹象，北美市场改善带动整体表现环比回暖，但大中华区可能仍存在一定压力。整体来看，海外运动品牌营收表现整体延续分化，改善趋势仍旧延续，整体行业景气度并未显著改善，细分赛道相对更优。

表 1：海外公司 2026Q1 分地区营收表现及波动因素

公司	2025Q4 对应财季	营收变动	营收波动分析
Nike	FY2026Q3 (截至 2026/2/28)	全球-3%/北美+3%/EMEA -7%/ APLA -2%/大中华区-10%	北美地区引领回归，得益于新增分销渠道带动批发增长，EMEA 下滑主因服装销售不及预期且折扣加深，大中华区调整持续延续承压。
Adidas	FY2026Q1 (截至 2026/3/31)	全球+14%/EMEA+6%/北美+12%/ 拉丁美洲+26%/新兴市场+10%/ 日韩+23%/大中华区+17%	北美、大中华区等地实现双位数强劲增长，新兴市场受地缘冲突影响，EMEA 地区相对较弱主因欧洲批发渠道谨慎发展
Puma	FY2026Q1 (截至 2026/3/31)	全球-1%/EMEA -10%/美洲+6%/亚太+8%	EMEA 下滑主因批发业务拖累及中东地区冲突影响，美洲和亚太地区恢复增长，去库产生积极影响
VF	FY2026Q4 (截至 2026/3/28)	全球+3%/美洲+10%/EMEA-5%/ APAC+1%/大中华区+3%	美洲地区持续回暖，EMEA 下滑预计受地缘冲突影响，APAC 修复伴随大中华区环比改善
UA	FY2026Q4 (截至 2026/3/31)	全球-1%/北美-7%/EMEA+7%/ 亚太+13%/拉丁美洲+22%	北美承压主因批发下滑，EMEA 延续稳健增长，亚太开始转为正增
Lululemon	FY2026Q1 (截至 2026/5/3)	全球+4%/美国-4%/大中华区+29%	Q1 末销售走弱受负面舆论及新品不及预期影响，大中华区受益于春节带动及门店扩张
Deckers	FY2026Q4 (截至 2026/3/31)	全球+10%/美国持平/其他地区+26%	美国市场整体维稳，国际地区为核心增长驱动
On	FY2026Q1 (截至 2026/3/31)	全球+26%/EMEA+26%/ 美洲+17%/亚太+61%	美洲和 EMEA 维持不错增长，中国和韩国强劲增长带动亚太地区表现
Asics	FY2026Q1 (截至 2026/3/31)	全球+30%/日本+17%/北美+23%/欧洲+44%/ 大中华区+28%/大洋洲+27%/东南亚和南亚+35%	各地区收入显著增长，尤其是欧洲及东南亚和南亚地区
Amer Sports	FY2026Q1 (截至 2026/3/31)	全球+28%/EMEA +21%/美洲+18%/ 亚太+53%/大中华区+42%	四个地区均实现健康的双位数增长，其中亚太和中国引领增长

资料来源：各公司公告，彭博，长江证券研究所 注：Nike、Adidas、Puma、VF、On 收入为固定汇率同比增速，其余均为本币计价

北美有所回暖，大中华区仍有拖累。北美市场延续回暖趋势，部分品牌在渠道优化、库存改善及批发业务恢复带动下实现边际改善，成为全球经营修复的重要支撑。EMEA 地区整体保持稳健，虽短期受到地缘冲突影响，但仍是多数品牌维持增长的重要基本盘。

亚太尤其是大中华区则延续分化，以跑步、户外为代表的细分赛道品牌持续实现较快增长，而部分品牌在品牌重塑和渠道调整过程中仍面临一定压力。

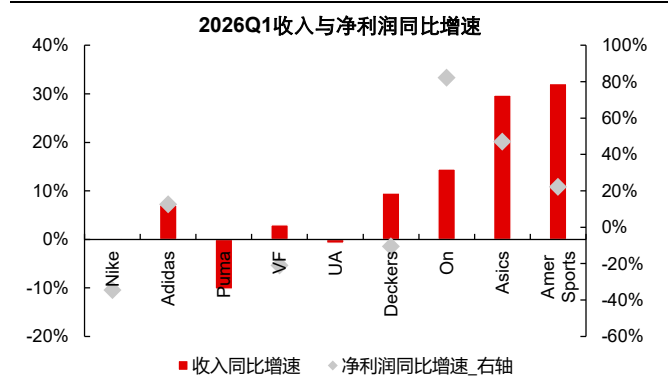
图 1：海外运动品牌分地区季度营收同比增速

营收增速	地区	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
Nike	北美	27%	5%	-1%	-3%	3%	-1%	-11%	-8%	-4%	-11%	4%	9%	3%
	EMEA	26%	7%	6%	-3%	-4%	1%	-12%	-10%	-6%	-10%	1%	-1%	-7%
	大中华	1%	25%	12%	8%	6%	7%	-3%	-11%	-15%	-20%	-10%	-16%	-10%
	全球	19%	8%	2%	-1%	0%	0%	-9%	-9%	-7%	-11%	-1%	0%	-3%
Adidas	北美	-20%	-16%	-9%	-21%	-4%	-8%	-7%	15%	3%	8%	1%	5%	12%
	EMEA	4%	-1%	2%	-7%	14%	19%	18%	25%	14%	4%	9%	6%	6%
	大中华区	-9%	16%	6%	37%	8%	9%	9%	16%	13%	2%	6%	15%	17%
	全球	0%	0%	1%	-8%	8%	11%	10%	19%	13%	8%	8%	11%	14%
Puma	美洲	-1%	-4%	3%	-6%	1%	9%	11%	7%	-3%	-1%	-15%	-22%	6%
	EMEA	25%	25%	10%	-5%	0%	-4%	1%	15%	5%	-3%	-7%	-24%	-10%
	大中华区	10%	36%	9%	31%	7%	8%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	全球	14%	11%	6%	4%	1%	2%	5%	10%	0%	-2%	-10%	-21%	-1%
VF	美洲	-7%	-15%	-11%	-25%	-23%	-12%	-10%	2%	-5%	-3%	-1%	6%	10%
	EMEA	8%	-3%	6%	-12%	-5%	-5%	-3%	1%	-2%	-2%	0%	-3%	-5%
	大中华区	10%	31%	14%	7%	10%	4%	9%	4%	-1%	-6%	-2%	-6%	3%
	全球	0%	-8%	-4%	-17%	-13%	-8%	-6%	2%	-3%	-2%	-1%	2%	3%
UA	北美	3%	-9%	-2%	-12%	-10%	-14%	-13%	-8%	-11%	-5%	-8%	-10%	-7%
	EMEA	14%	10%	9%	7%	9%	0%	-1%	5%	-2%	10%	12%	6%	7%
	全球	8%	-2%	0%	-6%	-5%	-10%	-11%	-6%	-11%	-4%	-5%	-5%	-1%
Lululemon	北美	20%	11%	12%	9%	2%	0%	0%	5%	2%	0%	-3%	-6%	-4%
	全球	24%	18%	19%	16%	10%	7%	9%	13%	7%	7%	7%	1%	4%
Deckers	北美	4%	9%	21%	16%	19%	23%	14%	12%	0%	-3%	-2%	3%	0%
	全球	8%	10%	25%	16%	21%	22%	20%	17%	6%	17%	9%	7%	10%
On	美洲	92%	60%	61%	19%	30%	26%	35%	34%	29%	24%	21%	21%	17%
	EMEA	52%	29%	20%	23%	10%	22%	15%	33%	33%	46%	33%	28%	26%
	全球	78%	52%	47%	22%	29%	29%	33%	41%	40%	38%	35%	31%	26%
Asics	日本	35%	11%	1%	-1%	10%	22%	35%	25%	26%	22%	19%	23%	17%
	北美	24%	12%	14%	-10%	26%	16%	14%	15%	18%	0%	6%	-7%	23%
	欧洲	44%	6%	11%	-7%	9%	27%	18%	41%	22%	27%	27%	29%	44%
	大中华区	41%	38%	12%	10%	25%	37%	20%	37%	22%	13%	23%	24%	28%
	全球	45%	15%	15%	1%	14%	22%	16%	25%	20%	31%	8%	21%	30%
Amer Sports	EMEA					-20%	-35%	84%	9%	12%	18%	23%	21%	27%
	美洲					1%	2%	8%	17%	12%	6%	18%	18%	18%
	大中华区					52%	54%	57%	56%	43%	42%	47%	42%	45%
	全球					14%	17%	18%	21%	23%	23%	30%	28%	32%

资料来源：各公司公告，长江证券研究所 注：除 Nike、Adidas、Puma、VF、On 收入为固定汇率增速，其余均为本币计价；为保持口径一致，各公司财年经调整对应自然年

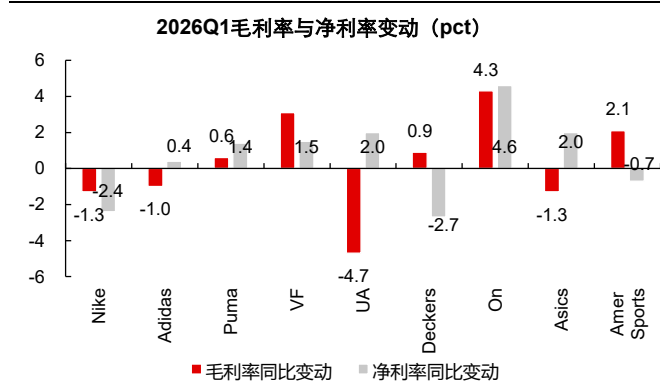
关税与汇率为主要拖累，正价销售与结构调整有所增益。从盈利端来看，On、Amer Sports 等品牌毛利率提升预计主要受益于正价销售增强以及渠道和产品组合优化，而 Nike、Adidas 等品牌毛利率下滑预计主要为关税扰动及汇率波动拖累，后续而言，关税导致毛利率不可同比的情况将减轻，叠加潜在退税收益影响，毛利率预计将会逐步修复。

图 2：多数海外运动品牌 2026Q1 收入同比实现增长



资料来源：各公司公告，长江证券研究所 注：为保持可比性，此处采用本市计价
同比变动数据，其中 UA 净利润同减亏，部分数据过大未能完整在图中显示

图 3：关税影响下海外运动品牌盈利能力下滑



资料来源：各公司公告，长江证券研究所 注：以上数据均为同比变动

经营修复与成长降速并存，行业逐步回归常态增长

经营修复与成长降速并存，行业逐步回归常态增长。从海外运动品牌最新财年收入指引来看，行业整体已从前期大幅波动阶段逐步进入常态化增长周期。Nike、VF 等此前处于调整和优化阶段的品，虽然当前收入表现仍相对承压，但全年指引整体较为稳定，库存、渠道调整预计已接近尾声。On、Amer Sports 等高景气赛道品牌预计维持行业领先增长水平，户外及专业运动赛道景气度依然较强。

表 2：海外公司最新全年营收指引

公司	最新财年 营收增速	2026Q1 营收增速	全年营收增速指引	营收指引变动	营收增速变动	财年日期
Nike	-9%	-3%	FY2026Q4 营收同比下滑 2%-4%	新增	持平	2025/6/1-2026/5/31 (FY2026)
Adidas	13%	14%	FY2026: 营收同比高单增长（固定汇率）	维持	降速	2026/1/1-2026/12/31 (FY2026)
Puma	-8%	-1%	FY2026: 营收同比下滑低-中单位数（固定汇率）	维持	提速	2026/1/1-2026/12/31 (FY2026)
VF	1%	3%	FY2027: 营收同比增长 1%-2%（固定汇率）	新增	持平	2026/3/29-2027/3/27 (FY2027)
UA	-4%	-1%	FY2027: 营收同比略下滑	新增	提速	2026/4/1-2027/3/31 (FY2027)
Lululemon	5%	4%	FY2026: 实现营收 110~111.5 亿美元，同比-1%~持平	下调	降速	2026/2/2-2027/1/31 (FY2026)
Deckers	10%	10%	FY2027: 实现营收 58.6-59.1 亿美元，同比高单增长	新增	降速	2026/4/1-2027/3/31 (FY2027)
On	36%	26%	FY2025: 营收同比至少增长 23%（固定汇率）	维持	降速	2026/1/1-2026/12/31 (FY2026)
Asics	20%	30%	FY2026: 实现营收 9500 亿日元，同比+17%	维持	降速	2026/1/1-2026/12/31 (FY2026)
Amer Sports	27%	32%	FY2026: 营收同比+20%-22%	上调	降速	2026/1/1-2026/12/31 (FY2026)

资料来源：各公司财报，彭博，长江证券研究所 注：1) 营收指引变动表示最新季度披露营收增速指引环比上次披露的指引如何变动；2) 营收增速变动表示营收增速指引和上一财年实际增速相比的变动；3) 上述增速为同比增速

后续季度延续分化，整体改善趋势确定。从后续季度指引增速来看，On、Amer Sports 预计强劲增长趋势延续，Adidas 维持不错增长，Deckers 维持增长但增速放缓明显，

Nike、Puma 等预期延续改善。综合而言，海外运动品牌后续季度营收表现预计延续分化，多数品牌仍预期实现正增，其中品牌势能较强的公司能够维持较优增长，调改中公司维持修复趋势。

表 3：海外公司后续季度增速测算及展望

公司	2026Q1 对应财季	2026Q1 营收增速	与彭博 预期相比	2025Q4 营收增速	后续展望
Nike	FY2026Q3	-3%	符合预期	0%	FY2026Q4 营收同比下滑 2%~4%，基本与 Q3 趋势一致。其中北美地区营收温和增长，但被大中华区（预计营收同比下滑~20%）和匡威下滑抵消
Adidas	FY2026Q1	14%	超预期	11%	预计 FY2026 全年营收同比高单增长，世界杯影响下，上半年增速优于下半年
Puma	FY2026Q1	-1%	符合预期	-21%	预计 FY2026 全年营收同比下滑低-中单位数，预计下半年优于上半年，且 FY2026Q2 增速弱于 Q1
VF	FY2026Q4	3%	略超预期	2%	公司预计 FY2027 营收同比+1%~+2%，其中 The North Face、Timberland、Altra 持续增长，Vans 降幅收窄至中单位数，且下半年优于上半年。预计 FY2027Q1 营收同比低单下滑。
UA	FY2026Q4	-1%	符合预期	-5%	预计 FY2027 营收同比稳中略降，其中北美地区低单下滑，EMEA 和亚太地区低单增长。预计 FY2027Q1 营收同比下滑 2%~3%，其中北美高单下滑，EMEA 低双增长，亚太持平
Lululemon	FY2026Q1	4%	略超预期	1%	预计 FY2026Q2 实现营收 24.5~24.75 亿美元，同比下滑 2%~3%，其中北美低双下滑，中国大陆中高双增长，其他地区高单至低双增长
Deckers	FY2026Q4	10%	略超预期	7%	FY2027 全年营收同比高单增长，其中 HOKA 同比低双增长，UGG 同比中单增长。 预计 FY2027Q1 营收同比增长约 5%，其中 HOKA 同比高单增长，UGG 同比中单增长
On	FY2026Q1	26%	符合预期	31%	预计 FY2026 全年营收同比至少增长 23%，即实现销售额 35.1 亿 CHF，其中 DTC、亚太区和服装表现可能超预期
Asics	FY2026Q1	30%	超预期	21%	预计 FY2026 全年营收同比+17%
Amer Sports	FY2026Q1	32%	超预期	28%	预计 FY2026 全年收入同比+20%~22%，其中 Technical Apparel 同比+22%~24%，Outdoor Performance 同比+22%~24%，Ball & Racquet Sports 同比+10%~12%。预计 FY2026Q2 收入同比+22%~24%

资料来源：各公司财报，彭博，长江证券研究所 注：第三列标注红/绿色为高于/低于上一季度增速，上述增速为同比增速

关税扰动渐消，毛利率望回升。从各运动品牌最新毛利率指引来看，Nike、Deckers、Lululemon 预计下一季度毛利率有所承压，其中 Nike 主要为去库下促销力度加大、渠道结构调整，Deckers 主要为关税拖累，Lululemon 则主要受到关税成本提升和产品折扣增加影响。其余品牌受益于品牌力提升、结构调整及关税退税等因素，下一季度毛利率预计多同比提升。

表 4：海外运动品牌毛利率及指引

毛利率	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	最新毛利率指引	最近财年毛利率
Nike	41.5%	40.3%	42.2%	40.6%	40.2%	预计 FY2026Q4 毛利率 同比下滑 0.25pct-0.75pct	42.7% (FY2025)
Adidas	52.1%	51.7%	51.8%	50.8%	51.1%	预计毛利率将在下半年改善	51.6% (FY2025)
Puma	47.1%	46.1%	45.2%	40.2%	47.7%	预计全年毛利率将大幅提升	45% (FY2025)

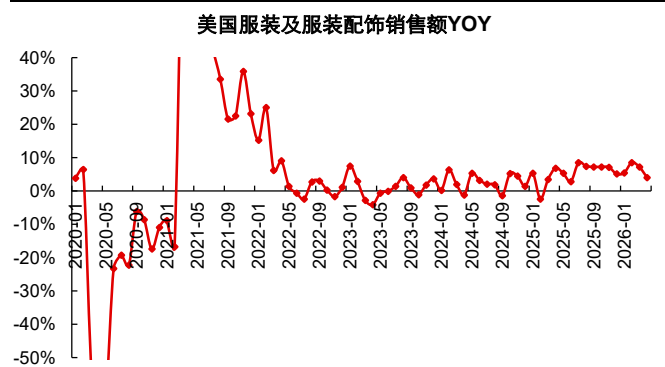
VF	53.3%	53.9%	52.2%	57.0%	56.4%	预计 FY2027Q1 及 FY2027 全年毛利率将同比提升	54.8% (FY2026)
UA	46.7%	48.2%	47.3%	44.4%	42.0%	预计 FY2027Q1 毛利率同比提升 6.1-6.3pct, FY2027 毛利率同比提升 2.2pct-2.7pct	45.5% (FY2026)
Lululemon	58.3%	58.5%	55.6%	54.9%	54.2%	预计 FY2026Q2 毛利率同比下滑 4.1pct, FY2026 毛利率同比下滑 0.9pct	56.6% (FY2025)
Deckers	56.7%	55.8%	56.2%	59.8%	57.6%	预计 FY2027Q1 毛利率同比下滑, FY2027 毛利率约为 56.5% (同比下滑)	57.7% (FY2026)
On	59.9%	61.5%	65.7%	63.9%	64.2%	预计 FY2026 毛利率至少达到 64.5%	62.8% (FY2025)
Asics	55.8%	51.1%	63.3%	57.8%	54.6%	-	56.8% (FY2025)
Amer Sports	57.8%	58.5%	56.8%	57.7%	59.9%	预计 FY2026Q2 毛利率约为 59.5%, FY2026 毛利率约为 59%~59.5%	57.6% (FY2025)

资料来源：各公司财报，彭博，长江证券研究所

行业渐迎补库，需求温和修复

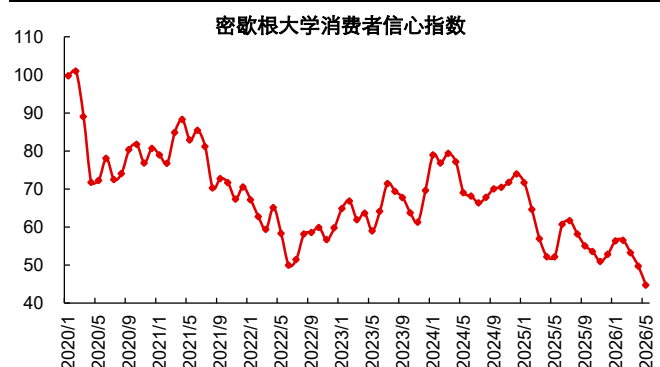
终端需求层面，分化式弱修复下外需预计温和修复。近几个季度美国服装零售维持个位数增长，英国服装零售从 2025Q2 起增速向好，日本零售增速维持低位震荡，整体而言，海外各国零售表现也存分化，但整体未来明显改善，预计仍旧保持温和修复态势。

图 4：美国服装零售增速维持稳健



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：此图用于看近期趋势，部分极端值未显示

图 5：美国消费者信心指数维持震荡



资料来源：Wind，长江证券研究所

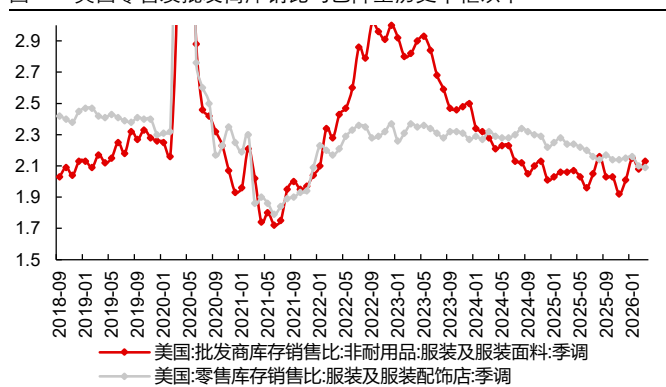
图 6：海外零售增速弱修复

年份	国家	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2023年	美国	8%	3%	-3%	-4%	-1%	0%	1%	4%	1%	-1%	2%	4%
	日本	4%	9%	-1%	-1%	-4%	-2%	3%	1%	-6%	-9%	0%	-14%
	英国	21%	14%	11%	11%	8%	10%	6%	10%	5%	4%	4%	-1%
	法国	2%	-1%	-2%	-1%	-6%	-2%	7%	-2%	-11%	-2%	1%	-1%
	德国	-5%	-7%	-7%	-11%	-4%	-1%	-12%	-9%	-18%	-13%	-6%	-12%
2024年	美国	0%	6%	2%	-1%	5%	3%	2%	2%	-1%	5%	4%	1%
	日本	-8%	-3%	-3%	-1%	0%	5%	-2%	11%	11%	1%	11%	14%
	英国	-1%	-2%	0%	-8%	-1%	-5%	-2%	0%	3%	-2%	-7%	0%
	法国	0%	-1%	1%	-1%	-4%	-2%	-2%	1%	9%	1%	-2%	1%
	德国	1%	4%	-9%	11%	-10%	-9%	8%	-3%	-4%	6%	-8%	3%
2025年	美国	5%	-2%	3%	7%	5%	3%	9%	7%	7%	7%	7%	5%
	日本	-11%	-12%	-10%	-11%	-11%	-11%	-9%	-15%	-19%	-19%	-19%	-25%
	英国	22%	1%	3%	7%	-4%	0%	4%	3%	7%	6%	11%	3%
	法国	-2%	-2%	0%	1%	1%	1%	-3%	0%	-5%	0%	2%	-3%
	德国	-5%	-7%	-2%	-8%	0%	-14%	-5%	-5%	-1%	-2%	-1%	5%
2025年	美国	5%	9%	7%	4%								
	日本	-2%	-2%	-4%	-2%								
	英国	-13%	4%	5%	0%								
	法国	2%	-3%	-3%	0%								
	德国	-3%	-5%	4%	3%								

资料来源：Wind，Federal Statistical Office，Office for National Statistics，长江证券研究所 注：上述为零售同比增速

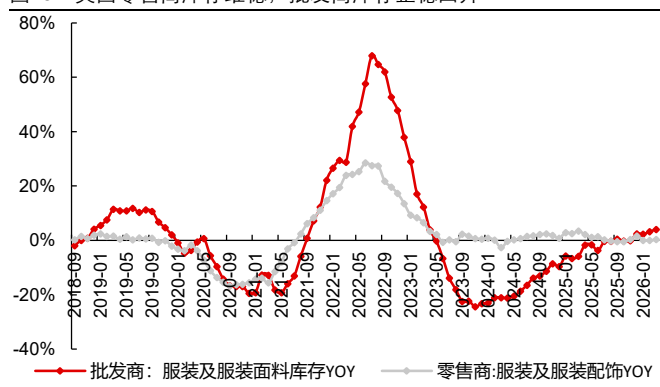
行业库存层面，美国服装行业库存处于去库尾声。美国批发商库销比自 2023 年以来趋于下滑，零售商库销比自 2022 年以来维稳走低，整体行业库销比水平处于历史偏低的位置。从行业库存同比情况来看，美国服装零售商维稳稳定，批发商库存开始增长。整体而言，美国服装整体库存已处于较低水平，预计后续将逐步步入补库周期。

图 7：美国零售及批发商库销比均已降至历史中枢以下



资料来源：Wind，长江证券研究所 注：此图用于看近期趋势，部分极端值未显示

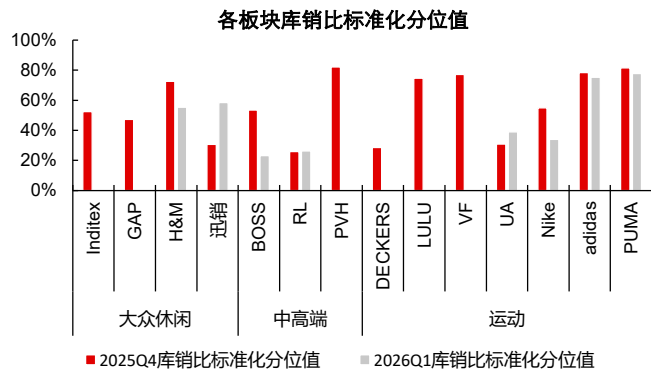
图 8：美国零售商库存维稳，批发商库存企稳回升



资料来源：Wind，长江证券研究所

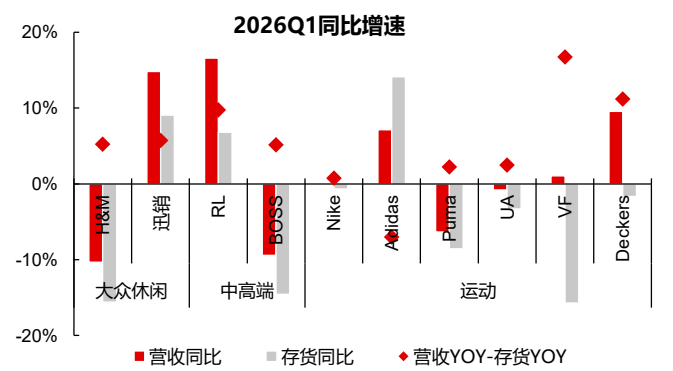
库存表现分化，Nike 望迎补库。2026Q1 运动板块库销比多环比下降，经营较优的 Adidas、Asics、Amer Sports 等延续补库，但从各品牌展望及指引来看预计后续补库动能有所弱化。经营磨底的 Nike、VF、UA 等则保持去库，库存已处于阶段性低位，后续预计陆续迎来补库。整体而言，受经营状况与库存去化情况影响，不同品牌库存表现延续分化。

图 9：2026Q1，运动板块库销比分位数多环比提升



资料来源：彭博，长江证券研究所 注：取 2015 年至今数据计算分位数，库销比计算方式为最新季度末库存/近 4 个季度平均收入*3

图 10：2026Q1，各品牌库存表现有所分化



资料来源：彭博，长江证券研究所

图 11：海外品牌库存情况及指引

公司	库存yoy					最新库存表现	先前季度库存变化
	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1		
Nike	-2%	0%	-2%	-3%	-1%	北美库存保持健康，EMEA FY2026Q4预计库存处于高位，大中华区预计FY2027仍保持去库	北美及EMEA地区库存水平恢复健康，大中华区库存去化明显
Adidas	15%	16%	21%	17%	14%	库存增长主因支撑未来收入增长以及产品提前采购和入库以保证供应	库存结构整体保持健康，能够支撑营收规模持续增长
Puma	16%	10%	17%	2%	2%	去库进展略快于预期，预计库存于FY2026年底恢复至正常水平	去库行动进展略快于预期，预计库存水平于2026年底恢复至正常水平
VF	-4%	4%	-11%	-4%	-16%	预计FY2027库存将同比增长以支撑收入增长，但库存周转天数预计持平。长期库存水平仍将趋于下滑。	库存水平仍旧可控
UA	-1%	2%	-6%	-2%	-3%	过去两年公司SKU已减少25%，预计后续将持续优化产品组合	库存整体保持去化
lululemon	23%	21%	11%	18%	2%	预计FY2026库存金额同比低-中单增长，库存数量同比略降	目前库存结构预计维持健康，预计FY2026库存金额同比中高单增长，库存数量同比持平或略降
Deckers	4%	13%	7%	10%	-2%	公司收入增长但公司及批发商库存走低，整体经营处于健康水平，有利于支撑正价销售与业绩增长	公司强化现有款式库存管理并利用DTC渠道控制尾货，预计库存结构相对健康
On	9%	-10%	9%	0%	2%	库存水平和质量预计保持健康，FY2027年初将推出大量创新产品，希望保持经销商伙伴库存健康	库存水平预计保持健康，推动公司持续保持全价销售
Asics	8%	8%	21%	30%	35%	2026年春夏库存正稳步去化，预计库存水平及结构健康	2026年春夏订单向好，带动库存增长，公司将致力于提升库存销量
Amer Sports	15%	29%	28%	33%	33%	库存增长主因始祖鸟季节性商品提前到货，以及海运替代空运导致始祖鸟在途货品数量增多，整体库存水平和质量仍保持健康	库存水平保持适度高位

资料来源：各公司公告，彭博，长江证券研究所

展望后续，行业渐迎补库，需求温和修复。目前美国服装行业整体位于去库末期，库销比行至相对低位，Adidas 等品牌已主动补库一段周期，后续补库力度或将减弱，而经营磨底的 Nike、Puma 等品牌仍延续去库，期待后续向补库切换。零售整体弱修复，行业需求逐步改善，北美需求有所修复，EMEA 短期受地缘政治拖累，大中华区延续疲软，整体需求预计仍延续弱复苏趋势。若后续零售维持改善，以 Nike 为代表的行业巨头有望进入补库周期以弥补早前补库品牌补库动能可能渐弱问题，上游制造接单或迎来拐点，制造板块有望迎来行业 β。

风险提示

- 1、海外需求衰退风险：美元加息背景下海外需求偏弱，可能影响销售不达预期；
- 2、库存去化不及预期风险：若销售不及预期可能引发库存堆积风险；
- 3、行业竞争加剧风险：国际服装公司竞争趋于激烈，竞争加剧可能影响销售与折扣情况。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。