

2026 年 06 月 17 日

看好

相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiuji@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupe@swsresearch.com

研究支持

朱本伦 A0230125090001
zhubl@swsresearch.com

联系人

朱本伦 A0230125090001
zhubl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

多数品牌稳健增长，关注大中华区复苏趋势

——全球体育用品品牌 2026 年一季度跟踪深度报告

本期投资提示：

- **多数国际运动品牌营收稳健增长，利润表现分化。**最新财季，Deckers/Adidas/Lululemon/VF/Nike/Puma 营收分别同比+9.6%/+7.1%/+4.3%/+1.0%/+0.1%/-6.3%，归母净利润分别同比-10.5%/+12.6%/-38.0%/+20.9%/-34.5%/+5200%，其中 Puma 利润高增主要系前期低基数。
- **国际运动品牌下一财季指引偏谨慎，全年业绩指引分化。**1) 下一财季展望：Deckers 预计 FY27Q1 营收同比增长约 5%，VF 预计 FY27Q1 营收同比下滑低个位数，Lululemon 预计 FY26Q2 营收同比下滑 2%-3%，Nike 预计 FY26Q4 营收同比下滑 2%-4%，多数品牌整体对下一财季指引谨慎，主要系关税担忧及消费疲软。2) **全年业绩指引**：Deckers 预计 FY27 营收同比增长高个位数，Adidas 预计 FY26 营收同比增长高单位数，VF 预计 FY27 营收同比增长 1%-2%，Lululemon 预计 FY26 营收同比下滑 0%-1%，Puma 预计 FY26 营收同比下滑中低单位数。
- **分地区看，最新财季，多数品牌在北美/美国销售稳健，大中华区呈现复苏趋势。**1) **北美/美国**：Nike/Adidas/VF/Deckers 营收同比+3.3%/+1.4%/+1.5%/+0.3%，Puma/Lululemon 营收同比-1.8%/-3.6%。2) **大中华区**：Lululemon/Adidas/Puma 营收同比+28.5%/+10.3%/+9%（Puma 为固定汇率口径），Nike 营收同比-6.8%，大中华区需求持续回暖，多数品牌库存调整顺利，Lululemon 通过新开门店和提高客流量，延续高增长态势；Puma 直营及电商渠道 DTC 增长，中国农历新年期间表现强劲，Speedcat 系列需求旺盛。3) **欧洲/EMEA**：Adidas/Nike/VF 营收同比+5.2%/+2.2%/+0.9%，Puma 营收同比-13.1%，剔除汇率因素后，实际 Nike、VF 在 EMEA 地区营收也有所下降，反映欧洲市场存在库存过剩、折扣内卷等压力。
- **库存情况：Nike 去库存持续推进，Adidas 为应对世界杯充分备货。**最新财季末，Nike 存货金额同比-0.7%，其中北美地区库存金额同比增长，主要系美国关税影响，实际库存量同比下降。Adidas/Lululemon/Deckers/Puma/VF 存货金额同比+14.1%/+2.1%/-1.7%/-8.6%/-15.7%，其中 Adidas 库存同比持续增长，主要为确保世界杯相关产品及时供应，公司提前采购入库，并将大部分赛事产品提前运抵市场。
- **国货运动板块 26Q1 高基数下景气度继续改善，专业运动细分品类流水增速领先。**1) **安踏受益于多品牌及费用管控，业绩超预期**：26Q1 安踏品牌增长高单位数，FILA 增长中双位数，其他品牌增长 40-45%，环比 25Q4 提速增长。2) **李宁利润好于预期**：26Q1 李宁成人全渠道流水同比增长中单位数，李宁 YOUNG 保持双位数增长。3) **特步业绩符合预期**：26Q1 主品牌全渠道流水同比增长低单位数，索康尼同比增长超 20%。4) **361 度继续领跑**：主品牌及童装线下流水均取得约 10% 的同比增长，电商流水增长中双位数。
- **26Q1 国内服装零售回暖，行业 β 改善启动，国货运动品牌高基数下景气度继续改善，国际品牌在大中华区销售也呈现复苏态势。**基于全球运动品牌发展势头，以及上游涨价周期，提示运动产业链投资方向：1) **全球化供应链制造商**：伟星股份、百隆东方、申洲国际、华利集团。2) **运动户外品牌**：李宁、安踏、波司登、361 度、滔搏、特步，建议关注奔赴自然。
- **风险提示**：全球需求增速不及预期；品牌去库存；行业竞争加剧；全球贸易不确定性。

投资案件

结论和投资分析意见

26Q1 国内服装零售回暖，行业β改善启动，国货运动品牌高基数下景气度继续改善，国际品牌在大中华区销售也呈现复苏态势。基于全球运动品牌发展势头，以及上游涨价周期，提示运动产业链投资方向：1) 全球化供应链制造商：伟星股份、百隆东方、申洲国际、华利集团。2) 运动户外品牌：李宁、安踏、波司登、361 度、滔搏、特步，建议关注奔赴自然。

原因与逻辑

内需温和复苏趋势确定，外部消费环境趋稳。1) 国内消费市场：从我国社零与出口数据看，26 年 1-4 月，社会消费品零售累计总额 16.5 万亿元，同比+1.9%，其中服装鞋帽、针纺织品累计零售额 5212 亿元，同比+8.1%。单看 4 月，社会消费品零售总额 3.72 万亿元，同比+0.2%，服装鞋帽、针纺织品零售额 1108 亿元，同比+3.6%，纺服行业增长情况好于整体消费行业，在宏观促消费政策持续发力之下，预计内需将保持稳步复苏势头。**2) 国际消费市场：**外部贸易环境整体向稳定方向发展，美国关税扰动减退、宽松预期或带动全球需求进一步释放，叠加世界杯、亚运会等体育赛事举办，运动服饰需求受到提振。

有别于大众的认识

市场认为各国际运动品牌业绩指引较为谨慎，全球消费环境不明朗，从而忽略了中国消费市场已呈现复苏态势，积极备战体育赛事、注重本土化运营的品牌或迎发展机遇。VF、Lululemon、Nike 预计下一财季营收将同比下滑，Lululemon、Puma 预计全年营收将同比下滑，反映其对全球消费环境的担忧。然而，Adidas 预计 26 年大中华区将有低双位数增长，Lululemon 预计中国大陆下一财季销售额将实现中高双位数增长，并维持全年约 20%的增长预期，展现了中国大陆业务持续向好的发展势头。26 年世界杯、亚运会等体育赛事相继举办，赛事大年带动运动需求升温，李宁、安踏、361 度以赛事赞助为抓手扩大品牌影响力，特步则依托多品牌矩阵与马拉松赛道深耕，为长期增长积蓄动能，国货运动品牌的表现值得期待。

目录

1.全览：多数品牌营收稳健增长，利润表现分化	6
2.Nike：业绩仍承压，经营调整正在进行中	9
3.Adidas：营收稳步增长，业绩指引乐观	11
4.Lululemon：中国市场销售强劲，北美市场承压	13
5.Puma：经营仍在过渡期，营收利润承压	15
6.VF：盈利能力逐步改善，下一财季指引谨慎	17
7.Deckers：营收创季度新高，未来有望延续增势	19
8.投资分析意见	21
9.风险提示	23

图表目录

图 1: 2025/12-2026/2, Nike 营收同比+0.1%	9
图 2: 2025/12-2026/2, Nike 归母净利润-34.5%	9
图 3: 2025/12-2026/2, Nike 毛利率 40.2%, 净利率 4.6%	9
图 4: 2025/12-2026/2, Nike 销售及一般行政管理费用率 35.3%	9
图 5: 2025/12-2026/2, Nike 增速高于 Converse	10
图 6: 2025/12-2026/2, Nike 品牌营收占比 97.7%	10
图 7: 2025/12-2026/2, Nike 鞋类营收小幅增长	10
图 8: 2025/12-2026/2, Nike 鞋类营收占 66.8%	10
图 9: 2025/12-2026/2, Nike 大中华区营收下滑	11
图 10: 2025/12-2026/2, Nike 在北美营收占比最高	11
图 11: 2026/01-2026/03, Adidas 营收+7.1%	11
图 12: 2026/01-2026/03, Adidas 归母净利润+12.6%	11
图 13: 2026/1-2026/3, Adidas 毛利率 51.1%, 净利率 7.3%	12
图 14: 2026/1-2026/3, Adidas 营销/运营期间费用率 11.5%/29.2%	12
图 15: 2026/1-2026/3, Adidas 鞋类营收-1.6%	12
图 16: 2026/1-2026/3, Adidas 鞋类占比 56.1%	12
图 17: 2026/1-2026/3, Adidas 欧洲增长 5.2%	13
图 18: 2026/1-2026/3, Adidas 欧洲营收占比 32.0%	13
图 19: 2026/2-2026/4, Lululemon 营收同比+4.3%	13
图 20: 2026/2-2026/4, Lululemon 归母净利润下滑	13
图 21: 2026/2-2026/4, Lululemon 毛利率 54.2%, 净利率 7.9%	14
图 22: 2026/2-2026/4, Lululemon 销售及一般行政管理费用率 42.9%	14
图 23: 2026/2-2026/4, Lululemon 男女装品类增长	14
图 24: 2026/2-2026/4, Lululemon 女装占比最高	14
图 25: 2026/2-2026/4, Lululemon 大中华区营收同比+28.5%	15
图 26: 2026/2-2026/4, Lululemon 美国营收占比达 53.7%	15
图 27: 2026/1-2026/3, Puma 营收同比-6.3%	15
图 28: 2026/1-2026/3, Puma 归母净利润同比大增	15

图 29: 2026/1-2026/3, Puma 毛利率 47.7%, 净利率 1.4%	16
图 30: 2026/1-2026/3, Puma 经营性费用率 45.5%	16
图 31: 2026/1-2026/3, Puma 鞋类营收同比-8.1%.....	16
图 32: 2026/1-2026/3, Puma 鞋类营收占比 58.5%	16
图 33: 2026/1-2026/3, EMEA 营收同比-13.1%	17
图 34: 2026/1-2026/3, EMEA 营收占比 41.6%.....	17
图 35: 2026/1-2026/3, VF 营收同比+1.0%	17
图 36: 2026/1-2026/3, VF 净利润亏损同比收窄.....	17
图 37: 2026/1-2026/3, VF 毛利率 56.4%, 净利率-5.5%	18
图 38: 2026/1-2026/3, VF 销售及一般行政管理费率 53.6%	18
图 39: 2026/1-2026/3, Timberland、The North Face 延续增长.....	18
图 40: 2026/1-2026/3, VF 三大品牌营收合计占比达 84%.....	18
图 41: 2026/1-2026/3, VF 美洲地区营收同比增长	19
图 42: 2026/1-2026/3, VF 美洲营收占比最高	19
图 43: 2026/1-2026/3, Deckers 营收+9.6%.....	19
图 44: 2026/1-2026/3, Deckers 归母净利润-10.5%	19
图 45: 2026/1-2026/3, Deckers 毛利率 57.6%、净利率 12.1%	20
图 46: 2026/1-2026/3, Deckers 销售、行政及一般费用率 43.6%	20
图 47: 2026/1-2026/3, UGG、HOKA 营收增长	20
图 48: 2026/1-2026/3, HOKA 营收占比 60.0%	20
图 49: 2026/1-2026/3, Deckers 海外营收高增.....	21
图 50: 2026/1-2026/3, Deckers 美国占比 58.1%	21
 表 1: 全球运动品牌公司 26Q1 业绩概览.....	6
表 2: 全球运动品牌公司最新业绩指引.....	7
表 3: 全球运动品牌公司库存跟踪.....	7
表 4: 全球运动服饰公司估值表	22

1.全览：多数品牌营收稳健增长，利润表现分化

多数国际运动品牌营收稳健增长，利润表现分化。最新财季，Deckers/Adidas/Lululemon/VF/Nike/Puma 营收分别同比+9.6%/+7.1%/+4.3%/+1.0%/+0.1%/-6.3%，归母净利润分别同比-10.5%/+12.6%/-38.0%/+20.9%/-34.5%/+5200%，其中 Puma 利润高增主要系前期低基数。

国际运动品牌下一财季指引偏谨慎，全年业绩指引分化。1) 下一财季展望：Deckers 预计 FY27Q1 营收同比增长约 5%，VF 预计 FY27Q1 营收同比下滑低个位数，Lululemon 预计 FY26Q2 营收同比下滑 2%-3%，Nike 预计 FY26Q4 营收同比下滑 2%-4%，多数品牌整体对下一财季指引谨慎，主要系关税担忧及消费疲软。2) 全年业绩指引：Deckers 预计 FY27 营收同比增长高个位数，Adidas 预计 FY26 营收同比增长高单位数，VF 预计 FY27 营收同比增长 1%-2%，Lululemon 预计 FY26 营收同比下滑 0%-1%，Puma 预计 FY26 营收同比下滑中低单位数。

国货运动板块 26Q1 高基数下景气度继续改善，专业运动细分品类流水增速领先。1) 安踏受益于多品牌及费用管控，业绩超预期：26Q1 安踏品牌增长高单位数，FILA 增长中双位数，其他品牌增长 40-45%，环比 25Q4 提速增长。2) 李宁利润好于预期：26Q1 李宁成人全渠道流水同比增长中单位数，李宁 YOUNG 保持双位数增长。3) 特步业绩符合预期：26Q1 主品牌全渠道流水同比增长低单位数，索康尼同比增长超 20%。4) 361 度继续领跑：主品牌及童装线下流水均取得约 10%的同比增长，电商流水增长中双位数。

表 1：全球运动品牌公司 26Q1 业绩概览

	公司	营业收入		归母净利润	
	自然年区间	2025.9~2025.11	2025.12~2026.2	2025.9~2025.11	2025.12~2026.2
国际	Nike (亿美元)	124.3	112.8	7.9	5.2
	YoY	0.6%	0.1%	-31.9%	-34.5%
	自然年区间	2025.10~2025.12	2026.1~2026.3	2025.10~2025.12	2026.1~2026.3
	Adidas (亿欧元)	60.8	65.9	0.8	4.8
	YoY	1.9%	7.1%	107.7%	12.6%
	自然年区间	2025.11~2026.1	2026.2~2026.4	2025.11~2026.1	2026.2~2026.4
	Lululemon (亿美元)	36.4	24.7	5.9 人过本间 -21.6%	2.0
	YoY	0.8%	4.3%		-38.0%
	自然年区间	2025.10~2025.12	2026.1~2026.3	2025.10~2025.12	2026.1~2026.3
	Puma (亿欧元)	15.6	18.6	-3.4 转	0.3
	YoY	-27.2%	-6.3%		5200.0%
国内	自然年区间	2025.10~2025.12	2026.1~2026.3	2025.10~2025.12	2026.1~2026.3
	VF (亿美元)	28.8	21.7	3.0 79.3%	-1.2
	YoY	1.5%	1.0%		20.9%
	自然年区间	2025.10~2025.12	2026.1~2026.3	2025.10~2025.12	2026.1~2026.3
	Deckers (亿美元)	19.6	11.2	4.8	1.4
	YoY	7.1%	9.6%	5.3%	-10.5%
	自然年区间	2025.10~2025.12	2026.1~2026.3		
	安踏体育：				

安踏品牌	-低单位数	+高单位数		
FILA 品牌	+中单位数	+中双位数		
其他品牌	+35%~40%	+40%~45%		
自然年区间	2025.10~2025.12	2026.1~2026.3		
李宁：				
李宁品牌	-低单位数	+中单位数		
自然年区间	2025.10~2025.12	2026.1~2026.3		
特步国际：				
特步品牌	持平	+低单位数		
自然年区间	2025.10~2025.12	2026.1~2026.3		
361 度：				
361°品牌线下	+10%	+10%		
361°童装品牌线下	+10%	+10%		

资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：国内港股上市运动品牌营收增速为披露的销售流水情况，与实际营收可能存在偏差

表 2：全球运动品牌公司最新业绩指引

品牌	上次指引	本次最新指引	调整趋势
Nike	FY26Q3 营收同比下滑低单位数	FY26Q4 营收同比下滑 2%~4%	维持
Adidas	FY26 营收增长高单位数，营业利润 23 亿欧元	FY26 营收增长高单位数，营业利润 23 亿欧元	维持
Lululemon	FY26Q1 营收 24~24.3 亿美元（同比增长 1%~3%），FY26 全年营收 113.5~115 亿美元（同比增长 2%~4%）	FY26Q2 营收 24.50~24.75 亿美元（同比下滑 2%~3%），FY26 全年营收 110.0~111.5 亿美元（同比下滑 0%~1%）	下调
Puma	FY26 营收同比下滑中低单位数，EBIT-0.5~-1.5 亿欧元	FY26 营收同比下滑中低单位数，EBIT-0.5~-1.5 亿欧元	维持
VF	FY26Q4 同比增长 2%	FY27Q1 营收下滑低个位数，亏损约 1 亿美元；FY27 营收同比增长 1%~2%	小幅下调
Deckers	FY26 营收 54~54.25 亿美元（同比增长 8%）	FY27Q1 营收同比增长 5%；FY27 营收 58.6~59.1 亿美元，同比增长高个位数	维持

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

Nike 去库持续推进，Adidas 为应对世界杯提前备货。最新财季末，Nike 存货金额同比-0.7%，其中北美地区库存金额同比增长，主要系美国关税影响，实际库存量同比下降。Adidas/Lululemon/ Deckers/ Puma/VF 存货金额同比+14.1%/+2.1%/-1.7%/-8.6%/-15.7%，其中 Adidas 库存同比持续大幅增长，主要为确保世界杯相关产品及时供应，公司提前采购入库，并将大部分赛事产品提前运抵市场。

表 3：全球运动品牌公司库存跟踪

国际	Nike	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3
	自然年截止时间	2024/11/30	2025/2/29	2025/5/31	2025/8/31	2025/11/30	2026/2/28
	存货金额 (亿美元)	79.81	75.39	74.89	81.14	77.26	74.87
	存货金额 YoY	0.0%	-2.4%	-0.4%	-1.7%	-3.2%	-0.7%
	存货周转率 (次)	3.4	3.5	3.5	3.5	3.7	3.7
	存货周转天数 (天)	104.9	102.2	101.9	103.7	96.7	96.7
	Adidas	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
	自然年截止时间	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31
	存货金额 (亿欧元)	49.89	50.72	52.61	54.71	58.32	57.88
	存货金额 YoY	10.3%	14.6%	15.8%	20.9%	16.9%	14.1%
	存货周转率 (次)	2.5	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2

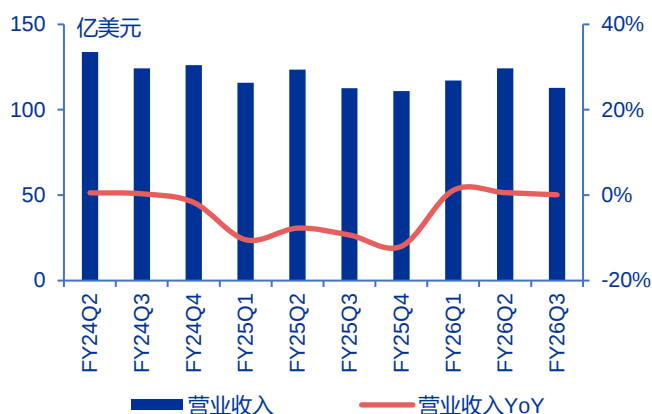
	存货周转天数 (天)	146.9	153.6	158.4	156.6	162.2	162.2
	Lululemon	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1
	自然年截止时间	2025/1/31	2025/4/30	2025/7/31	2024/10/31	2025/12/31	2026/3/31
	存货金额 (亿美元)	14.4	16.5	17.2	20.0	17.0	16.9
	存货金额 YoY	9.0%	22.8%	20.5%	10.9%	17.9%	2.1%
	存货周转率 (次)	3.1	2.6	2.6	2.5	3.1	2.7
	存货周转天数 (天)	115.3	141.0	139.9	146.2	117.4	134.6
	Puma	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
	自然年截止时间	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31
	存货金额 (亿欧元)	20.1	20.8	21.5	21.2	20.6	19.0
	存货金额 YoY	11.6%	16.3%	9.7%	17.3%	2.3%	-8.6%
	存货周转率 (次)	2.3	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0
	存货周转天数 (天)	156.2	175.0	174.5	173.5	182.6	182.7
	VF	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4
	自然年截止时间	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31
	存货金额 (亿美元)	17.9	16.3	21.4	18.6	16.6	13.7
	存货金额 YoY	-16.5%	-7.9%	1.2%	-10.9%	-7.6%	-15.7%
	存货周转率 (次)	2.6	2.6	1.7	2.5	2.8	2.9
	存货周转天数 (天)	140.6	138.2	208.6	145.7	130.5	124.3
	Deckers	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3	FY26Q4
	自然年截止时间	2024/12/31	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	2026/3/31
	存货金额 (亿美元)	5.8	5.0	8.5	8.4	6.3	4.9
	存货金额 YoY	7.0%	4.4%	12.8%	7.4%	9.9%	-1.7%
	存货周转率 (次)	4.2	4.3	2.5	3.2	4.3	4.7
	存货周转天数 (天)	85.6	83.1	141.8	113.7	82.8	76.4
国内	安踏体育	2024	25H1		2025		
	2020.HK	2024/12/31	2025/6/30		2025/12/31		
	存货金额 (亿元)	107.6	104.1		121.5		
	存货金额 YoY	49.2%	29.9%		12.9%		
	存货周转率 (次)	3.0	2.7		2.7		
	存货周转天数 (天)	120.7	135.0		135.3		
	李宁	2024	25H1		2025		
	2331.HK	2024/12/31	2025/6/30		2025/12/31		
	存货金额 (亿元)	26.0	24.3		26.9		
	存货金额 YoY	4.2%	5.0%		3.7%		
	存货周转率 (次)	5.7	5.9		5.7		
	存货周转天数 (天)	63.1	61.1		63.0		
	特步国际	2024	25H1		2025		
	1368.HK	2024/12/31	2025/6/30		2025/12/31		
	存货金额 (亿元)	16.0	22.5		18.3		
	存货金额 YoY	-11.0%	2.5%		14.6%		
	存货周转率 (次)	4.6	3.9		4.7		
	存货周转天数 (天)	79.1	92.1		76.2		
	361 度	2024	25H1		2025		
	1361.HK	2024/12/31	2025/6/30		2025/12/31		
	存货金额 (亿元)	21.1	18.9		20.7		
	存货金额 YoY	56.2%	29.6%		-2.1%		
	存货周转率 (次)	3.4	3.3		3.1		
	存货周转天数 (天)	105.7	107.7		115.3		

资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：存货周转率为至该财季的累计周转率，用（期间营业成本/期间存货平均余额）、再进行年化计算得到

2.Nike：业绩仍承压，经营调整正在进行中

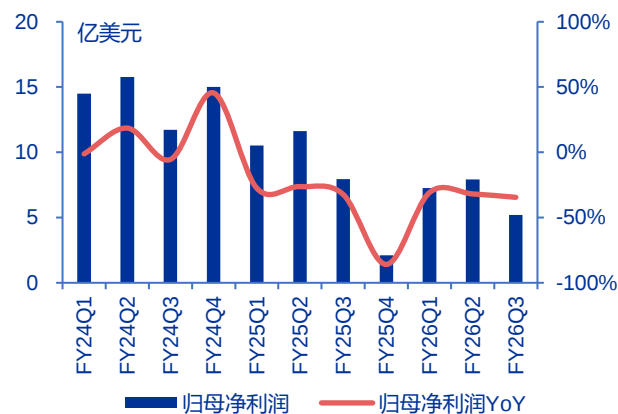
FY26Q3 营收微增、利润承压，经营调整仍在进行中。 2025/12-2026/2 (FY26Q3)，营收 112.8 亿美元，同比+0.1%，剔除汇率因素收入同比-3%，符合预期，归母净利润 5.2 亿美元，同比-34.5%，利润下滑幅度好于预期。公司北美市场增长稳定，但大中华市场收入持续下滑，因此后续指引偏弱，公司预计 FY26Q4 整体营收同比下滑 2%-4%。

图 1：2025/12-2026/2，Nike 营收同比+0.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：FY26Q3 为 2025 年 12 月-2026 年 2 月，下同

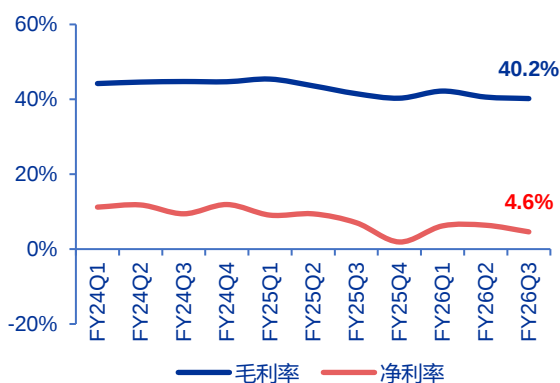
图 2：2025/12-2026/2，Nike 归母净利润-34.5%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

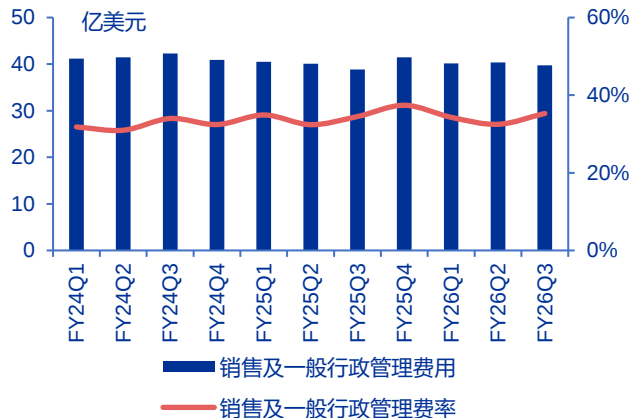
受关税政策影响，公司短期盈利能力承压，FY27Q2 将迎来增长拐点。 2025/12-2026/2 (FY26Q3)，公司毛利率 40.2%，同比下降 1.3pct，主要源于北美关税提高。销售及一般行政管理费用率同比增长 0.8pct 至 35.3%，主要系季度一次性员工遣散费的影响，最终净利率同比下降 2.4pct 至 4.6%。公司预计 FY26Q4 毛利率同比下降 0.25~0.75pct，将于 FY27Q2 开启增长周期。

图 3：2025/12-2026/2，Nike 毛利率 40.2%，净利率 4.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：2025/12-2026/2，Nike 销售及一般行政管理费用率 35.3%

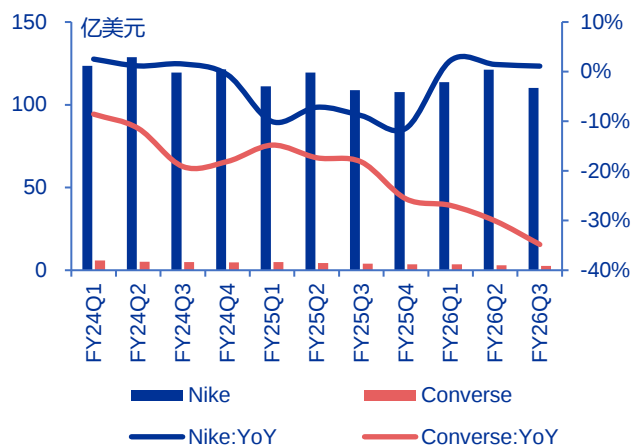


资料来源：公司公告，申万宏源研究

分品牌：Nike 营收同比增长，Converse 品牌营收大幅下滑。 2025/12-2026/2 (FY26Q3)，受益于“sport offense”策略，Nike 品牌营收同比+1.1%至 110.1 亿美元，贡献营收占比 97.7%。由于消费者偏好变化，Converse 品牌营收同比-34.8%至 2.6 亿美元（剔除汇率因素同比-37%），且呈现全区域下降的趋势，贡献营收占比 2.3%。尽管 Converse 创新

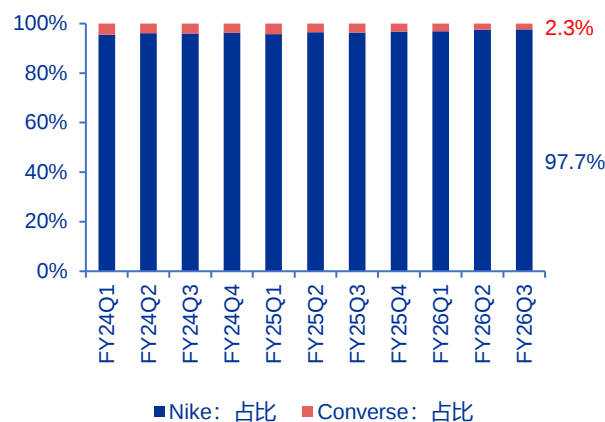
相对滞后，但其与创意文化、音乐及年轻群体的深度联结仍是品牌核心优势。目前公司已果断采取针对性措施以恢复业务健康，并对品牌长期前景保持信心。

图 5：2025/12-2026/2，Nike 增速高于 Converse



资料来源：公司公告，申万宏源研究

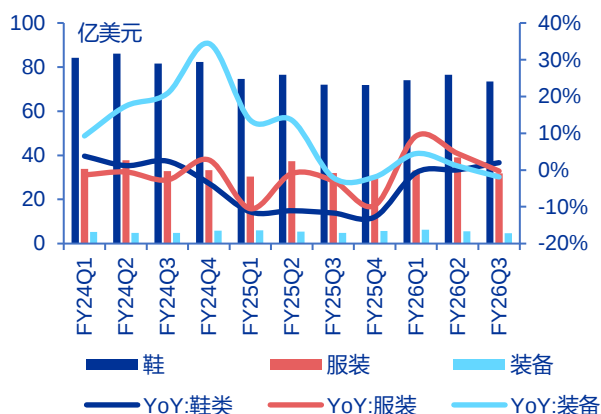
图 6：2025/12-2026/2，Nike 品牌营收占比 97.7%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

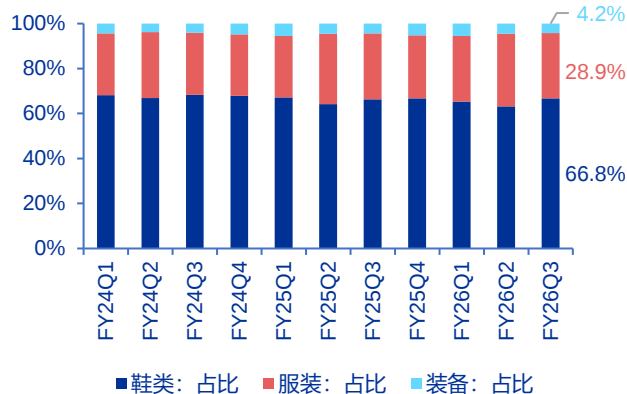
分品类：鞋类营收增长，服装类、装备类营收承压。 2025/12-2026/2（FY26Q3），Nike 品牌鞋/服装/装备类营收 73.5/31.8/4.7 亿美元，同比+2%/-0.3%/-1.9%，剔除汇率因素后同比变化-1%/-4%/-6%，三大品类营收占比分别为 66.8%/28.9%/4.2%，鞋类盈利能力进一步增强，已成功推出 Tiempo 系列，并计划于 6 月发布全新 Mercurial，随着 26 年世界杯临近，该品类增长值得期待。

图 7：2025/12-2026/2，Nike 鞋类营收小幅增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

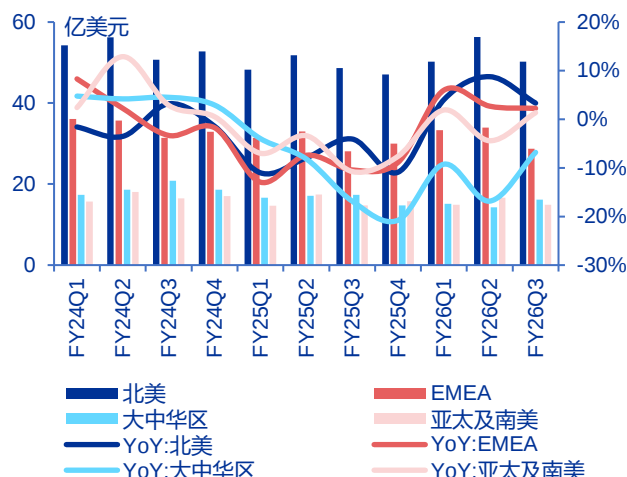
图 8：2025/12-2026/2，Nike 鞋类营收占 66.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

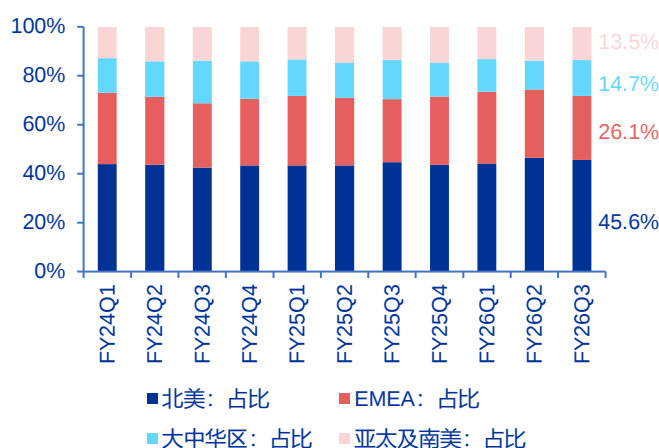
分地区：北美市场同比稳定增长，大中华区承压最重。 2025/12-2026/2（FY26Q3），Nike 品牌销售情况呈现区域高度分化，大中华区/北美/EMEA/亚太及南美地区营收 16.2/50.3/28.7/14.9 亿美元，同比-6.8%/+3.3%/+2.2%/+1.4%至（剔除汇率因素分别同比-10%/+3%/-7%/-2%），营收贡献占比 14.7%/45.6%/26.1%/13.5%。大中华区连续第七季度负增长，数字渠道持续承压，同比下滑 21%，公司已通过多种方式管理品牌形象，将关键款式撤出折扣渠道，推动其全价销售率实现提升；北美市场则表现强劲，批发渠道增长超过 10%，主要得益于新分销渠道的拓展，以及去年同期对现有合作伙伴进行市场管理所带来的基数效应。

图 9：2025/12-2026/2，Nike 大中华区营收下滑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：2025/12-2026/2，Nike 在北美营收占比最高

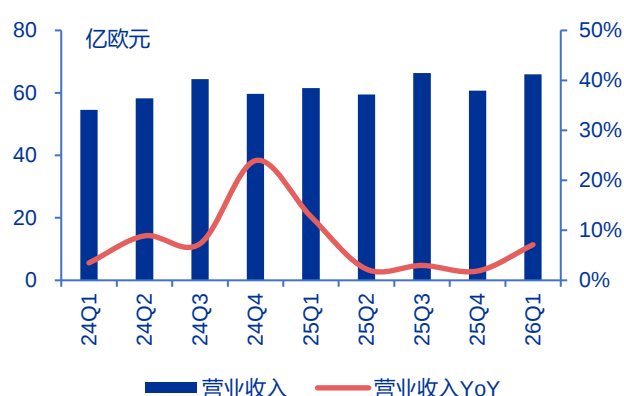


资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.Adidas：营收稳步增长，业绩指引乐观

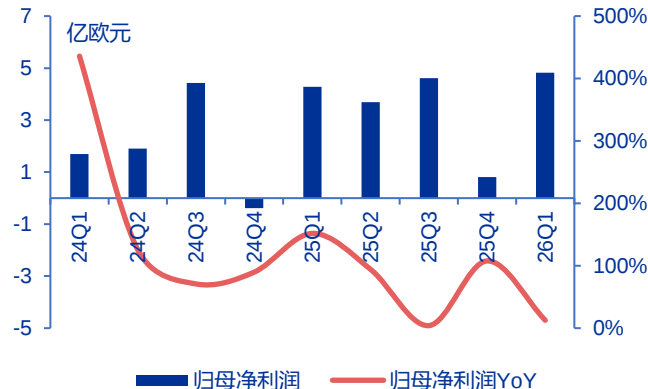
26Q1 营收增长稳定，净利润大幅提升。2026/1-2026/3（26Q1），公司营收 65.9 亿欧元，同比+7.1%，归母净利润 4.8 亿欧元，同比大幅+12.6%，超市场预期，剔除汇率因素后，营收同比增长 14%，主要系公司在各地区市场及产品品类均实现增长。公司预计 26 年货币中性营收增长高单位数，绝对值增长约 20 亿欧元，即增长至 268.1 亿欧元，营业利润增长至 23 亿欧元。考虑 26 年世界杯等即将举办的体育赛事，公司已提前将大部分赛事产品运抵市场，业绩值得期待。

图 11：2026/01-2026/03，Adidas 营收+7.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：2024 年起统计口径发生变化，主要系剔除椰子，下同

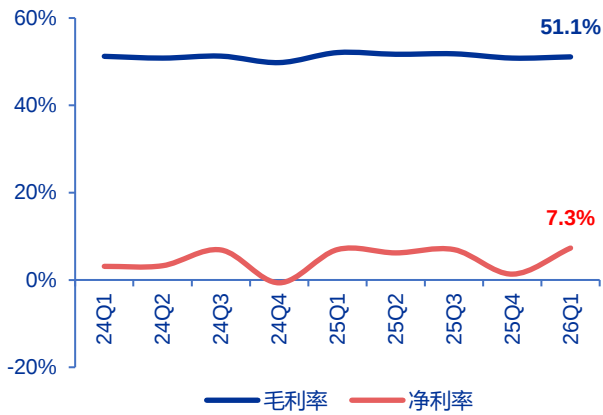
图 12：2026/01-2026/03，Adidas 归母净利润+12.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

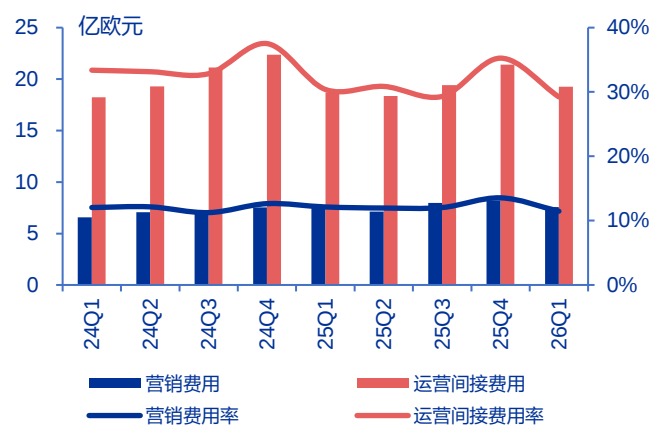
虽关税及汇兑损失拖累毛利率，但期间费用下降，最终净利率稳步提升。2026/1-2026/3（26Q1），公司毛利率 51.1%，同比-1.0pct，主要系汇率变动和美国关税提高等不利影响抵消毛利率改善。26Q1 营销/运营期间费用率 11.5%/29.2%，同比-0.6pct/-1.2pct，最终净利率 7.3%，同比+0.4pct。

图 13: 2026/1-2026/3, Adidas 毛利率 51.1%, 净利率 7.3%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

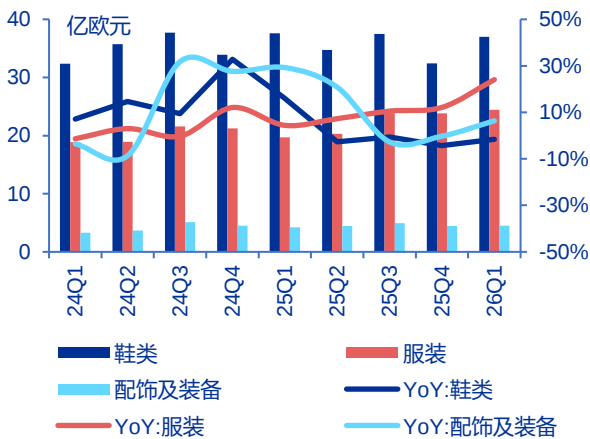
图 14: 2026/1-2026/3, Adidas 营销/运营期间费用率 11.5%/29.2%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

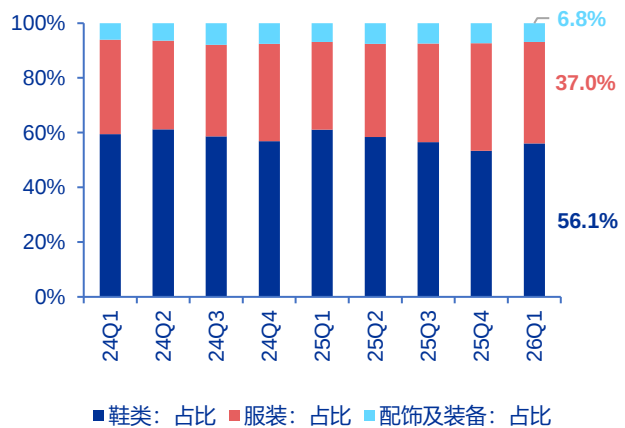
分品类: 服装实现两位数增长, 主要系本土化产品及运动系列双位数增长驱动。2026/1-2026/3 (26Q1), 鞋类/服装/配饰及装备类营收 37.0/24.4/4.5 亿欧元, 同比 -1.6%/+24.1%/+6.4%, 营收贡献占比 56.1%/37.0%/6.8%。剔除汇率因素后, 鞋类营收同比 +4%, 产品线强劲, 驱动运动品类与生活方式系列实现双位数增长。得益于差异化及本地化产品, 服装收入同比高增, 足球、跑步、训练、赛车运动及 Originals 系列均实现两位数增长。

图 15: 2026/1-2026/3, Adidas 鞋类营收-1.6%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

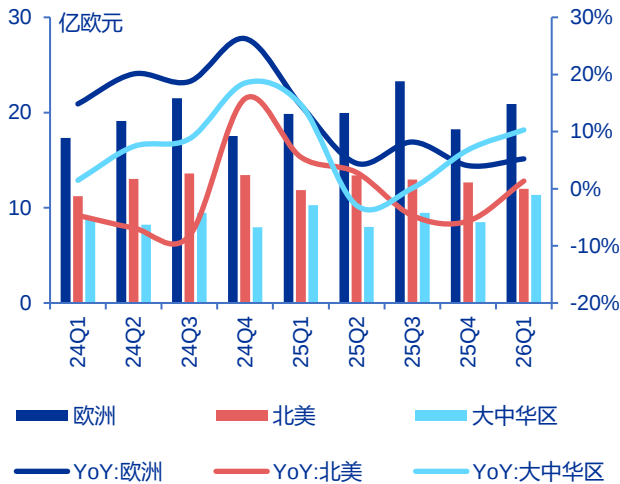
图 16: 2026/1-2026/3, Adidas 鞋类占比 56.1%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

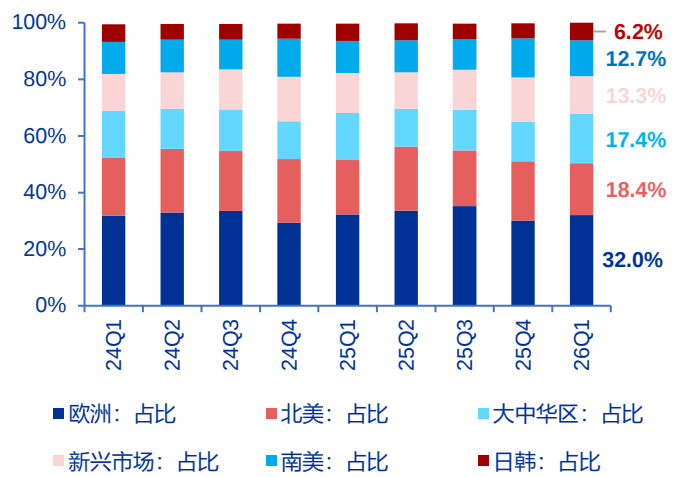
分地区: 剔除汇率因素后各地区营收均增长, 其中南美、日韩市场增长强劲, 大中华区增速亮眼。2026/1-2026/3 (26Q1), 欧洲/北美/大中华区/新兴市场/南美/日韩地区营收 20.9/11.4/8.7/8.3/4.1 亿欧元, 同比 +5.2%/+1.4%/+10.3%/-0.1%/+19.1%/+8.3%。剔除汇率因素, 各地区营收分别同比 +6%/+12%/+17%/+10%/+26%/+23%。所有市场在 DTC 业务上均实现强劲双位数增长, 反映出 Adidas 产品在终端市场的消费者需求强劲。公司预计 26 年北美、大中华区、新兴市场、拉丁美洲以及日韩将低两位数增长, 欧洲地区将中个位数增长。

图 17: 2026/1-2026/3, Adidas 欧洲增长 5.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18: 2026/1-2026/3, Adidas 欧洲营收占比 32.0%

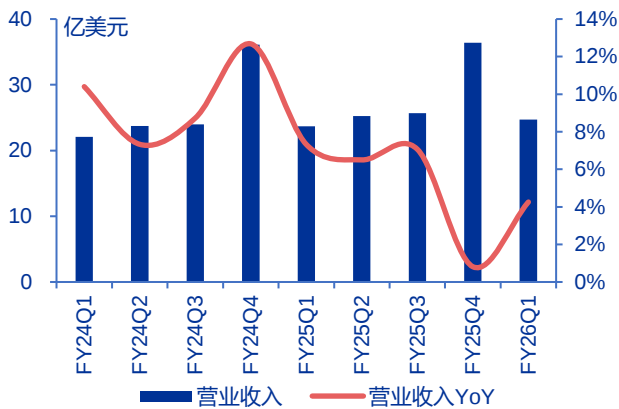


资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.Lululemon：中国市场销售强劲，北美市场承压

FY26Q1 营收增长略超指引，主要系中国大陆收入强劲增长。 2026/2-2026/4 (FY26Q1)，公司营收 24.7 亿美元，同比+4.3%，略超公司指引（公司指引为 24-24.3 亿美元），主要系中国大陆等地区收入强劲增长。公司归母净利润 2.0 亿美元，同比-38.0%。公司下调业绩指引，预计下一财年小幅下滑，FY26 全年营收 110.0-111.5 亿美元（同比下滑 0%-1%），FY26Q2 营收 24.50-24.75 亿美元（同比下滑 2%-3%）。

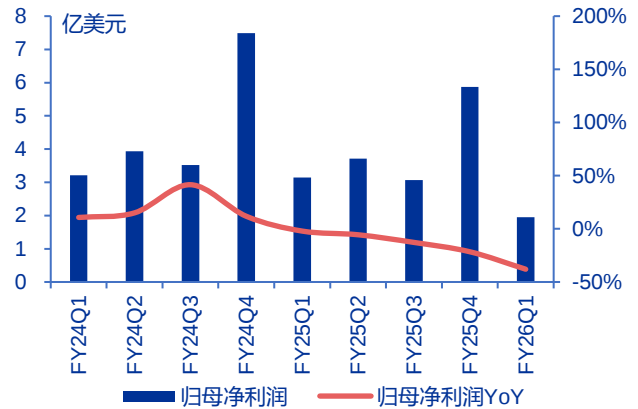
图 19: 2026/2-2026/4, Lululemon 营收同比+4.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：FY26Q1 为 2026/2-2026/4，下同

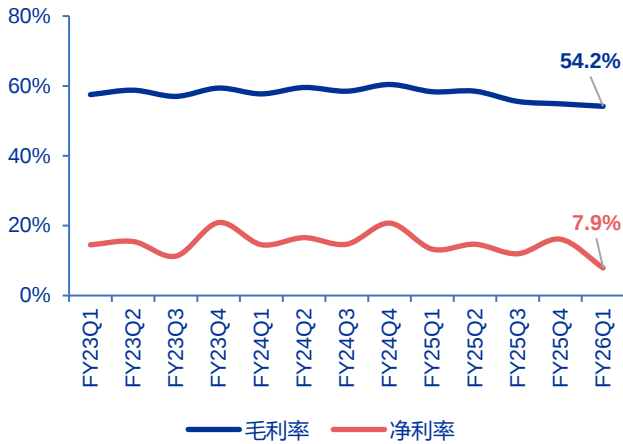
图 20: 2026/2-2026/4, Lululemon 归母净利润下滑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

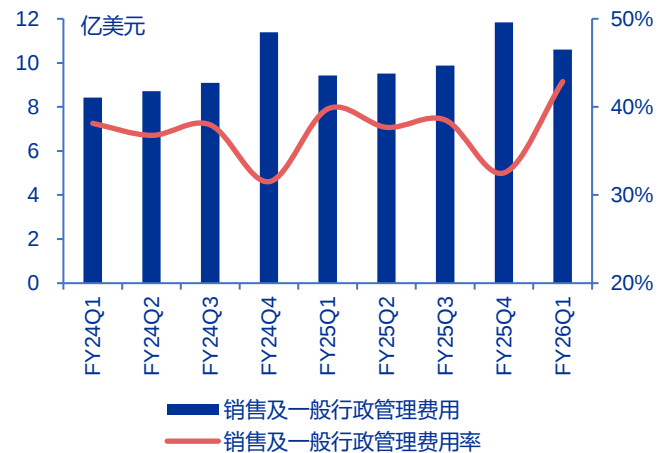
毛利率下行叠加费用率上行，净利率有所承压。 2026/2-2026/4 (FY26Q1)，公司毛利率 54.2%，同比-0.7pct，主要系关税、降价及库存拨备影响导致产品利润率下滑，以及租金、折旧增加导致固定成本上升。销售及一般行政费用率 42.9%，同比+3.1pct，主要系人力成本上升、营销投入增加及代理权争夺所致，最终净利率 7.9%，同比-5.4pct。

图 21: 2026/2-2026/4, Lululemon 毛利率 54.2%, 净利率 7.9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

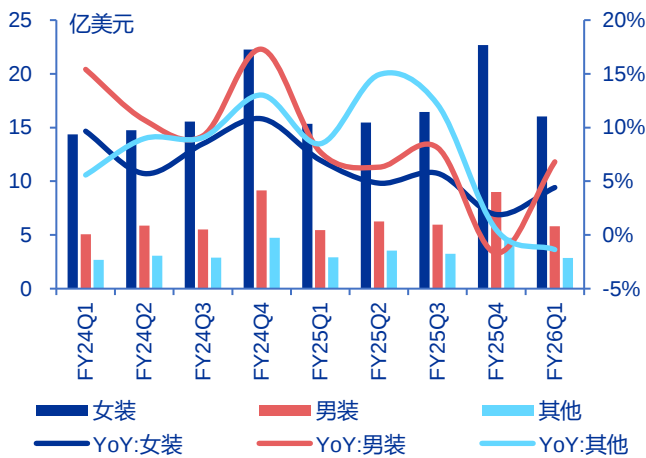
图 22: 2026/2-2026/4, Lululemon 销售及一般行政管理费用率 42.9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

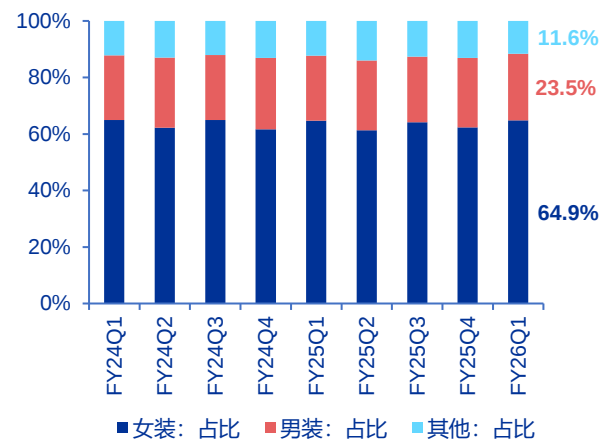
分品类：女装营收规模保持优势地位，男装品类快速增长。 2026/2-2026/4 (FY26Q1)，女装/男装/其他品类（包括配件、鞋类等）营收 16.0/5.8/2.9 亿美元，同比+4.4%/+6.8%/-1.4%，三大品类营收贡献占比分别为 64.9%/23.5%/11.6%，女装仍为营收主力，营收稳步增长，男装在低基数上快速增长。

图 23: 2026/2-2026/4, Lululemon 男女装品类增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

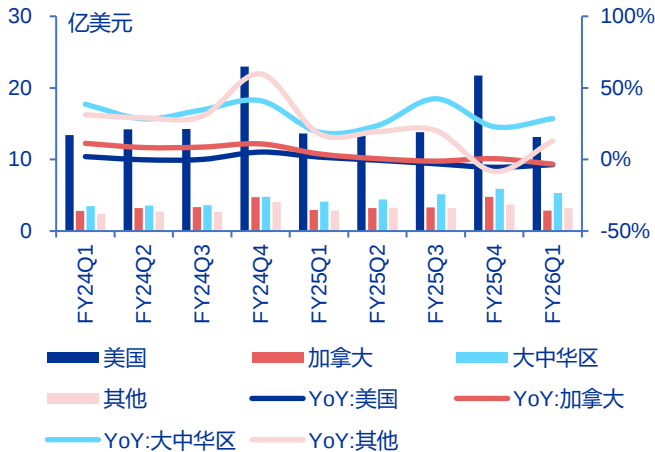
图 24: 2026/2-2026/4, Lululemon 女装占比最高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

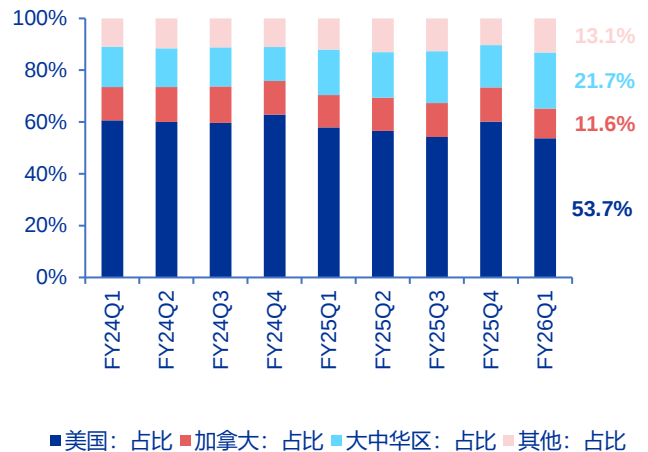
分地区：北美市场承压下滑，中国市场延续高增长态势。 2026/2-2026/4 (FY26Q1)，美国/加拿大/大中华区/其他地区营收 13.1/2.8/5.3/3.2 亿美元，分别同比-3.6%/-3.2%/+28.5%/+12.9%，营收贡献占比 53.7%/11.6%/21.7%/13.1%。美国市场平均订单价值降低、转化率下降以及门店客流量减少导致美国同店销售额下降，降幅达 5%。中国大陆营收延续强劲增长（同比+30%），可比销售增长 20%，新开 19 家门店，客流量上升是主要驱动力。公司预计 FY26Q2 中国大陆市场销售额将实现中高双位数增长，并维持全年约 20%的增长预期，展现了中国大陆业务持续向好的势头。

图 25：2026/2-2026/4，Lululemon 大中华区营收同比+28.5%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：2026/2-2026/4，Lululemon 美国营收占比达 53.7%

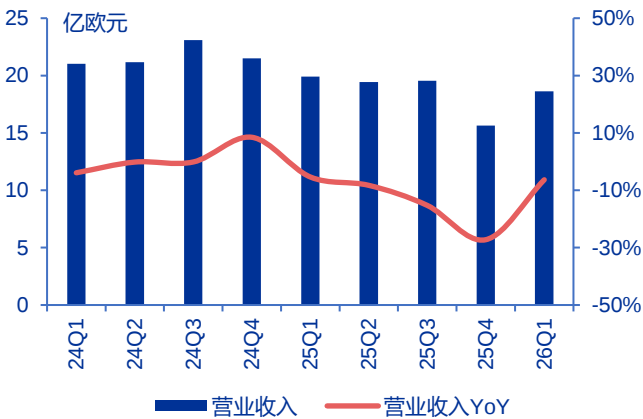


资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.Puma：经营仍在过渡期，营收利润承压

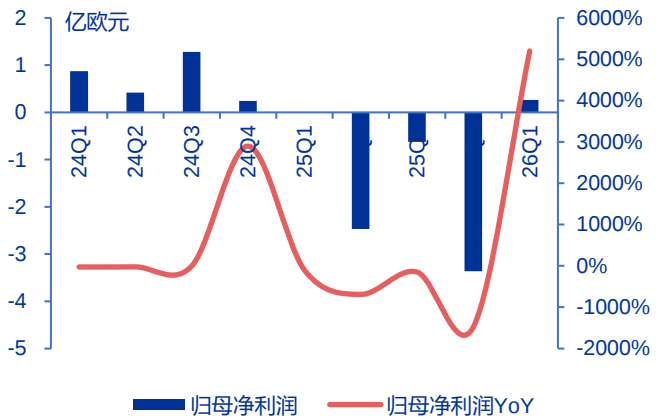
26Q1 营收下滑、利润增长，公司预计 26 年为过渡之年，27 年重拾增长。2026/1-2026/3 (26Q1)，公司实现营收 18.6 亿欧元，同比-6.3%，符合预期，剔除汇率影响后营收同比-1%，归母净利润 0.3 亿欧元，同比+5200%，主要系前期低基数。继 25 年战略调整之年后，公司认为 26 年为过渡之年，预计 26 年营收同比下降中低单位数，EBIT 亏损 0.5-1.5 亿欧元，公司预计从 27 年起重新实现增长。

图 27：2026/1-2026/3，Puma 营收同比-6.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：25 年 11 月起 United Legwear 由合营改为授权模式，该业务被划为终止经营，因此 26Q1 起采用调整后口径

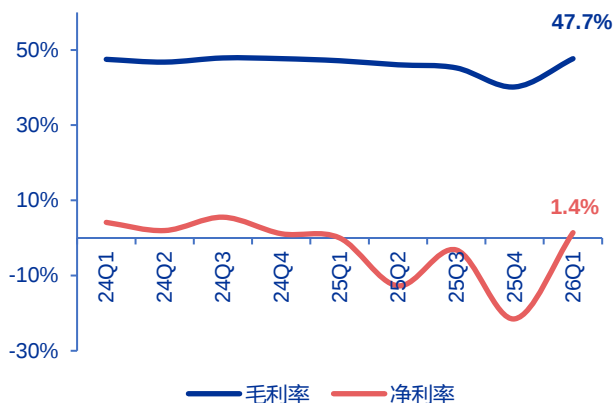
图 28：2026/1-2026/3，Puma 归母净利润同比大增



资料来源：公司公告，申万宏源研究

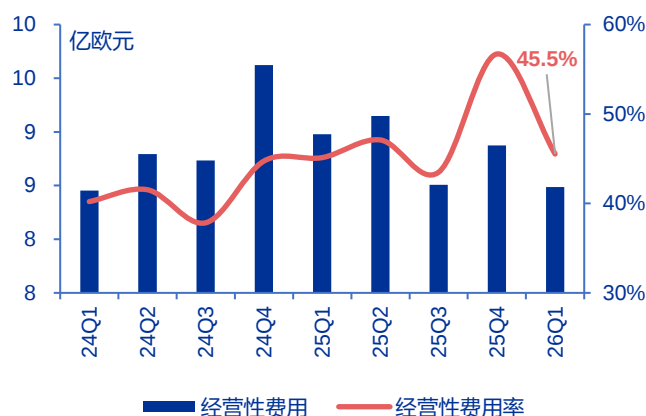
毛利率企稳回升，经营性费用显著优化，推动净利率大幅增长。2026/1-2026/3 (26Q1)，毛利率同比+0.6pct 至 47.7%，主要系存货准备转回、运费下降以及渠道组合优化。26Q1 调整后经营性费用同比-5.5%至 8.5 亿欧元，主要得益于成本效率计划及有利汇率变动，但由于销售降幅更大，经营性费用率仍小幅+0.4pct 至 45.5%，最终净利率同比+1.4pct 至 1.4%。

图 29：2026/1-2026/3，Puma 毛利率 47.7%，净利率 1.4%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

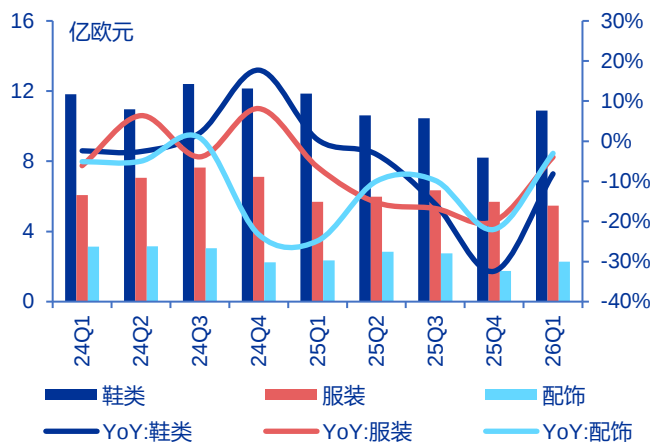
图 30：2026/1-2026/3，Puma 经营性费用率 45.5%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

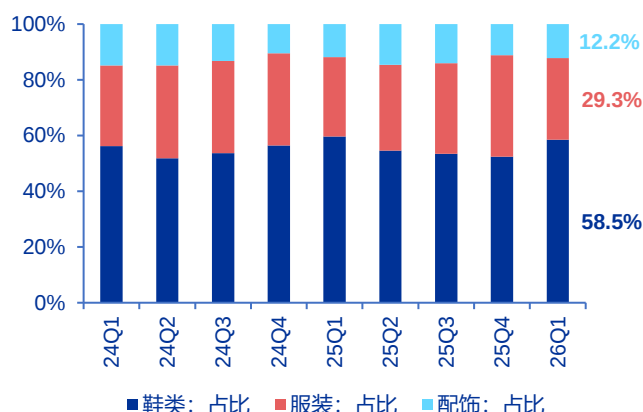
分品类：剔除汇率因素后，鞋类承压，服装配饰实现小幅增长。2026/1-2026/3（26Q1），Puma 鞋类/服装/配饰营收 10.9/5.5/2.3 亿欧元，同比-8.1%/-4.0%/-3.0%，营收贡献占比 58.5%/29.3%/12.2%。剔除汇率因素，鞋类/服装/配饰营收分别同比-2.3%/+0.9%/+0.3%，鞋类整体仍面临压力，然而在 NITRO 及 HYROX 产品快速扩张的带动下，跑步和训练品类均表现强劲。

图 31：2026/1-2026/3，Puma 鞋类营收同比-8.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

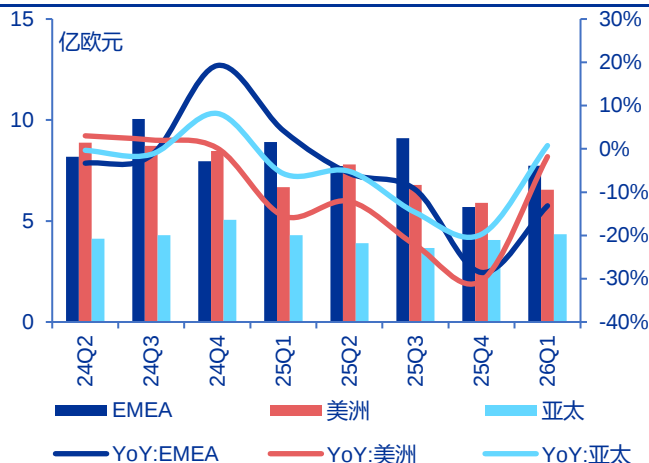
图 32：2026/1-2026/3，Puma 鞋类营收占比 58.5%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

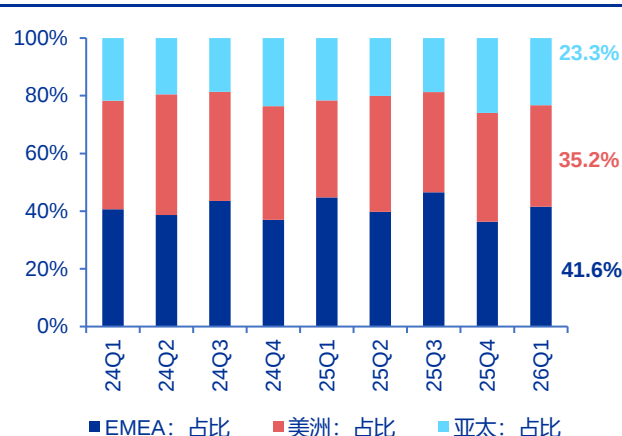
分地区：EMEA 营收承压，大中华区增长亮眼。2026/1-2026/3（26Q1），EMEA/美洲/亚太地区营收 7.7/6.6/4.3 亿欧元，同比-13.1%/-1.8%/+0.8%，营收贡献占比 41.6%/35.2%/23.3%，剔除汇率因素影响，EMEA/美洲/亚太地区营收分别同比-10.4%/+6.1%/+7.9%，其中大中华区营收同比+9%。EMEA 地区收入下滑主要系零售合作伙伴需求下降，美洲地区收入下滑主要源于汇率波动，尤其是美元与阿根廷比索的走弱，大中华区收入增长主要系直营及电商渠道 DTC 增长，以及中国农历新年期间表现强劲，Speedcat 系列需求旺盛。

图 33：2026/1-2026/3， EMEA 营收同比-13.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34：2026/1-2026/3， EMEA 营收占比 41.6%

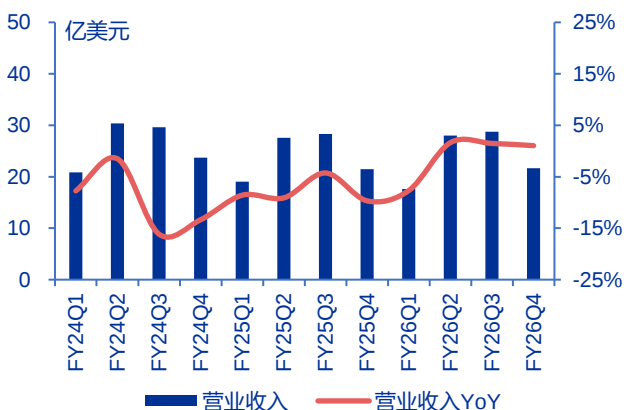


资料来源：公司公告，申万宏源研究

6.VF：盈利能力逐步改善，下一财季指引谨慎

FY26Q4 收入、利润均超预期，下一财季指引谨慎。 2026/1-2026/3 (FY26Q4)，公司营收 21.7 亿美元，同比+1.0%，剔除汇率和 Dickies 影响，营收同比+3%，收入恢复速度超预期；归母净利润-1.2 亿美元，亏损同比收窄。公司预计 FY27Q1 营收下滑低个位数，营业亏损约 1 亿美元，业绩指引偏弱，主要系批发订单时间错位及对 Altra 和 DTC 的投资增加。

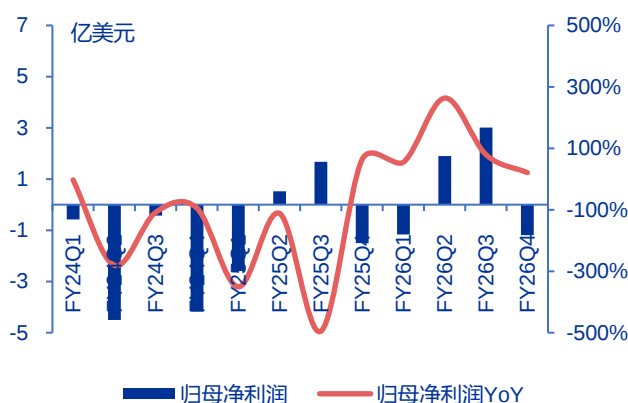
图 35：2026/1-2026/3， VF 营收同比+1.0%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：FY26Q4 为 2026 年 1-3 月，下同

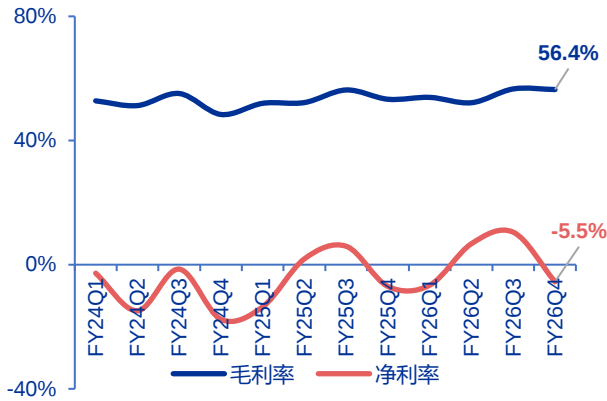
图 36：2026/1-2026/3， VF 净利润亏损同比收窄



资料来源：公司公告，申万宏源研究

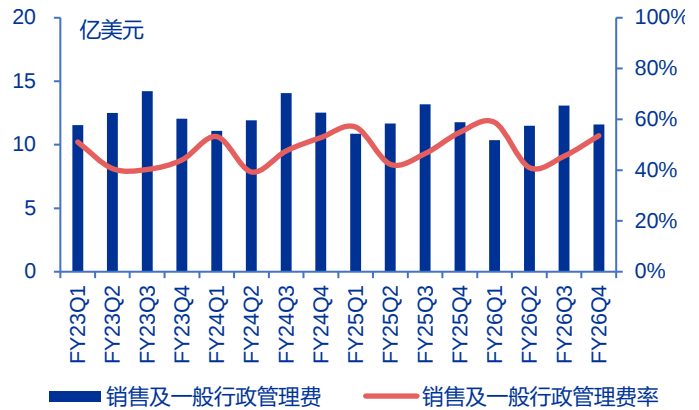
剥离低毛利品牌、优化产品组合及定价策略驱动毛利率上行，叠加 AI 降本增效，净利率有所改善。 2026/1-2026/3 (FY26Q4)，公司通过剥离 Dickies 品牌、优化产品组合与定价策略，叠加降本增效措施，毛利率同比+3.1pct 至 56.4%，销售及一般行政管理费率同比-1.3pct 至 53.6%，净利率同比+1.5pct 至-5.5%。

图 37：2026/1-2026/3，VF 毛利率 56.4%，净利率-5.5%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

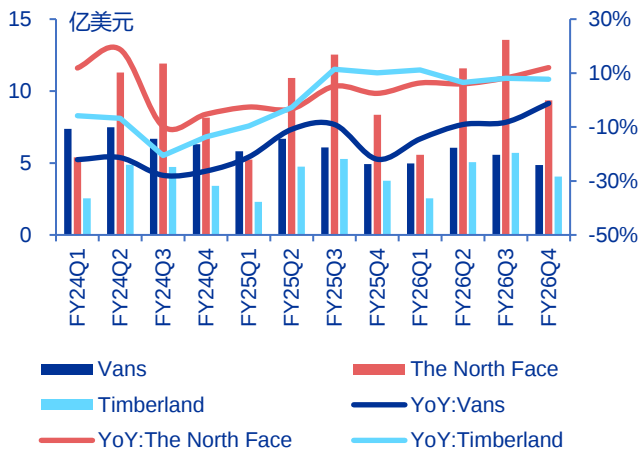
图 38：2026/1-2026/3，VF 销售及一般行政管理费率 53.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

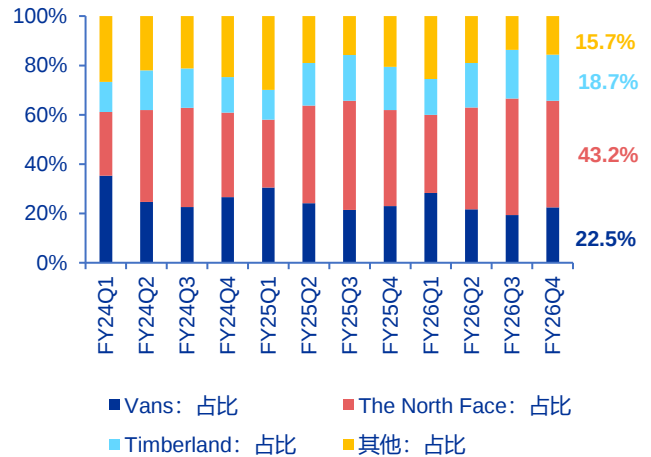
分品牌：Vans 收入同比下滑，Timberland、The North Face 收入实现增长。 2026/1-2026/3 (FY26Q4)，Vans/The North Face/Timberland 营收 4.9/9.4/4.0 亿美元，同比-1.2%/+12.0%/+7.7%，三大品牌营收合计占比 84%。其中 The North Face 增长得益于产品升级及鞋类产品连续五季度双位数增长；Timberland 实现连续六季度正增长，系 Premium 系列及鞋子品类驱动；Vans 虽整体下滑，但美洲 DTC 已恢复增长，Authentic 系列同比增长 80%，Slip-On 系列及服装均恢复增长，品牌持续改善。

图 39：2026/1-2026/3，Timberland、The North Face 延续增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

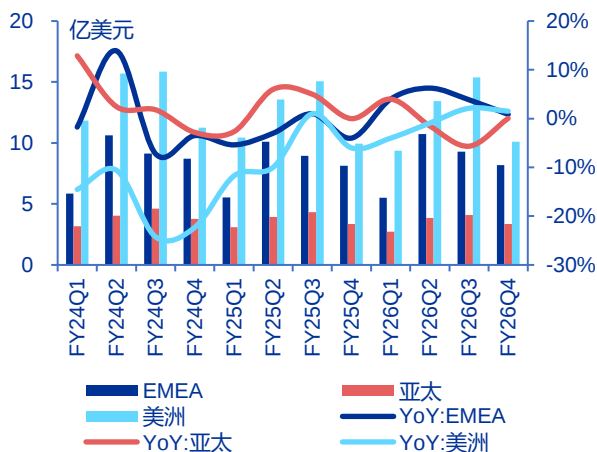
图 40：2026/1-2026/3，VF 三大品牌营收合计占比达 84%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

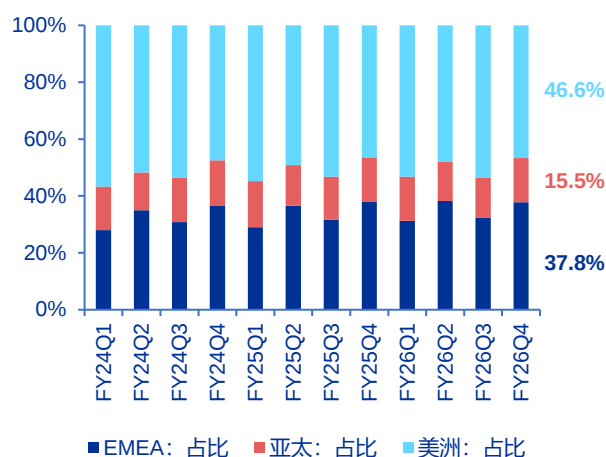
分地区：亚太、美洲、EMEA 营收均小幅增长。 2026/1-2026/3 (FY26Q4)，美洲/EMEA/亚太地区营收 10.1/8.2/3.4 亿美元，同比+1.5%/+0.9%/+0.1%，营收贡献占比 46.6%/37.8%/15.5%。美洲地区延续复苏态势，EMEA 地区受战争影响，经济放缓、客流量全面下降，营收增速有所放缓。

图 41: 2026/1-2026/3, VF 美洲地区营收同比增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 42: 2026/1-2026/3, VF 美洲营收占比最高

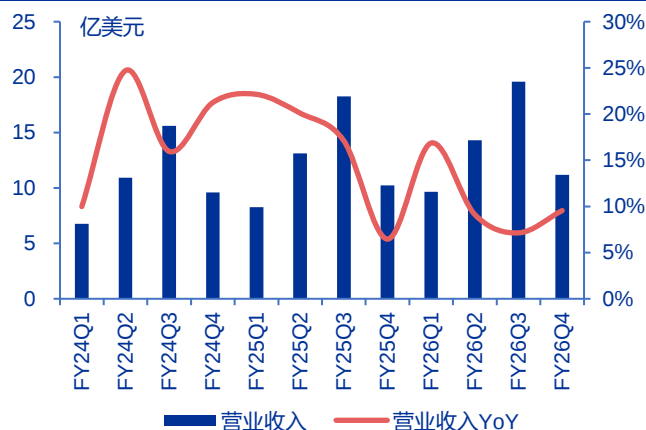


资料来源：公司公告，申万宏源研究

7.Deckers: 营收创季度新高，未来有望延续增势

受益于 HOKA 和 UGG 强劲增长，FY26Q4 业绩表现亮眼，超市场预期。2026/1-2026/3 (FY26Q4)，公司营收 11.2 亿美元，同比+9.6%，剔除汇率因素后同比+7.7%，主要得益于 HOKA 品牌创历史季度新高及 UGG 品牌的超预期增长；归母净利润 1.4 亿美元，同比-10.5%，主要系 SG&A 费用同比大幅增长。公司预计 FY27Q1 营收同比增长约 5%，FY27 全年营收增长高个位数（约 58.6-59.1 亿美元），其中 FY27 全年 HOKA 同比增长低双位数，UGG 同比增长中个位数。同时，公司预计 FY28-FY30 营收将实现年高个位数增长。

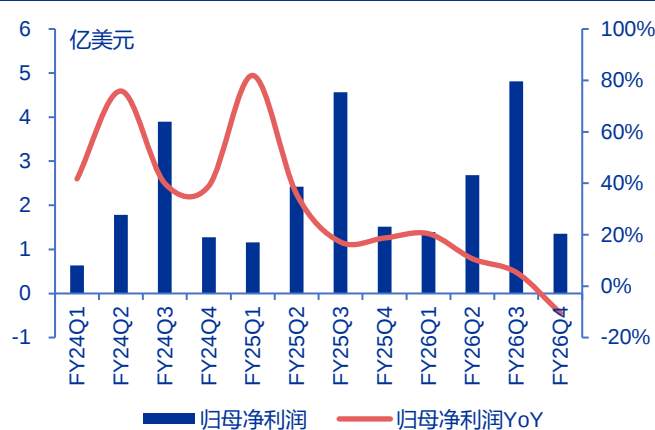
图 43: 2026/1-2026/3, Deckers 营收+9.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：FY26Q4 为 2026 年 1-3 月，下同

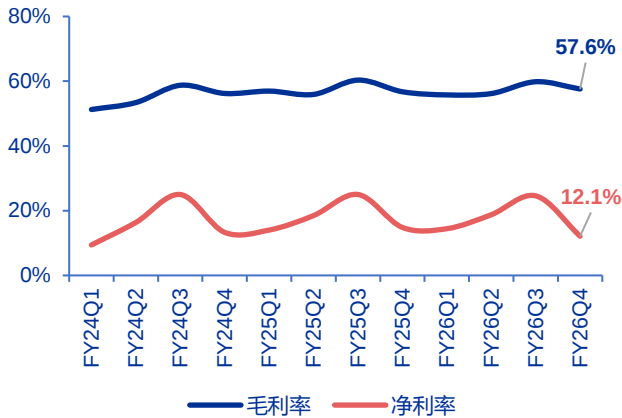
图 44: 2026/1-2026/3, Deckers 归母净利润-10.5%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

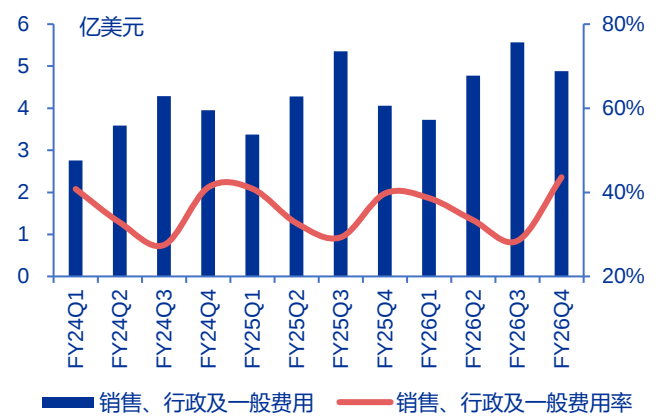
核心品牌 UGG 和 HOKA 维持高水平全价销售，毛利率同比抬升。2026/1-2026/3 (FY26Q4)，公司毛利率 57.6%，同比+0.8pct，主要受益于核心品牌带来的高全价销售，以及运费成本降低与产品渠道组合优化。销售、行政及一般费用率同比+3.9pct 至 43.6%，主要系公司加大了对 HOKA 和 UGG 的品牌营销、国际门店扩张及技术方面的投入，最终归母净利润率同比-2.7pct 至 12.1%。

图 45：2026/1-2026/3，Deckers 毛利率 57.6%、净利率 12.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

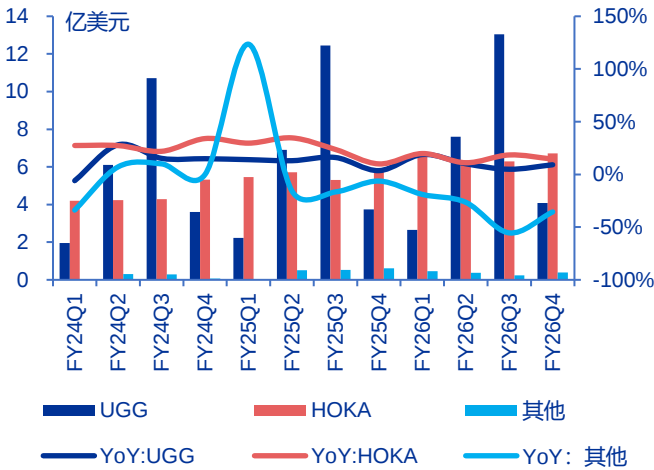
图 46：2026/1-2026/3，Deckers 销售、行政及一般费用率 43.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

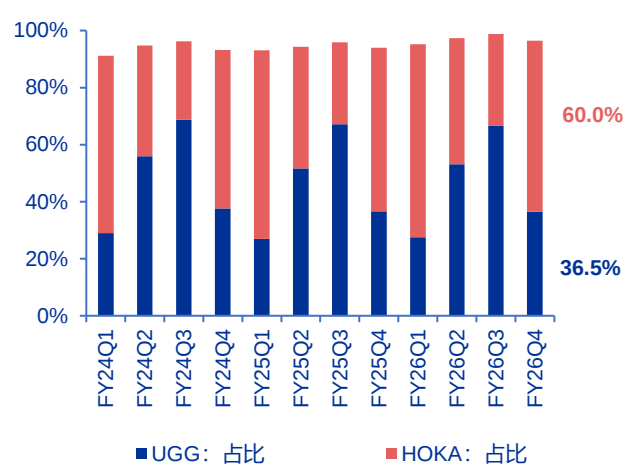
分品牌：HOKA 产品升级驱动增长，UGG 多元化战略成效显著，运动鞋与凉鞋系列表现突出。 2026/1-2026/3（FY26Q4），HOKA/UGG 品牌营收 6.7/4.1 亿美元，同比 +14.5%/+9.2%，营收占比 60.0%/36.5%。HOKA 品牌的销售增长主要得益于产品持续升级，加之品牌营销投入、DTC 会员计划及批发渠道战略合作，共同推动全球销售增长。UGG 品牌推动产品组合多元化及 365 全年化战略，其中 Lowmel 和 Golden 系列贡献了品牌一半以上的增长，男士款式贡献超 20%，未来将继续推进男士业务及品类扩张。公司预计 FY27 全年 HOKA 同比增长低双位数，UGG 同比增长中单位数。

图 47：2026/1-2026/3，UGG、HOKA 营收增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

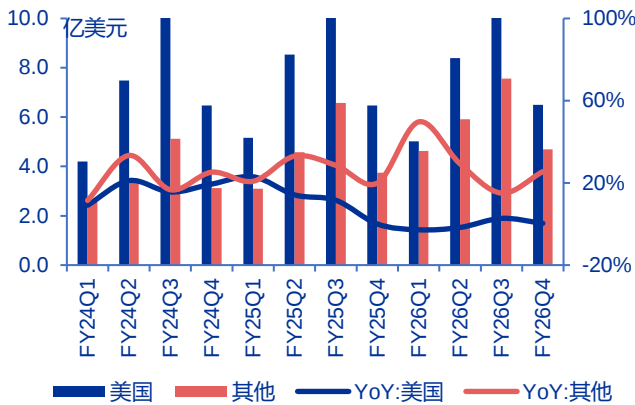
图 48：2026/1-2026/3，HOKA 营收占比 60.0%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

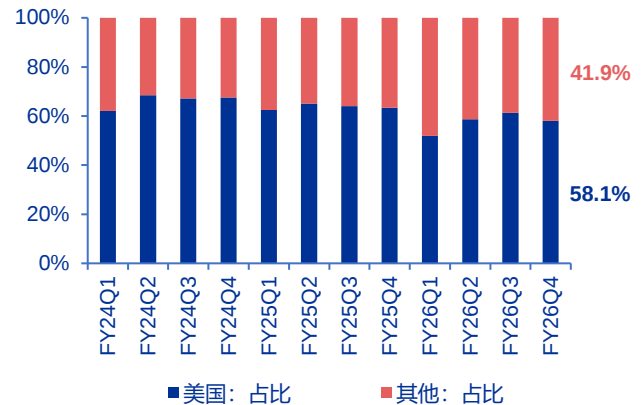
分地区：美国市场小幅增长，海外市场营收高增，成为增长主引擎。 2026/1-2026/3（FY26Q4），美国市场营收 6.5 亿美元，同比+0.3%，其他地区营收 4.7 亿美元，同比 +25.5%，美国/其他地区营收贡献占比分别为 58.1%/41.9%。

图 49：2026/1-2026/3，Deckers 海外营收高增



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 50：2026/1-2026/3，Deckers 美国占比 58.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

8.投资分析意见

26Q1 多数国际运动品牌业绩稳健增长，国内品牌在高基数下景气度继续改善，具体呈现以下特点：

1) 多数国际运动品牌营收稳健增长，利润表现分化。最新财季，Deckers/Adidas/Lululemon/VF/Nike/Puma 营收分别同比+9.6%/+7.1%/+4.3%/+1.0%/+0.1%/-6.3%，归母净利润分别同比-10.5%/+12.6%/-38.0%/+20.9%/-34.5%/+5200%，其中 Puma 利润高增主要系前期低基数。

2) 国际运动品牌下一财季指引偏谨慎，全年业绩指引分化。
①下一财季展望：Deckers 预计 FY27Q1 营收同比增长约 5%，VF 预计 FY27Q1 营收同比下滑低个位数，Lululemon 预计 FY26Q2 营收同比下滑 2%-3%，Nike 预计 FY26Q4 营收同比下滑 2%-4%，多数品牌整体对下一财季指引谨慎，主要系关税担忧及消费疲软。
②全年业绩指引：Deckers 预计 FY27 营收同比增长高个位数，Adidas 预计 FY26 营收同比增长高单位数，VF 预计 FY27 营收同比增长 1%-2%，Lululemon 预计 FY26 营收同比下滑 0%-1%，Puma 预计 FY26 营收同比下滑中低单位数。

3) Nike 去库存持续推进，Adidas 为应对世界杯充分备货。最新财季末，Nike 存货金额同比-0.7%，其中北美地区库存金额同比增长，主要系美国关税影响，实际库存量同比下降。Adidas/Lululemon/Deckers/Puma/VF 存货金额同比+14.1%/+2.1%/-1.7%/-8.6%/-15.7%，其中 Adidas 库存同比持续增长，主要为确保世界杯相关产品及时供应，公司提前采购入库，并将大部分赛事产品提前运抵市场。

4) 国货运动板块 26Q1 高基数下景气度继续改善，专业运动细分品类流水增速领先。
①安踏受益于多品牌及费用管控，业绩超预期：26Q1 安踏品牌增长高单位数，FILA 增长中双位数，其他品牌增长 40-45%，环比 25Q4 提速增长。
②李宁利润好于预期：26Q1 李宁成人全渠道流水同比增长中单位数，李宁 YOUNG 保持双位数增长。
③特步业绩符合预期：26Q1 主品牌全渠道流水同比增长低单位数，索康尼同比增长超 20%。
④361 度继续领跑：主品牌及童装线下流水均取得约 10%的同比增长，电商流水增长中双位数。

5) 内需温和复苏趋势确定，运动品牌借赛事大年蓄力增长。26 年 1-4 月，社会消费品零售累计总额 16.5 万亿元，同比+1.9%，其中服装鞋帽、针纺织品累计零售额 5212 亿元，同比+8.1%。单看 4 月，社会消费品零售总额 3.72 万亿元，同比+0.2%，服装鞋帽、针纺织品零售额 1108 亿元，同比+3.6%，纺服行业增长情况好于整体消费行业，在宏观促消费政策持续发力之下，预计内需将保持稳步复苏势头。26 年世界杯、亚运会等体育赛事相继举办，赛事大年带动运动需求升温，李宁、安踏、361 度以赛事赞助为抓手扩大品牌影响力；特步则依托多品牌矩阵与马拉松赛道深耕，为长期增长积蓄动能。

投资分析意见：26Q1 国内服装零售回暖，行业β改善启动，国货运动品牌高基数下景气度继续改善，国际品牌在大中华区销售也呈现复苏态势。基于全球运动品牌发展势头，以及上游涨价周期，提示运动产业链投资方向：1) 全球化供应链制造商：伟星股份、百隆东方、申洲国际、华利集团。2) 运动户外品牌：李宁、安踏、波司登、361 度、滔搏、特步，建议关注奔赴自然。

表 4：全球运动服饰公司估值表

	证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			CAGR	PEG	评级
			2026/6/16	26E	27E	28E	26E	27E	28E	(26-28)	26E	
国货品牌	2020.HK	安踏体育	2,050	156.0	157.4	171.2	12	12	11	4.8%	2.6	买入
	2331.HK	李宁	430	28.5	31.6	34.0	14	13	12	9.2%	1.5	增持
	1368.HK	特步国际	117	12.5	13.9	15.1	9	8	7	9.9%	0.9	买入
	1361.HK	361 度	96	14.9	16.1	17.5	6	6	5	8.4%	0.7	买入
	3998.HK	波司登	485	37.3	40.6	43.9	12	11	10	8.5%	1.4	买入
	6110.HK	滔搏	172	12.7	13.7	14.8	13	12	11	8.0%	1.6	买入
国际品牌	NKE.N	Nike	669	22.2	27.0	35.5	30	25	19	26.4%	1.1	-
	ADS.DY	Adidas	315	16.5	19.7	22.8	19	16	14	17.6%	1.1	-
	LULU.O	Lululemon	126	12.8	12.9	13.9	10	10	9	4.5%	2.2	-
	PUM.DY	Puma	41	-2.1	0.9	1.7	-20	47	25	-	-	-
	VFC.N	VF	71	4.4	5.4	6.5	16	13	11	21.6%	0.7	-
	DECK.N	Deckers	156	10.3	11.0	11.8	15	14	13	7.1%	2.1	-
	ONON.N	On Running	129	4.0	5.0	6.1	32	26	21	22.8%	1.4	-
运动制造	2313.HK	申洲国际	651	60.3	65.2	69.0	10	9	9	7.0%	1.4	买入
	300979.SZ	华利集团	371	29.6	35.9	40.8	13	10	9	17.5%	0.7	增持
	002003.SZ	伟星股份	104	6.8	7.8	9.0	15	13	12	15.1%	1.0	买入
	601339.SH	百隆东方	109	10.0	11.5	13.3	11	9	8	15.1%	0.7	买入

资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究；注：有评级公司盈利预测为申万宏源预测，无评级公司盈利预测为 Bloomberg 一致预期，海外公司货币单位均为本币；港股公司市值单位为本币、盈利预测单位为人民币，故 PE 计算按港币兑人民币的即期汇率 (0.93) 进行换算

9.风险提示

全球需求增速不及预期，运动产业链景气度走弱。若海外需求转弱，全球运动品牌商销售压力加剧，传导至制造端可能导致外需订单下滑；国内零售环境仍处于复苏期，若内需改善低于预期，可能影响各品牌在国内市场的销售表现。

品牌商积极去库存，低折扣率促销或导致品牌力受损。品牌商为加速库存周转而采取的低价促销策略，虽短期内可缓解现金流及库存压力，但长期可能削弱品牌高端形象与定价能力。过度折扣易使消费者形成价格依赖，损害品牌价值，导致盈利能力结构性下滑。

运动服饰行业竞争加剧，多元化格局导致市场集中度下滑。瑜伽、跑步等专业细分赛道涌现众多新锐品牌，高举功能科技与生活方式，以新型品牌故事快速抢占消费者心智，从而不断冲击现有运动品牌市场份额。如果消费者选择多元化最终导向更激烈的品牌竞争，头部运动品牌的市场份额有可能出现进一步下滑。

全球各国关税博弈加剧，国际贸易环境面临不确定性。运动服饰品牌销售市场主要集中于欧美、中国市场，供应链布局主要集中于东南亚等地，当前局部地缘政治风险及关税博弈尚未消除，导致全球贸易存在不确定性，可能对全球运动服饰行业产生不利影响。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swwhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。