仅供内部参考，请勿外传

纺织服饰

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 09 月 16 日

大中华区持续复苏，各品牌战略针对性调整

——全球体育用品品牌 2026 年二季度跟踪深度报告

看好

相关研究

《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》 2026/06/17

证券分析师
王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiujf@swsresearch.com
刘佩 A0230523070002
liupei@swsresearch.com
朱本伦 A0230526070001
zhubl@swsresearch.com
联系人
朱本伦 A0230526070001
zhubl@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **最新财季，国际运动品牌业绩表现分化。**On/Adidas/Deckers/Nike/Lululemon/VF/Puma 营收分别同比+13.5%/+13.3%/+5.7%/-1.1%/-4.3%/-5.2%/-9.7%，归母净利润分别同比扭亏为盈/-3.8%/-6.6%/+406.6%/-11.2%/减亏/减亏， Adidas 单季营收创历史同期新高，主要受益于世界杯赛事催化。Nike 利润大增，主要受益于 9.86 亿美元 IEEPA 关税返还。
- **聚焦中国市场，国内运动鞋服消费复苏趋势明确。**1-8 月社会消费品零售总额约 33 万亿元，同比增长 1.1%，其中服装鞋帽、针纺织品累计零售额 9615 亿元，同比增长 5.1%，服装消费增速领跑社零整体，景气度持续修复。国际品牌中，Adidas、Lululemon、Puma 最新财季在大中华区均实现正增长，仅 Nike 受渠道调整周期影响持续下滑。国货品牌中，26Q2 安踏多品牌矩阵表现稳健，安踏主品牌、FILA 增长低单位数，其他品牌增长 25%-30%，李宁、特步主品牌受极端天气影响流水有所下滑，361 度表现稳健，整体保持优于行业的增长韧性。
- **在北美消费疲软、欧洲折扣内卷的全球压力下，国际品牌普遍将大中华区视为核心增长锚点，从增长目标、渠道布局到产品营销均呈现明确的战略倾斜，本土化运营的深度与力度持续升级。**
- **大中华区增长预期独立于全球，各公司普遍给出更高的增长目标。1）Lululemon：**预计 FY26 全球营收同比下滑 5%~7%，但明确预计中国大陆全年实现约高个位数的增长，战略优先级凸显。**2）On：**虽下调全球全年增长指引至 20% 低区间，但亚太地区（含大中华区）Q2 营收同比增长 43.0%，是全球增速最高的市场，公司仍持续加大该区域资源投入，将其作为长期增长核心动力。
- **渠道本土化深耕，逆势加码门店扩张、优化电商及经销运营。**Lululemon 自 25Q2 以来在大中华区净新开 15 家门店，通过新店加密与门店升级贡献收入增量，在全球门店策略偏谨慎的背景下，大中华区成为少数仍在快速拓店的市场。Puma 重点发力大中华区 DTC 直营与电商渠道，618 电商大促期间表现强劲。Nike 计划将分销商代运营的线上渠道收归品牌直营，强化对终端价格、货品结构、用户数据的直接掌控。
- **产品与营销本土化，适配本土需求与赛事节点。**各品牌针对中国市场的消费偏好、场景特征与营销节点，推出差异化的产品与营销策略。Adidas、Nike 借世界杯赛事催化，针对大中华区推出专属足球系列产品与本土营销活动，带动足球品类销量大幅增长。Deckers 旗下 UGG 针对中国市场突破传统雪地靴的季节限制，拓展时尚休闲鞋品类，推动全年化销售。
- **国内服装零售回暖，行业β改善启动，多数运动品牌在大中华区销售增长亮眼，品牌战略也有所倾斜。**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：**安踏体育、李宁、361 度、波司登，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。

仅供内部参考，请勿外传

投资案件

结论和投资分析意见

国内服装零售回暖，行业β改善启动，多数运动品牌在大中华区销售增长亮眼，品牌战略也有所倾斜。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：**安踏体育、李宁、361 度、波司登，建议关注奔赴自然。

原因与逻辑

北美需求疲软，欧洲折扣内卷，各品牌将大中华区从全球体系中独立定位，从增长预期、产品营销到渠道布局全面本土化深耕。北美市场消费动力不足，品牌热度与全价销售能力边际下降，除头部综合品牌凭借品类广度与赛事催化保持韧性外，多数品牌营收承压；欧洲市场库存过剩、折扣内卷问题突出，叠加地缘因素扰动，整体需求偏弱，多数品牌营收同比下滑。在此背景下，大中华区凭借确定的复苏趋势与广阔的市场空间，成为国际品牌普遍看好的增长引擎，各品牌从增长目标、资源投入到运营策略均向大中华区系统性倾斜。

有别于大众的认识

Nike 收回线上经销权，并非 Nike 缩减中国市场投入，反而是渠道运营深化的标志性动作。1）动作本质：将此前由分销商代运营的线上渠道收归品牌直营，核心目的是解决过往分销模式下的价格体系混乱、库存管控薄弱、品牌体验参差不齐等长期痛点，强化对终端价格、货品结构、用户数据的直接掌控，与 Puma 发力 DTC 渠道的战略方向完全趋同。**2）短期阵痛：**渠道切换过程中，原有分销商的出货量阶段性收缩，叠加调整期运营磨合，短期对营收形成压制，这也是 Nike 大中华区连续八个季度下滑的重要诱因之一。**3）长期指向：**直营化后，品牌可更灵活地适配中国本土电商生态（直播运营、会员体系、大促节奏），推进更精细化的本土化营销与用户运营，本质是渠道运营从“做规模”向“提质量”升级，与其他品牌加码中国的底层逻辑一致。

其他品牌的加码动作，核心源于其在中国市场仍处于较低渗透率的发展阶段，增长以增量拓展为主，与 Nike 的存量优化处于不同发展周期。1）Lululemon：中国门店网络仍处加密期，空白市场空间充足，通过新开 15 家门店快速覆盖核心城市，属于渠道扩张型加码，是成长型品牌的典型路径。**2）Puma：**此前过度依赖批发渠道，DTC 与电商布局薄弱，当前发力直营与 618 等本土大促，本质是补渠道短板，同样指向提升直营占比，与 Nike 的渠道调整方向一致，只是起点更低、增量属性更强。**3）Adidas、Deckers：**借世界杯赛事或品类红利，推出本土化产品与营销活动，属于运营精细化加码，通过适配本土需求放大增长。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1.全览：各品牌业绩表现分化，大中华区销售亮眼 7

2.Nike：收入端仍承压，关税返还大幅增厚利润 10

3.Adidas：销售端兑现世界杯催化，业绩指引乐观 13

4.Lululemon：中国市场稳健增长，北美市场承压 14

5.Puma：经营仍在过渡期，26Q2 利润减亏 16

6.VF：业绩逐步修复，两大品牌表现强劲 18

7.Deckers：两大品牌增长强劲，营收创新高 20

8.On：26Q2 整体稳健增长，亚太销售高增 43% 21

9.投资分析意见 23

10.风险提示 24

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：2026/3-2026/5，Nike 营收同比-1.1% 10
图 2：2026/3-2026/5，Nike 归母净利润+406.6% 10
图 3：2026/3-2026/5，Nike 毛利率 49.2%，净利率 9.7% 11
图 4：2026/3-2026/5，Nike 销售及一般行政管理费用率 37.2% 11
图 5：2026/3-2026/5，Nike 增速高于 Converse 11
图 6：2026/3-2026/5，Nike 品牌营收占比 98% 11
图 7：2026/3-2026/5，Nike 鞋类营收小幅下滑 11
图 8：2026/3-2026/5，Nike 鞋类营收占比 66.2% 11
图 9：2026/3-2026/5，Nike 批发同比增长 4% 12
图 10：2026/3-2026/5，Nike 批发渠道占比 62% 12
图 11：2026/3-2026/5，Nike 大中华区营收下滑 12
图 12：2026/3-2026/5，Nike 在北美营收占比最高 12
图 13：2026/4-2026/6，Adidas 营收+13.3% 13
图 14：2026/4-2026/6，Adidas 归母净利润-3.8% 13
图 15：2026/4-2026/6，Adidas 毛利率 52.5%，净利率 5.3% 13
图 16：2026/4-2026/6，Adidas 营销/运营期间费用率 13.7%/30.5% 13
图 17：2026/4-2026/6，Adidas 鞋类营收+0.5% 14
图 18：2026/4-2026/6，Adidas 鞋类占比 51.8% 14
图 19：2026/4-2026/6，Adidas 欧洲增长 5.6% 14
图 20：2026/4-2026/6，Adidas 欧洲营收占比 31.4% 14
图 21：2026/5-2026/7，Lululemon 营收同比-4.3% 15
图 22：2026/5-2026/7，Lululemon 归母净利润下滑 15
图 23：2026/5-2026/7，Lululemon 毛利率 60.5%，净利率 13.6% 15
图 24：2026/5-2026/7，Lululemon 销售及一般行政管理费用率 41.7% 15
图 25：2026/5-2026/7，Lululemon 各品类承压 15
图 26：2026/5-2026/7，Lululemon 女装占比最高 15
图 27：2026/5-2026/7，Lululemon 大中华区营收同比+4.1% 16
图：/ -/ ，Lululemon 美国营收占比达 .% .....

仅供内部参考，请勿外传

图 29：2026/4-2026/6，Puma 营收同比-9.7% 16
图 30：2026/4-2026/6，Puma 归母净利润同比减亏 16
图 31：2026/4-2026/6，Puma 毛利率 48.0%，净利率-4.3% 17
图 32：2026/4-2026/6，Puma 经营性费用率 51.6% 17
图 33：2026/4-2026/6，Puma 鞋类营收同比-11.8% 17
图 34：2026/4-2026/6，Puma 鞋类营收占比 55.3% 17
图 35：2026/4-2026/6，EMEA 营收同比-12.6% 18
图 36：2026/4-2026/6，EMEA 营收占比 39.9% 18
图 37：2026/4-2026/6，VF 营收同比-5.2% 18
图 38：2026/4-2026/6，VF 归母净利润同比减亏 18
图 39：2026/4-2026/6，VF 毛利率 54.9% 19
图 40：2026/4-2026/6，VF 销售及一般行政管理费率 19
图 41：2026/4-2026/6，两大品牌延续增长 19
图 42：2026/4-2026/6，VF 三大品牌合计占比达 79% 19
图 43：2026/4-2026/6，VF 美洲地区营收同比下降 19
图 44：2026/4-2026/6，VF 美洲营收占比最高 19
图 45：2026/4-2026/6，Deckers 营收+5.7% 20
图 46：2026/4-2026/6，Deckers 归母净利润-6.6% 20
图 47：2026/4-2026/6，Deckers 毛利率 56.4%、净利率 12.7% 20
图 48：2026/4-2026/6，Deckers 销售、行政及一般费用率 41.2% 20
图 49：2026/4-2026/6，UGG、HOKA 营收增长 21
图 50：2026/4-2026/6，HOKA 营收占比 69.0% 21
图 51：2026/4-2026/6，Deckers 美国营收增长 21
图 52：2026/4-2026/6，Deckers 美国占比 50.8% 21
图 53：2026/4-2026/6，On 营收同比+13.5% 22
图 54：2026/4-2026/6，On 归母净利润扭亏为盈 22
图 55：2026/4-2026/6，On 毛利率 65.4%，净利率 12.3% 22
图 56：2026/4-2026/6，On 销售、行政及一般费用率 51.3% 22
图 57：2026/4-2026/6，On 鞋类营收同比+10.9% 22
图 58：2026/4-2026/6，On 鞋类营收占比 91.9% 22
图：/ -/ ，亚太地区营收同比+.% .....

仅供内部参考，请勿外传

图 60：2026/4-2026/6，亚太地区营收占比 20.1%.....23

表 1：全球运动品牌公司 26Q2 业绩概览.....7

表 2：全球运动品牌公司最新业绩指引.....8

表 3：全球运动品牌公司库存跟踪.....8

表 4：全球运动服饰公司估值表.....24

仅供内部参考，请勿外传

1.全览：各品牌业绩表现分化，大中华区销售亮眼

最新财季，国际运动品牌业绩表现分化。On/Adidas/Deckers/Nike/Lululemon/VF/Puma 营收分别同比+13.5%/+13.3%/+5.7%/-1.1%/-4.3%/-5.2%/-9.7%，归母净利润分别同比扭亏为盈/-3.8%/-6.6%/+406.6%/-11.2%/减亏/减亏， Adidas 单季营收创历史同期新高，主要受益于世界杯赛事催化。Nike 利润大增，主要受益于 9.86 亿美元 IEEPA 关税返还。

26Q2 受极端天气、消费走弱影响，国货运动品牌流水增速环比放缓但仍有增长，专业细分品牌及部分渠道仍具韧性。1）安踏各品牌高质量增长：26Q2 安踏品牌增长低单位数，FILA 增长低单位数，其他品牌增长 25%-30%，整体符合预期。多品牌矩阵覆盖不同消费人群与场景，经营质量良好，体现多品牌战略下良好的抗风险能力和成长性优势。**2）李宁流水走弱：**受宏观消费力转弱、多雨及台风等天气影响，26Q2 李宁大货（不含童装）全渠道流水同比下滑低单位数，含童装在内的全渠道流水基本持平，童装实现低双位数增长，26Q2 流水弱于内部预期。**3）特步流水短期承压：**26Q2 特步主品牌流水同比下滑中单位数，主要受二季度极端天气及需求走弱影响。索康尼 26Q2 流水同比增长低单位数，增长放缓主要受高端化战略影响，电商主动收紧折扣。**4）361 度表现稳健：**26Q2 主品牌及童装线下流水同比增长中高单位数，在二季度消费趋势较弱的情况下，公司凭借差异化商业模式和高性价比优势，持续保持快于行业的增长，竞争优势不断显现。

表 1：全球运动品牌公司 26Q2 业绩概览

	公司	营业收入		归母净利润	
国际	自然年区间	2025.12~2026.2	2026.3~2026.5	2025.12~2026.2	2026.3~2026.5
	Nike（亿美元）	112.8	109.7	5.2	10.7
	YoY	0.1%	-1.1%	-34.5%	406.6%
	自然年区间	2026.1~2026.3	2026.4~2026.6	2026.1~2026.3	2026.4~2026.6
	Adidas（亿欧元）	65.9	67.4	4.8	3.6
	YoY	7.1%	13.3%	12.6%	-3.8%
	自然年区间	2026.2~2026.4	2026.5~2026.7	2026.2~2026.4	2026.5~2026.7
	Lululemon（亿美元）	24.7	24.2	2.0	3.3
	YoY	4.3%	-4.3%	-38.0%	-11.2%
	自然年区间	2026.1~2026.3	2026.4~2026.6	2026.1~2026.3	2026.4~2026.6
	Puma（亿欧元）	18.6	16.9	0.3	-0.7
	YoY	-6.3%	-9.7%	5200.0%	减亏
	自然年区间	2026.1~2026.3	2026.4~2026.6	2026.1~2026.3	2026.4~2026.6
	VF（亿美元）	21.7	16.7	-1.2	-1.0
	YoY	1.0%	-5.2%	20.9%	减亏
	自然年区间	2026.1~2026.3	2026.4~2026.6	2026.1~2026.3	2026.4~2026.6
	Deckers（亿美元）	11.2	10.2	1.4	1.3
	YoY	9.6%	5.7%	-10.5%	-6.6%
国内	自然年区间	2026.1~2026.3	2026.4~2026.6	2026.1~2026.3	2026.4~2026.6
	On（亿瑞士法郎）	8.3	8.5	1.0	1.1
	YoY	14.5%	13.5%	82.2%	扭亏为盈
	自然年区间	.~.	.~.		

仅供内部参考，请勿外传

安踏体育：					
安踏品牌	+高单位数	+低单位数			
FILA 品牌	+10%~20%低段	+低单位数			
其他品牌	+40%~45%	+25%~30%			
自然年区间	**2026.1~2026.3**	**2026.4~2026.6**			
李宁：					
李宁品牌	+中单位数	-低单位数			
自然年区间	**2026.1~2026.3**	**2026.4~2026.6**			
特步国际：					
特步品牌	+低单位数	-中单位数			
自然年区间	**2026.1~2026.3**	**2026.4~2026.6**			
361 度：					
361°品牌线下	+10%	+中高单位数			
361°童装品牌线下	+10%	+中高单位数			

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

考虑全球消费复苏力度偏弱，多数品牌业绩指引谨慎。1）上调：Adidas 将全年营收增速上调至增长 9%~10%，VF 将全年营收增速上调至增长 2% 以上，反映世界杯催化与产品组合优化的成效超预期。**2）维持：**Deckers 维持全年营收增长高单位数的指引，Puma 维持全年营收下滑中低单位数的判断。**3）下调：**Nike、Lululemon、On 均下调全年指引，主要受北美市场承压、高基数效应影响，但 On 仍维持 20% 左右的高增长区间。

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	FY26Q4 营收下滑 2%~4%	FY27Q1-2 营收下滑中个位数	下调
Adidas	FY26 营收增长高单位数	FY26 营收增长 9%~10%	上调
Lululemon	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%）	FY26Q3 营收 22.90~23.20 亿美元（同比下滑 10%~11%），FY26 全年营收 103.5~105.0 亿美元（同比下滑 5%~7%）	下调
Puma	FY26 营收下滑中低单位数	FY26 营收下滑中低单位数	维持
VF	FY27 营收增长 1%～2%	FY27 营收增长 2%以上	上调
Deckers	FY27Q1 营收增长 5%；FY27 营收 58.6~59.1 亿美元，同比增长高个位数	FY27Q2 营收增长 5%；FY27 营收 58.6~59.1 亿美元，同比增长高个位数	维持
On	FY26 营收增长 23%以上	FY26 同比增长 20%低区间	下调

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

库存情况：On、Adidas 主动备货导致库存增加，其他多数品牌以去库存为主。最新财季末，On/Adidas/Nike/Lululemon/Deckers/VF/Puma 存货金额同比+31.2%/+13.5%/+0.2%/-0.6%/-4.9%/-11.1%/-15.3%，On 库存同比大幅增长，主要为匹配亚太（含大中华区）市场高速扩张、门店加密的需求主动备货，属于增长型备货。Adidas 库存同比持续增长，主要源于公司为确保世界杯期间产品的充足供应而主动备货，并非库存积压

表 3：全球运动品牌公司库存跟踪

	Nike	FY25Q3	FY25Q4	FY26Q1	FY26Q2	FY26Q3
国际	**自然年截止时间**	**2025/2/28**	**2025/5/31**	**2025/8/31**	**2025/11/30**	**2026/2/28**
	项（亿美元）	.	.	.	.	.

仅供内部参考，请勿外传

	存货金额 YoY	-2.4%	-0.4%	-1.7%	-3.2%	-0.7%	0.2%
	存货周转率（次）	3.5	3.5	3.5	3.7	3.7	3.5
	存货周转天数（天）	102.2	101.9	103.7	96.7	96.7	101.9
	Adidas	**25Q1**	**25Q2**	**25Q3**	**25Q4**	**26Q1**	**26Q2**
	自然年截止时间	**2025/3/31**	**2025/6/30**	**2025/9/30**	**2025/12/31**	**2026/3/31**	**2026/6/30**
	存货金额（亿欧元）	50.7	52.6	54.7	58.3	57.9	59.7
	存货金额 YoY	14.6%	15.8%	20.9%	16.9%	14.1%	13.5%
	存货周转率（次）	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2
	存货周转天数（天）	153.6	158.4	156.6	162.2	162.2	165.3
	Lululemon	**FY25Q1**	**FY25Q2**	**FY25Q3**	**FY25Q4**	**FY26Q1**	**FY26Q2**
	自然年截止时间	**2025/4/30**	**2025/7/31**	**2025/10/31**	**2026/1/31**	**2026/4/30**	**2026/7/31**
	存货金额（亿美元）	16.5	17.2	20.0	17.0	16.9	17.1
	存货金额 YoY	22.8%	20.5%	10.9%	17.9%	2.1%	-0.6%
	存货周转率（次）	2.6	2.6	2.5	3.1	2.7	2.4
	存货周转天数（天）	141.0	139.9	146.2	117.4	134.6	147.2
	Puma	**25Q1**	**25Q2**	**25Q3**	**25Q4**	**26Q1**	**26Q2**
	自然年截止时间	**2025/3/31**	**2025/6/30**	**2025/9/30**	**2025/12/31**	**2026/3/31**	**2026/6/30**
	存货金额（亿欧元）	20.8	21.5	21.2	20.6	19.0	18.2
	存货金额 YoY	16.3%	9.7%	17.3%	2.3%	-8.6%	-15.3%
	存货周转率（次）	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9
	存货周转天数（天）	175.0	174.5	173.5	182.6	182.7	188.5
	VF	**FY25Q4**	**FY26Q1**	**FY26Q2**	**FY26Q3**	**FY26Q4**	**FY27Q1**
	自然年截止时间	**2025/3/31**	**2025/6/30**	**2025/9/30**	**2025/12/31**	**2026/3/31**	**2026/6/30**
	存货金额（亿美元）	16.3	21.4	18.6	16.6	13.7	19.0
	存货金额 YoY	-7.9%	1.2%	-10.9%	-7.6%	-15.7%	-11.1%
	存货周转率（次）	2.6	1.7	2.5	2.8	2.9	1.8
	存货周转天数（天）	138.2	208.6	145.7	130.5	124.3	195.6
	Deckers	**FY25Q4**	**FY26Q1**	**FY26Q2**	**FY26Q3**	**FY26Q4**	**FY27Q1**
	自然年截止时间	**2025/3/31**	**2025/6/30**	**2025/9/30**	**2025/12/31**	**2026/3/31**	**2026/6/30**
	存货金额（亿美元）	5.0	8.5	8.4	6.3	4.9	8.1
	存货金额 YoY	4.4%	12.8%	7.4%	9.9%	-1.7%	-4.9%
	存货周转率（次）	4.3	2.5	3.2	4.3	4.7	2.7
	存货周转天数（天）	83.1	141.8	113.7	82.8	76.4	131.1
	On	**25Q1**	**25Q2**	**25Q3**	**25Q4**	**26Q1**	**26Q2**
	自然年截止时间	**2025/3/31**	**2025/6/30**	**2025/9/30**	**2025/12/31**	**2026/3/31**	**2026/6/30**
	存货金额（亿瑞士法郎）	4.0	3.6	3.8	4.2	4.1	4.7
	存货金额 YoY	9.3%	-10.2%	9.1%	0.1%	1.7%	31.2%
	存货周转率（次）	2.8	3.0	2.8	2.7	2.9	2.7
	存货周转天数（天）	126.4	121.0	126.7	134.8	124.9	135.7
国内	**安踏体育**		**25H1**		**2025**		**26H1**
	2020.HK		**2025/6/30**		**2025/12/31**		**2026/6/30**
	存货金额（亿元）		104.1		121.5		103.5
	存货金额 YoY		29.9%		12.9%		-0.6%
	存货周转率（次）		2.7		2.7		2.8
	存货周转天数（天）		135.0		135.3		128.9
	李宁		**25H1**		**2025**		**26H1**
	2331.HK		**2025/6/30**		**2025/12/31**		**2026/6/30**
	存货金额（亿元）		24.3		26.9		27.0
	存货金额 YoY		5.0%		3.7%		11.3%
	存货周转率（次）		5.9		5.7		5.5
	存货周转天数（天）		.		.		.

仅供内部参考，请勿外传

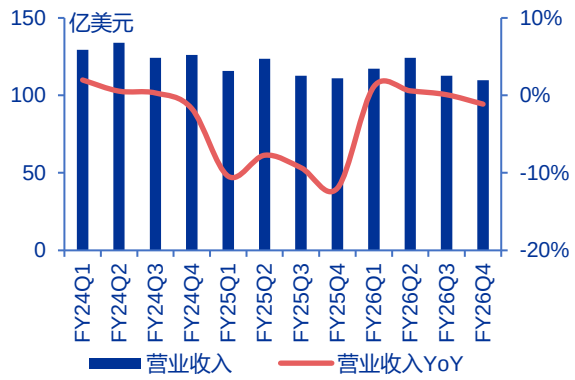
特步国际	25H1	2025	26H1
1368.HK	2025/6/30	2025/12/31	2026/6/30
存货金额（亿元）	22.5	18.3	23.1
存货金额 YoY	2.5%	14.6%	2.3%
存货周转率（次）	3.9	4.7	3.5
存货周转天数（天）	92.1	76.2	102.2
361 度	**25H1**	**2025**	**26H1**
1361.HK	2025/6/30	2025/12/31	2026/6/30
存货金额（亿元）	18.9	20.7	19.6
存货金额 YoY	29.6%	-2.1%	3.7%
存货周转率（次）	3.3	3.1	3.6
存货周转天数（天）	107.7	115.3	100.9

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：收入端仍承压，关税返还大幅增厚利润

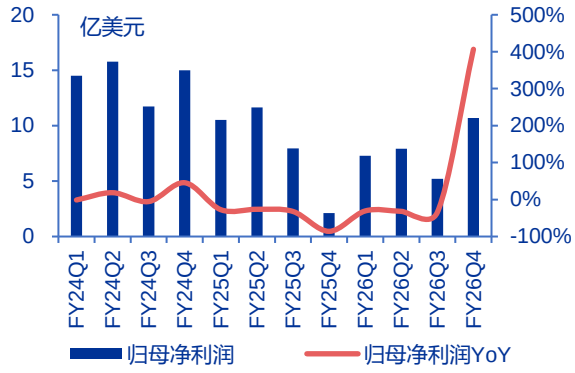
FY26Q4 营收承压，利润端受益关税返还。2026/3-2026/5（FY26Q4），营收 109.7 亿美元，同比-1.1%，剔除汇率因素后收入同比-4%，符合预期，归母净利润 10.7 亿美元，同比+406.6%，超预期，主要受益于 IEEPA 关税返还 9.86 亿美元。公司北美市场增长稳定，但大中华区收入持续下滑，因此后续指引偏弱，公司预计 FY27Q1-2 营收将下滑低至中个位数。

图 1：2026/3-2026/5，Nike 营收同比-1.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：FY26Q4 为 2026 年 3 月-2026 年 5 月，下同

图 2：2026/3-2026/5，Nike 归母净利润+406.6%

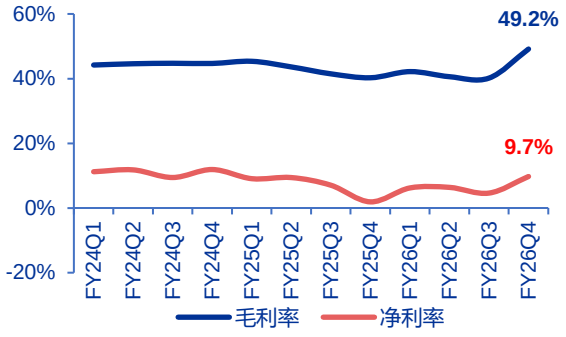


资料来源：公司公告，申万宏源研究

关税返还抬升 FY26Q4 毛利率，公司预计 FY27Q1 毛利率将同比小幅正增长。2026/3-2026/5（FY26Q4），公司毛利率 49.2%，同比+8.9pct，主要源于 IEEPA 关税回收带来的一次性收益。销售及一般行政管理费用率同比-0.2pct 至 37.2%，主要系公司持续推进费用管控，最终净利率同比+7.8pct 至 9.7%。公司预计 FY27Q1 毛利率将同比小幅正增长，毛利率拐点较此前预期提前一个季度至 FY27Q1。

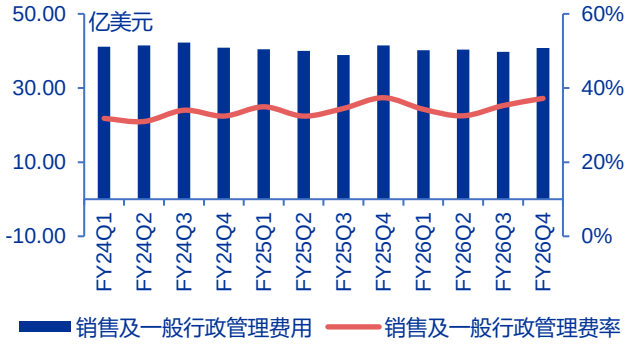
仅供内部参考，请勿外传

图 3：2026/3-2026/5，Nike 毛利率 49.2%，净利率 9.7%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

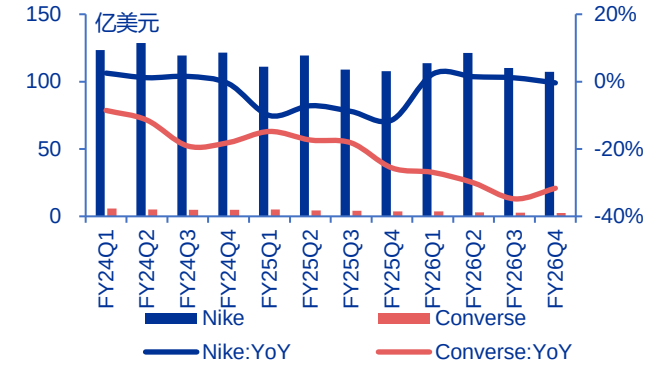
图 4：2026/3-2026/5，Nike 销售及一般行政管理费用率 37.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

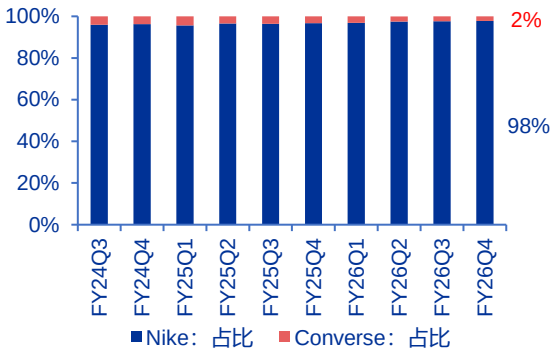
分品牌：剔除汇率因素后，FY26Q4 Nike、Converse 品牌营收均出现下滑。2026/3-2026/5（FY26Q4），Nike 品牌营收 107.2 亿美元，同比基本持平，贡献营收占比 98%。Converse 品牌营收 2.4 亿美元，同比-32%，贡献营收占比 2%，Converse 品牌正在战略调整中，后续计划将聚焦于 Chuck Taylor 和 Jack Purcell 经典款，使品牌更专注生活方式业务。

图 5：2026/3-2026/5，Nike 增速高于 Converse



资料来源：公司公告，申万宏源研究

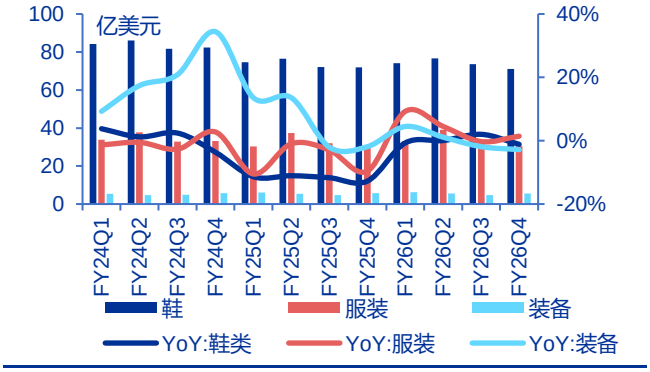
图 6：2026/3-2026/5，Nike 品牌营收占比 98%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

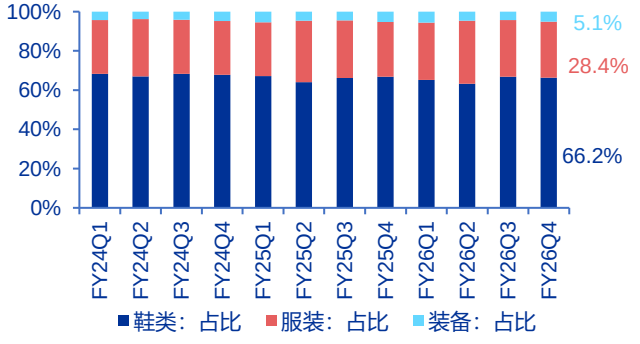
分品类：服装类营收增长，鞋类、装备类营收承压。2026/3-2026/5（FY26Q4），Nike 品牌鞋类/服装/装备类营收 71.0/30.5/5.5 亿美元，同比-1.1%/+1.4%/-2.8%，三大品类营收占比分别为 66.2%/28.4%/5.1%，受世界杯赛事催化，球衣销量为 2022 年同期的 2.5 倍，Mercurial 成为 DTC 历史上 24 小时销售最快的钉鞋。世界杯提振运动行业景气度，对足球品类的消费拉动有望逐步延续，持续关注相关产品销售表现。

图 7：2026/3-2026/5，Nike 鞋类营收小幅下滑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：2026/3-2026/5，Nike 鞋类营收占比 66.2%

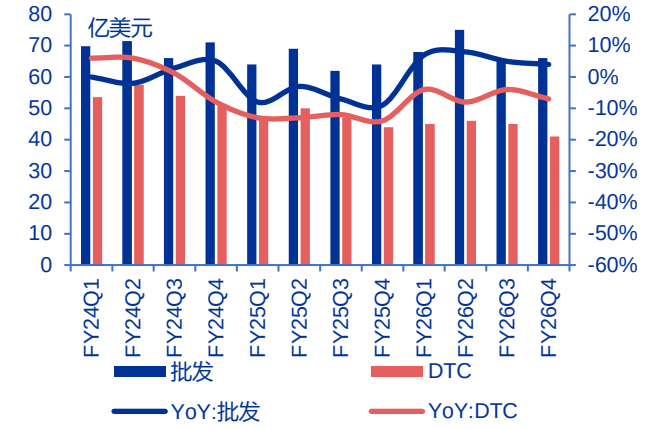


资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

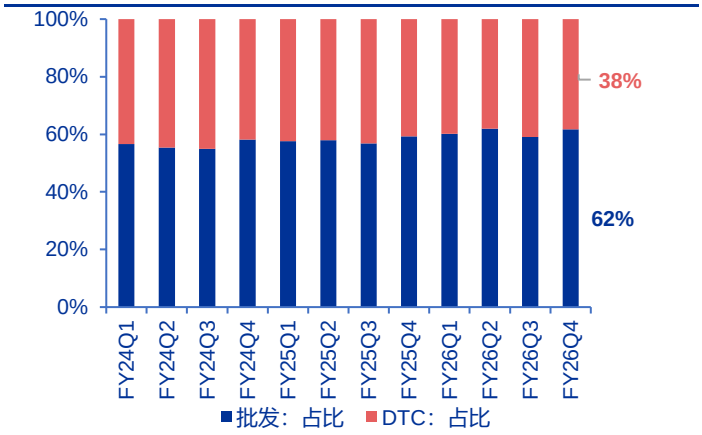
分渠道：批发渠道引领增长，DTC 渠道持续调整。2026/3-2026/5（FY26Q4），Nike 品牌批发营收 66 亿美元，同比增长 4%，占 NIKE 品牌营收 61.5%。DTC 营收 41 亿美元，同比下降 7%，占 NIKE 品牌营收 38.2%。公司计划重新强化批发渠道布局，清理渠道库存为新品腾挪经营空间，并优化渠道价格体系。

图 9：2026/3-2026/5，Nike 批发同比增长 4%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

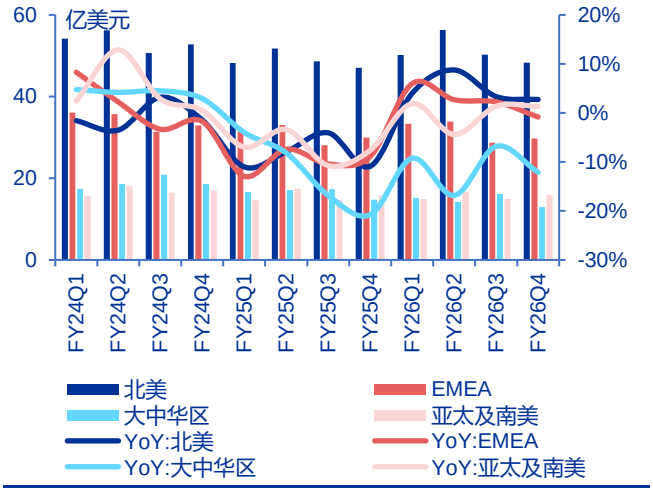
图 10：2026/3-2026/5，Nike 批发渠道占比 62%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

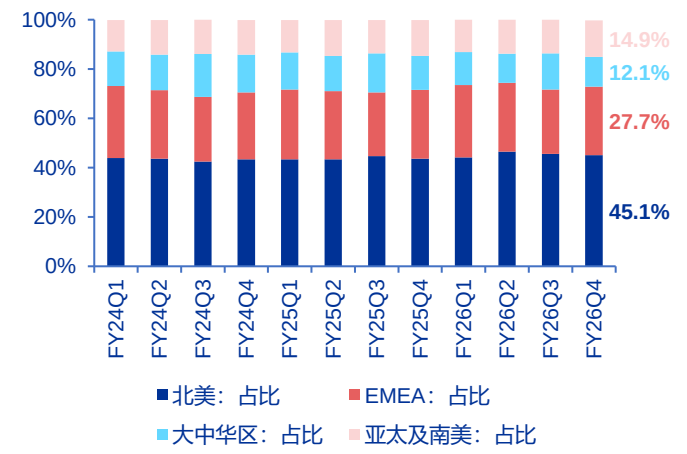
分地区：北美市场稳定增长，大中华区仍然承压。2026/3-2026/5（FY26Q4），Nike 品牌销售情况呈现区域高度分化，大中华区/北美/EMEA/亚太及南美地区营收 13.0/48.3/29.8/16.0 亿美元，同比 -12.1%/+2.7%/-0.8%/+1.3%，营收贡献占比 12.1%/45.1%/27.7%/14.9%。大中华区连续第八季度下滑，北美市场表现稳健，剔除关税退款影响，盈利能力同比持续改善。

图 11：2026/3-2026/5，Nike 大中华区营收下滑



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：2026/3-2026/5，Nike 在北美营收占比最高



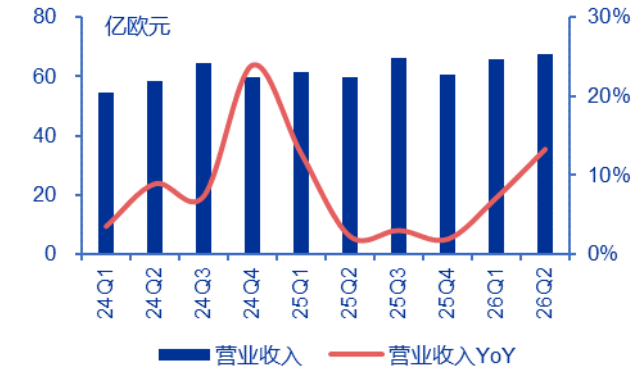
资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

3.Adidas：销售端兑现世界杯催化，业绩指引乐观

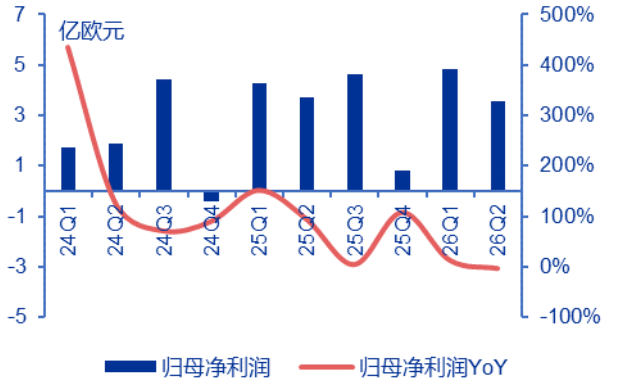
26Q2 营收创单季历史新高，利润端低于市场预期。2026/4-2026/6（26Q2），公司营收 67.4 亿欧元，同比+13.3%，销售端大幅兑现世界杯催化，营收创单季历史新高，超预期。归母净利润 3.6 亿欧元，同比-3.8%，利润端低于市场预期，主要系世界杯相关营销投放增加，营销费用率大幅抬升。公司上调收入指引，预计 26 全年固定汇率收入增长 9%~10%（此前预计高个位数增长），维持营业利润约 23 亿欧元的指引。

图 13：2026/4-2026/6，Adidas 营收+13.3%



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

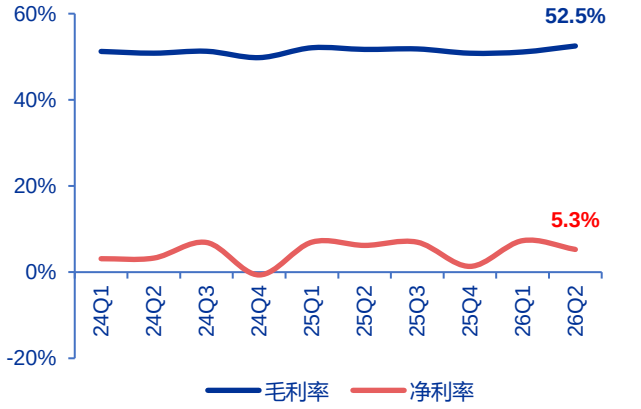
图 14：2026/4-2026/6，Adidas 归母净利润-3.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

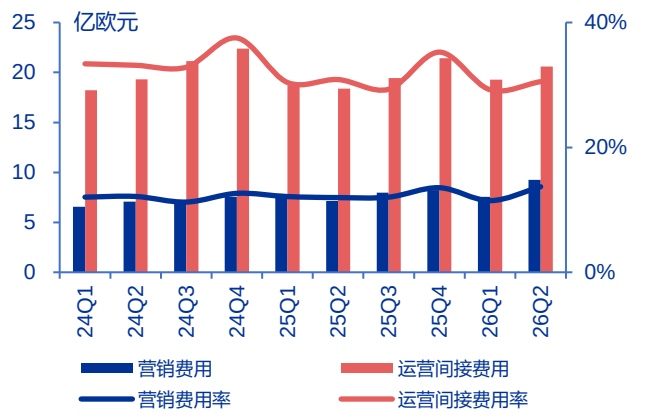
毛利率稳步提升，但营销费用率上行，导致净利率承压。2026/4-2026/6（26Q2），公司毛利率 52.5%，同比+0.8pct，主要系全价销售占比提升及渠道结构优化驱动。26Q2 营销/运营期间费用率 13.7%/30.5%，同比+1.7pct/-0.3pct，最终净利率 5.3%，同比-1.0pct。

图 15：2026/4-2026/6，Adidas 毛利率 52.5%，净利率 5.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：2026/4-2026/6，Adidas 营销/运营期间费用率 13.7%/30.5%

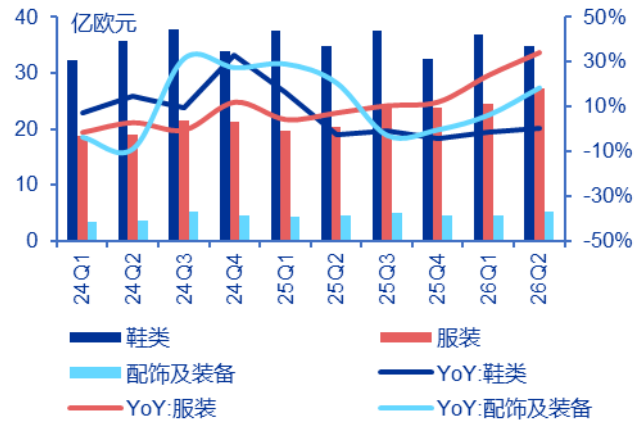


资料来源：公司公告，申万宏源研究

分品类：26Q2 服装营收表现亮眼，足球及 Originals 系列成为核心驱动力。2026/4-2026/6（26Q2），鞋类/服装/配饰及装备类营收 34.9/27.2/5.3 亿欧元，同比+0.5%/+34.1%/+18.6%，营收贡献占比 51.8%/40.4%/7.9%。剔除汇率因素后，鞋类营收同比小幅增长 1%，主要因世界杯期间消费者更倾向购买球衣而非鞋类，以及生活方式鞋类市场折扣压力较大。剔除汇率因素后，服装业务实现 35%的高增，足球及 Originals 系列表现强劲，跑步、训练等品类均实现两位数增长。

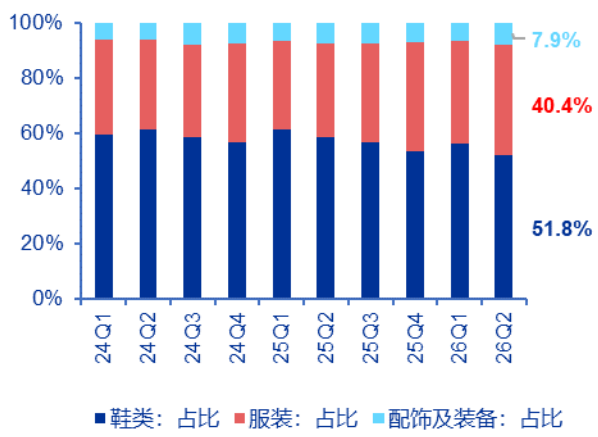
仅供内部参考，请勿外传

图 17：2026/4-2026/6，Adidas 鞋类营收+0.5%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

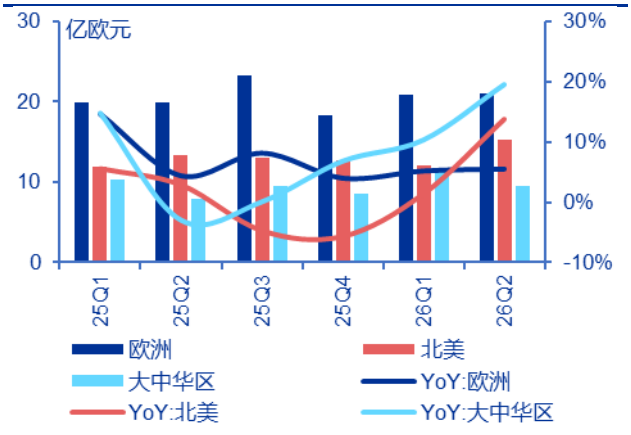
图 18：2026/4-2026/6，Adidas 鞋类占比 51.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

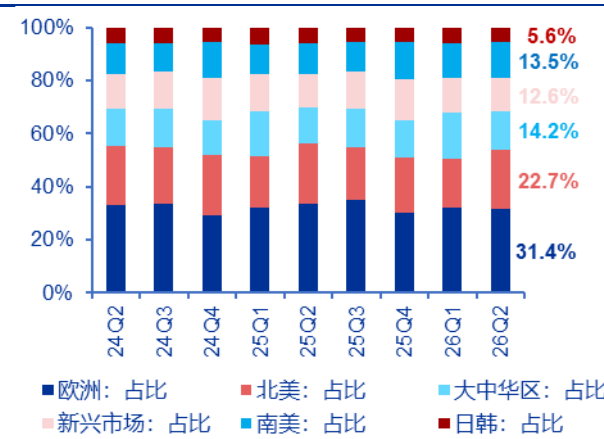
分地区：各地区营收均增长，其中南美、大中华区增速亮眼。2026/4-2026/6（26Q2），欧洲/北美/大中华区/新兴市场/南美/日韩地区营收 21.1/15.2/9.5/8.5/9.1/3.8 亿欧元，同比+5.6%/+13.7%/+19.4%/+11.3%/+34.8%/+5.9%。剔除汇率因素，各地区营收分别同比+6%/+17%/+15%/+12%/+28%/+18%。所有市场均表现良好，反映品牌需求强劲及 adidas 全球供给能力提升。

图 19：2026/4-2026/6，Adidas 欧洲增长 5.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：2026/4-2026/6，Adidas 欧洲营收占比 31.4%



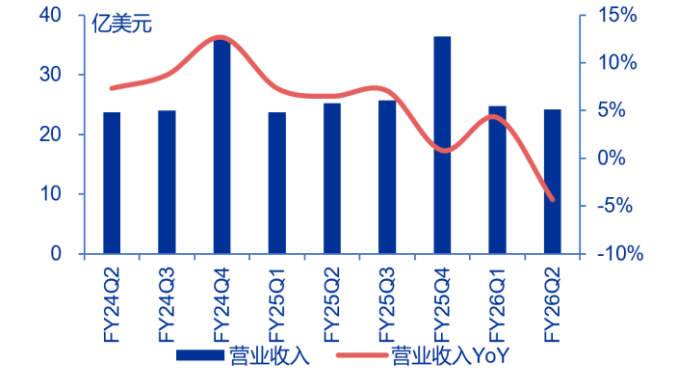
资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.Lululemon：中国市场稳健增长，北美市场承压

美洲基本盘下滑导致业绩承压，公司下调业绩指引。2026/5-2026/7（FY26Q2），公司营收 24.16 亿美元，同比-4.3%，低于预期，主要系美洲消费者需求疲软、品牌热度降温、全价销售能力下降、折扣压力上升。公司归母净利润 3.3 亿美元，同比-11.2%。公司下调业绩指引，预计 FY26Q3 营收 22.9-23.2 亿美元，同比下滑 10%-11%，FY26 全年营收 103.5 -. 亿美元，同比下滑 %-%。

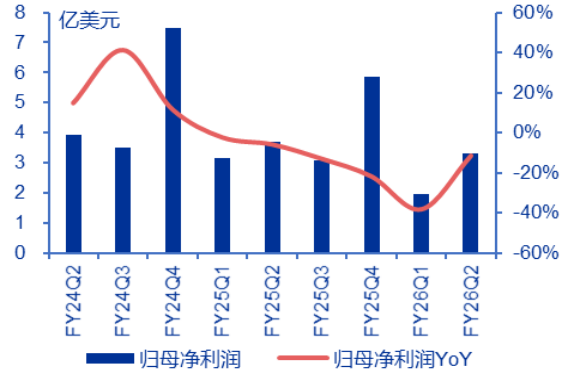
仅供内部参考，请勿外传

图 21：2026/5-2026/7，Lululemon 营收同比-4.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：2026/5-2026/7，Lululemon 归母净利润下滑

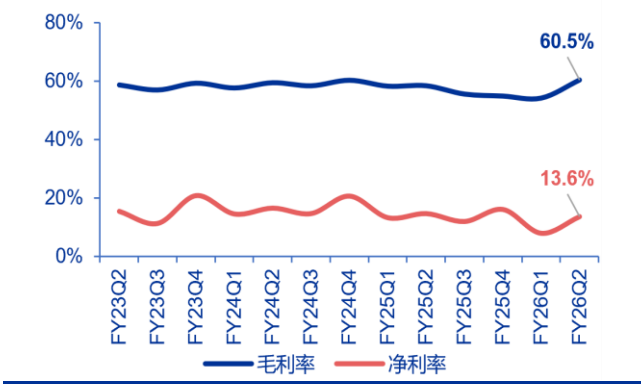


资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：FY26Q2 为 2026/5-2026/7，下同

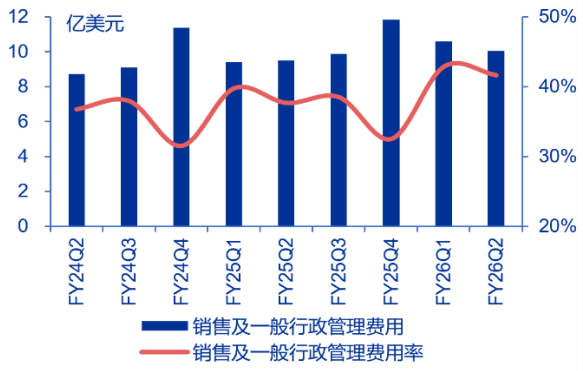
关税一次性退款带动毛利率上行，期间费用率上行拖累净利率。2026/5-2026/7（FY26Q2），公司毛利率 60.5%，同比+2.0pct，主要系关税一次性退款带来账面利好。销售及一般行政费用率 41.7%，同比+4.0pct，主要系代理权争夺战与运营渠道扩张带来相关投入增加，最终净利率 13.6%，同比-1.1pct。

图 23：2026/5-2026/7，Lululemon 毛利率 60.5%，净利率 13.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

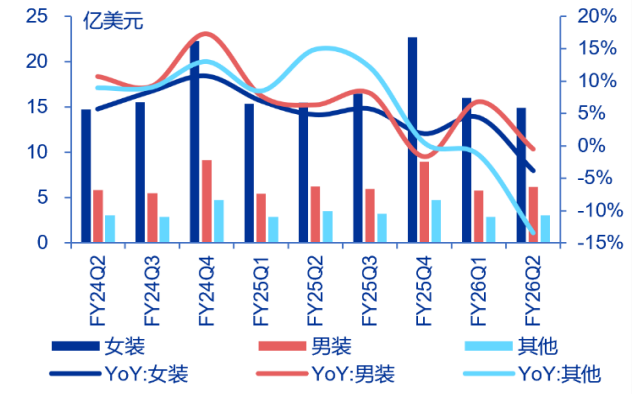
图 24：2026/5-2026/7，Lululemon 销售及一般行政管理费用率 41.7%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

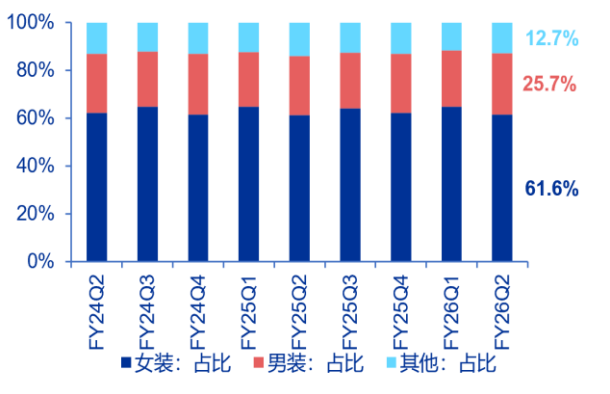
分品类：各品类收入均有所下滑，男装降幅相对较小。2026/5-2026/7（FY26Q2），女装/男装/其他品类（包括配件、鞋类等）营收 14.9/6.2/3.1 亿美元，同比-3.8%/-0.5%/-13.4%，三大品类营收贡献占比分别为 61.6%/25.7%/12.7%，女装仍为营收主力。

图 25：2026/5-2026/7，Lululemon 各品类承压



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：2026/5-2026/7，Lululemon 女装占比最高

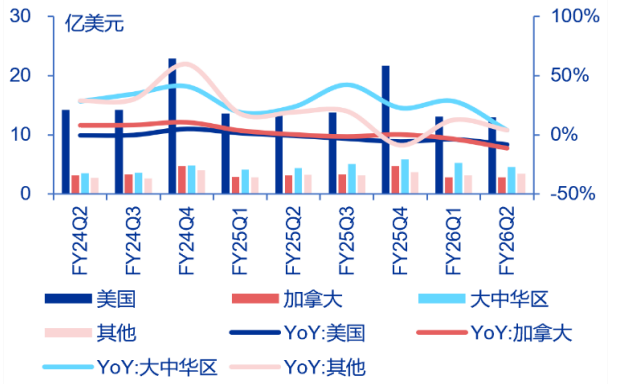


资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

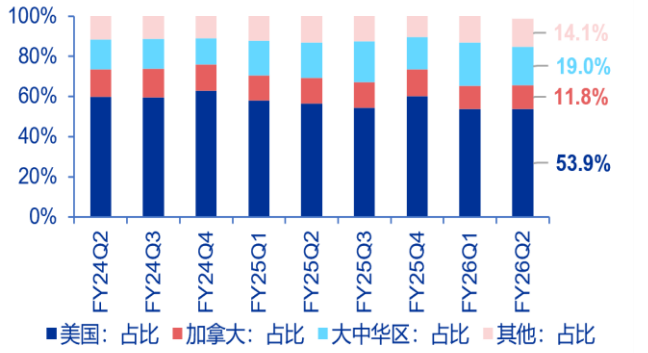
分地区：北美市场显著承压下滑，大中华区实现小幅增长。2026/5-2026/7（FY26Q2），美国/加拿大/大中华区/其他地区营收 13.0/2.9/4.6/3.4 亿美元，分别同比-8.0%/-11.0%/+4.1%/+4.3%，营收贡献占比 53.9%/11.8%/19.0%/14.1%。美国市场平均订单价值降低、转化率下降以及门店客流量减少导致美国同店销售额下降 12%。大中华区收入实现小幅增长，主要系自 25Q2 以来大中华区净新开 15 家门店，新店收入贡献为主要驱动力。

图 27：2026/5-2026/7，Lululemon 大中华区营收同比+4.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 28：2026/5-2026/7，Lululemon 美国营收占比达 53.9%

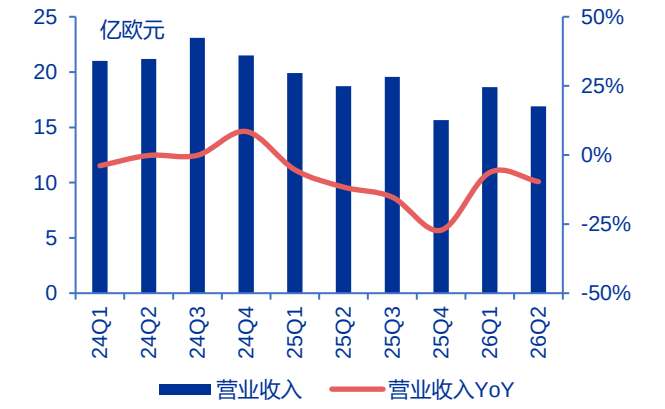


资料来源：公司公告，申万宏源研究

5.Puma：经营仍在过渡期，26Q2 利润减亏

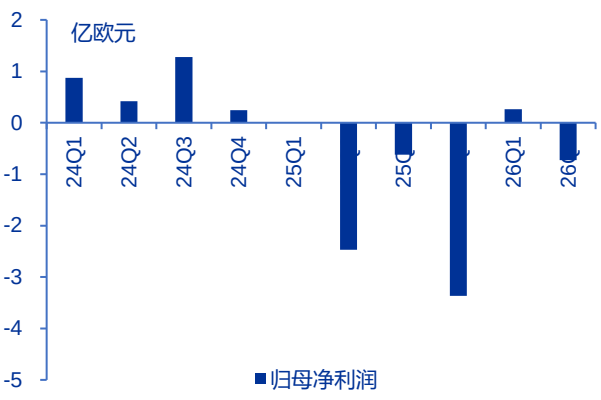
26Q2 利润减亏，公司维持 26 年过渡年判断，预计 27 年重拾增长。2026/4-2026/6（26Q2），公司实现营收 16.9 亿欧元，同比-9.7%，略低于市预期，主因主动出清低毛利批发、中东地缘持续压制订单。26Q2 归母净利润-0.7 亿欧元，同比减亏，好于预期，主要系成本优化、关税退税等。继 25 年战略调整之年后，公司认为 26 年为过渡之年。公司维持业绩指引，预计 26 年营收同比下降中低单位数，EBIT 亏损 0.5-1.5 亿欧元，公司预计从 27 年起重新实现增长。

图 29：2026/4-2026/6，Puma 营收同比-9.7%



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 30：2026/4-2026/6，Puma 归母净利润同比减亏

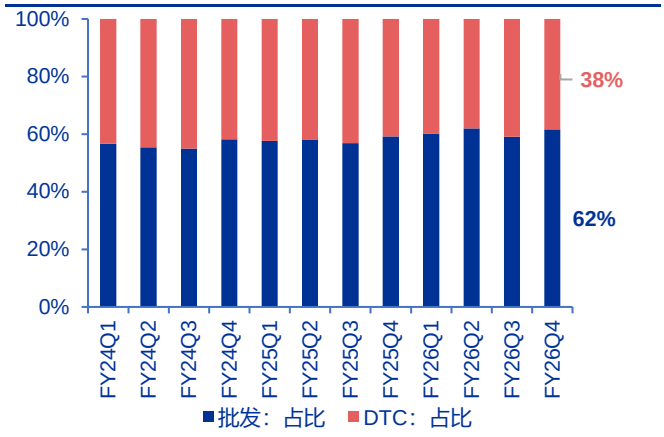


资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

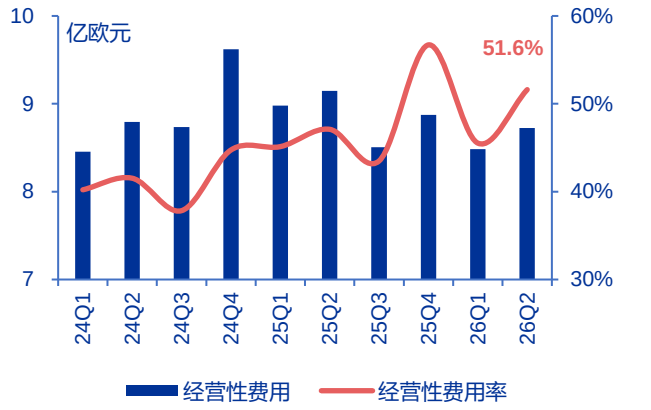
成本下降、关税退款等因素影响下，利润率同比改善。2026/4-2026/6（26Q2），公司毛利率同比+1.8pct 至 48.0%，主要受采购成本下降、关税退款、汇率及渠道组合改善推动，其中关税退款约贡献 0.6pct。最终净利率同比+8.4pct 至-4.3%。

图 31：2026/4-2026/6，Puma 毛利率 48.0%，净利率-4.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

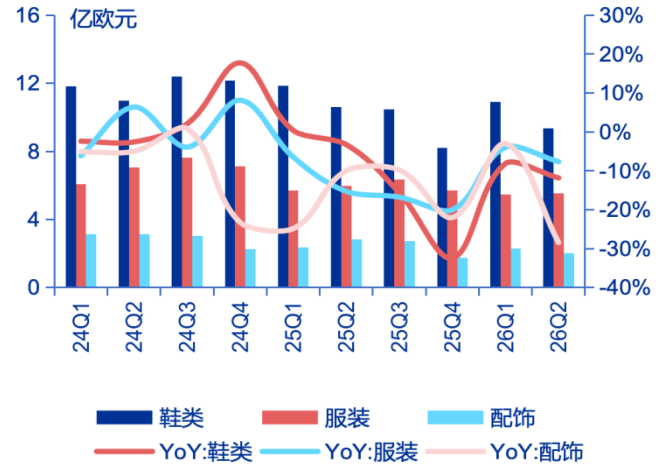
图 32：2026/4-2026/6，Puma 经营性费用率 51.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

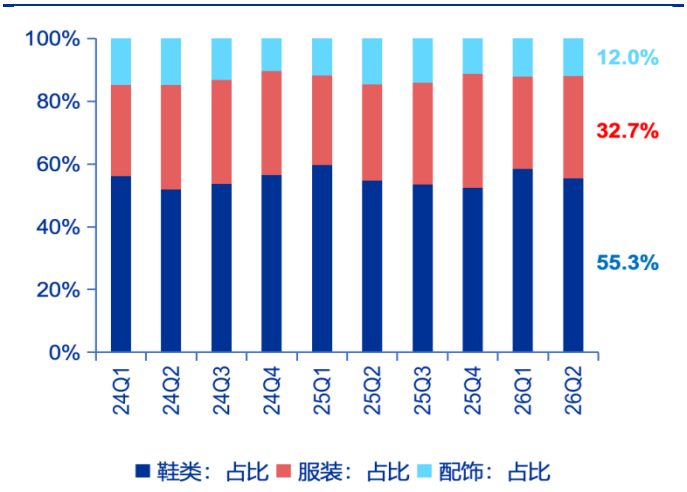
分品类：剔除汇率因素后，鞋类及配饰承压，服装降幅相对较小。2026/4-2026/6（26Q2），鞋类/服装/配饰营收 9.4/5.5/2.0 亿欧元，同比-11.8%/-7.6%/-28.4%，营收贡献占比 55.3%/32.7%/12.0%。剔除汇率因素后，鞋类/服装/配饰营收分别同比-11.7%/-4.3%/-12.0%，鞋类销售额下滑主要系核心系列和童鞋表现疲软，但跑步和训练系列受益于 NITRO™和 HYROX 相关产品实现强劲增长。服装销售额下滑，主要系核心系列和童装需求走弱拖累，但足球系列（世界杯参赛队球衣）贡献了增长。

图 33：2026/4-2026/6，Puma 鞋类营收同比-11.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34：2026/4-2026/6，Puma 鞋类营收占比 55.3%

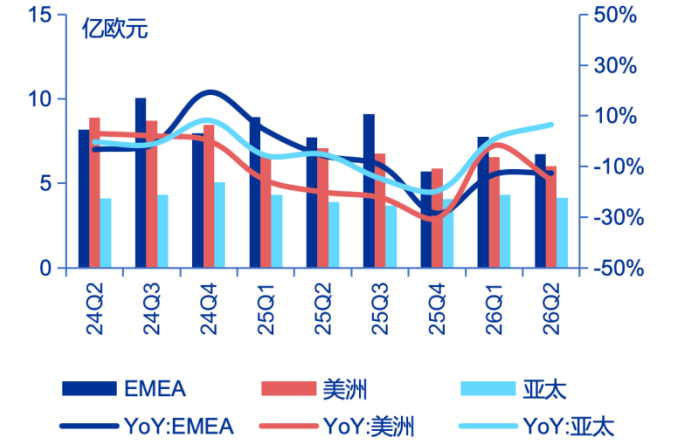


资料来源：公司公告，申万宏源研究

分地区：EMEA、美洲地区营收承压，亚太地区保持增长，大中华区小幅增长。2026/4-2026/6（26Q2），EMEA/美洲/亚太地区营收 6.7/6.0/4.2 亿欧元，同比-12.6%/-15.3%/+6.5%，营收贡献占比 39.9%/35.5%/24.6%。EMEA 地区收入下滑主要系公司考虑欧洲及中东销售疲软，主动削减低质量批发业务。美洲地区收入下滑主要系北美消费需求疲软及大型批发商销售乏力。大中华区小幅增长，主要系 DTC 及 618 电商大促表现良好。

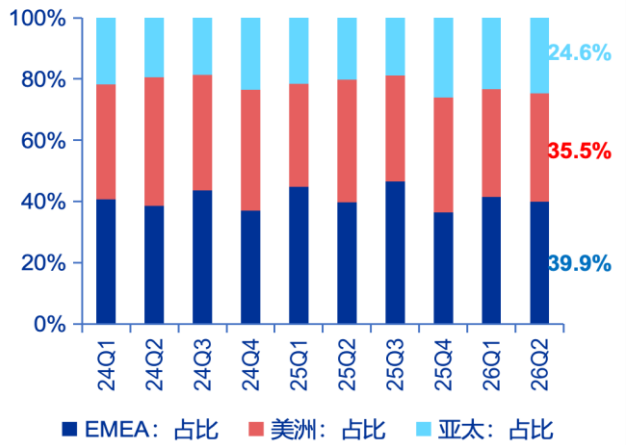
仅供内部参考，请勿外传

图 35：2026/4-2026/6，EMEA 营收同比-12.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 36：2026/4-2026/6，EMEA 营收占比 39.9%

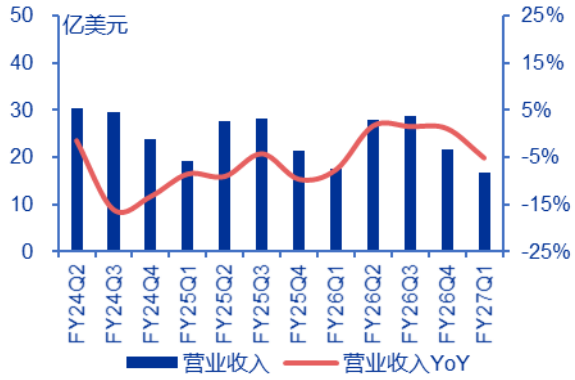


资料来源：公司公告，申万宏源研究

6.VF：业绩逐步修复，两大品牌表现强劲

FY27Q1 收入及利润超预期，上调全年收入指引。2026/4-2026/6（FY27Q1），公司营收 16.7 亿美元，同比-5.2%，剔除 Dickies 与汇率影响后营收同比+1%，超预期，主要系 The North Face、Timberland 及 DTC 渠道表现强劲。FY27Q1 归母净利润亏损 1.0 亿美元，同比减亏，超预期。公司上调收入指引，预计 FY27 全年收入同比增长 2%以上，预计下半年 Vans 批发渠道有望改善。

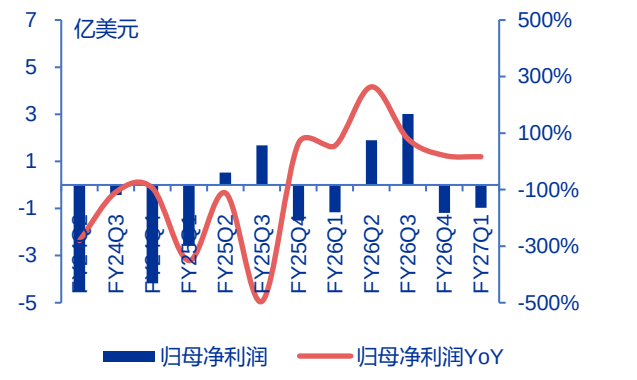
图 37：2026/4-2026/6，VF 营收同比-5.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：FY27Q1 为 2026 年 4-6 月，下同

图 38：2026/4-2026/6，VF 归母净利润同比减亏

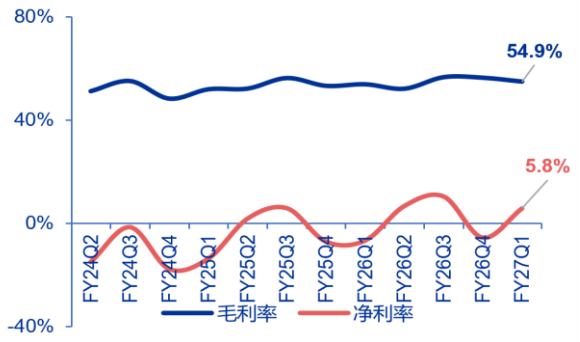


资料来源：公司公告，申万宏源研究

剥离 Dickies、产品组合优化及定价策略继续推动盈利能力改善。2026/4-2026/6（FY27Q1），公司毛利率同比+1.0pct 至 54.9%，主要受剥离 Dickies、策略性提价、产品成本下降、产品组合优化及折扣减少推动；销售及一般行政管理费用率同比+1.1pct 至 59.9%，主要受 Reinvent 相关费用等影响，最终净利率同比+0.8pct 至-5.8%。

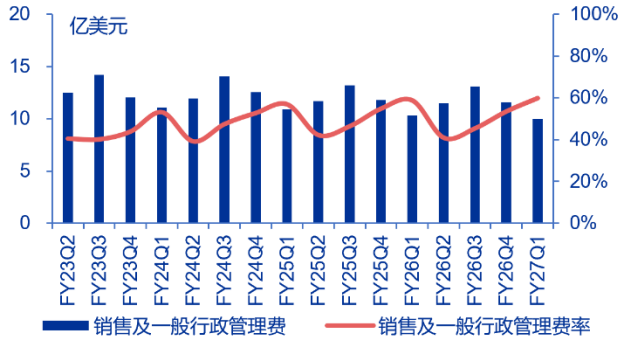
仅供内部参考，请勿外传

图 39：2026/4-2026/6，VF 毛利率 54.9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

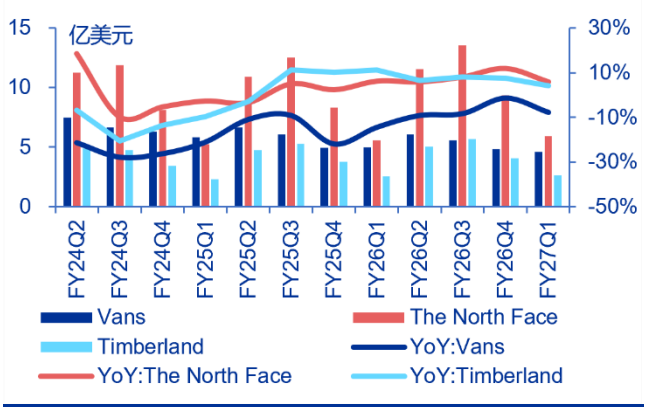
图 40：2026/4-2026/6，VF 销售及一般行政管理费率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

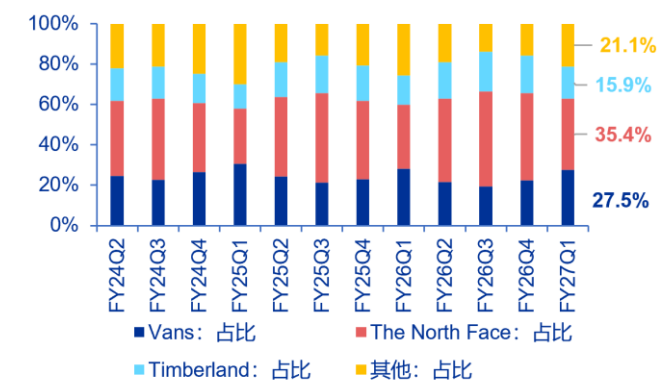
分品牌：The North Face、Timberland 延续增长，Vans 仍受批发业务拖累。2026/4-2026/6（FY27Q1），Vans/The North Face/Timberland 营收 4.6/5.9/2.7 亿美元，同比-7.7%/+6.0%/+4.3%，三大品牌营收合计占比约 79%。其中 The North Face 增长主要由美洲及 DTC 渠道带动，Altamesa V2 等新品鞋款表现强劲；Timberland 实现全球增长，美洲收入同比+10%，鞋类尤其 Boat Shoe 表现较好；Vans 美洲 DTC 延续增长，但被全球批发业务下滑抵消，公司预计 Vans 批发业务将在 FY27 下半年明显改善。

图 41：2026/4-2026/6，两大品牌延续增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

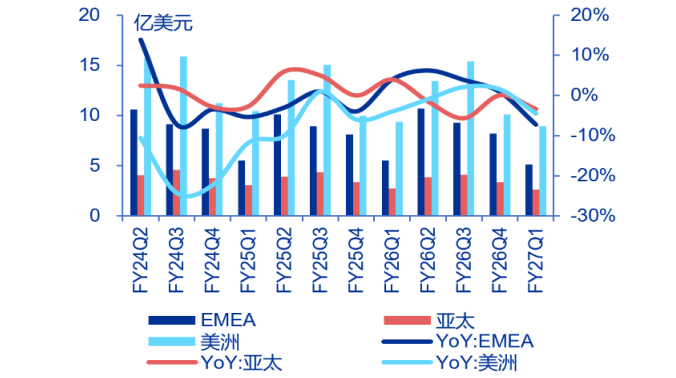
图 42：2026/4-2026/6，VF 三大品牌合计占比达 79%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

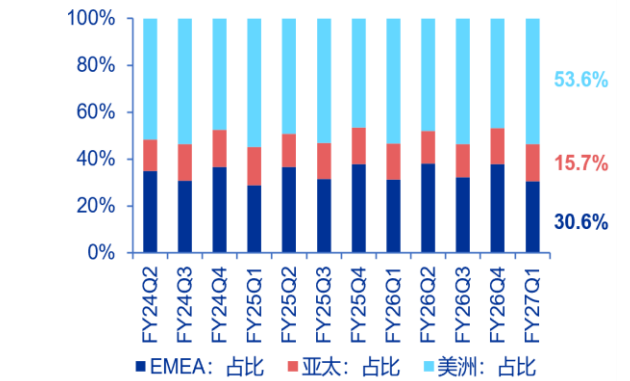
分地区：各主要地区营收均同比下滑，亚太地区降幅相对较小。2026/4-2026/6（FY27Q1），美洲/EMEA/亚太地区营收 9.0/5.1/2.6 亿美元，同比-4.5%/-7.3%/-3.3%，营收贡献占比 53.6%/30.6%/15.7%。

图 43：2026/4-2026/6，VF 美洲地区营收同比下降



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 44：2026/4-2026/6，VF 美洲营收占比最高



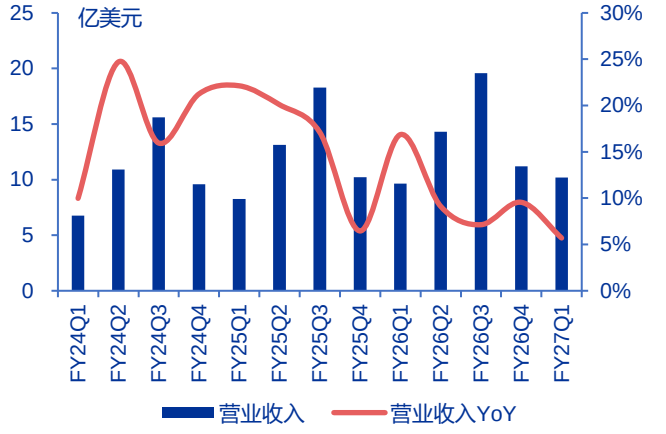
资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

7.Deckers：两大品牌增长强劲，营收创新高

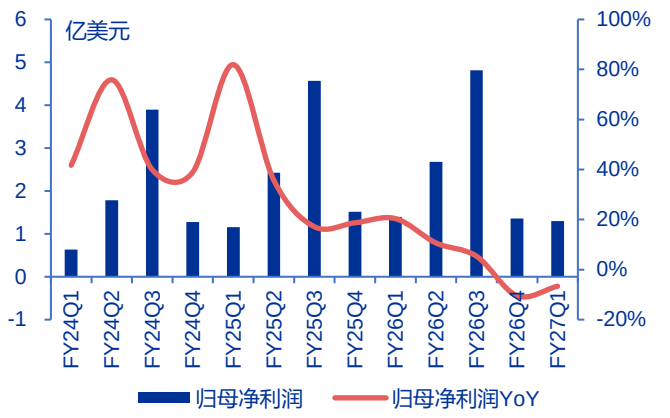
受益于 HOKA 和 UGG 强劲增长，FY27Q1 营收创新高。2026/4-2026/6（FY27Q1），公司营收 10.2 亿美元，同比+5.7%，剔除汇率因素后同比+4.8%，营收创新高，主要得益于 HOKA 和 UGG 两大品牌的持续强劲表现。FY27Q1 归母净利润 1.3 亿美元，同比-6.6%，主要系 SG&A 费用同比大幅增长。公司维持业绩指引，预计 FY27 营收 58.6~59.1 亿美元，同比增长高个位数，其中 FY27 全年 HOKA 同比增长低双位数，UGG 同比增长中个位数。

图 45：2026/4-2026/6，Deckers 营收+5.7%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 46：2026/4-2026/6，Deckers 归母净利润-6.6%

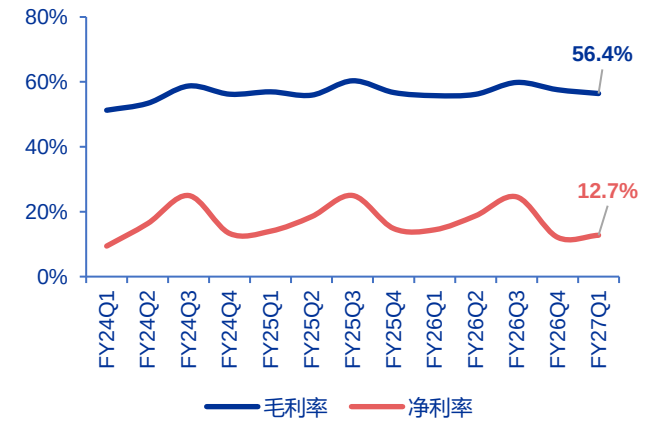


资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：FY27Q1 为 2026 年 4-6 月，下同

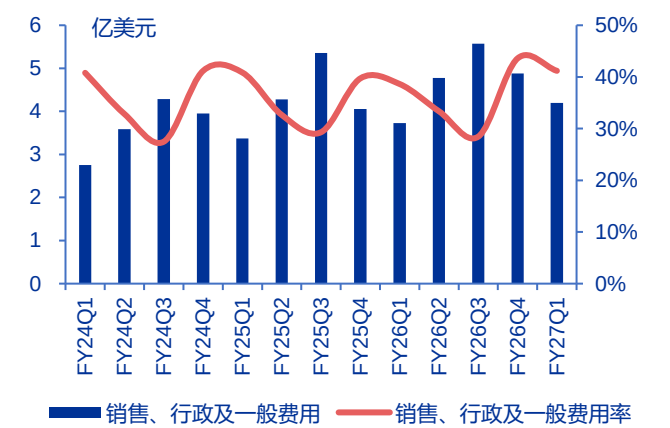
毛利率稳步抬升，战略投入加大致利润阶段性承压。2026/4-2026/6（FY27Q1），公司毛利率 56.4%，同比+0.6pct，主要受益于核心品牌全价销售表现强劲，叠加产品及渠道组合优化与清仓管理改善。公司销售、行政及一般费用率同比+2.6pct 至 41.2%，主要系公司持续加大品牌营销、HOKA 门店扩张投入、新员工成本和技术升级，最终归母净利率同比-1.7pct 至 12.7%。

图 47：2026/4-2026/6，Deckers 毛利率 56.4%、净利率 12.7%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 48：2026/4-2026/6，Deckers 销售、行政及一般费用率 41.2%



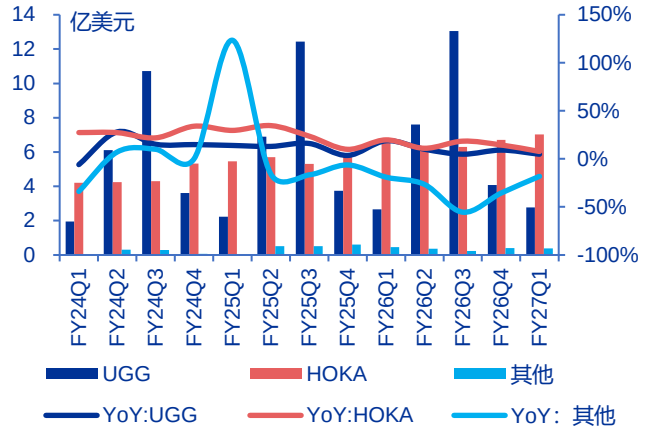
资料来源：公司公告，申万宏源研究

分品牌：国际市场拓展成效显著，HOKA 全价新品需求强劲，UGG 持续拓展品类边界。2026/4-2026/6（FY27Q1），HOKA/UGG 品牌营收 7.0/2.8 亿美元，同比+7.7%/+4.9%，营收占比 69.0%/27.3%。HOKA 品牌的销售增长主要得益于全球 DTC 渠道的强劲表现以及 Speedgoat 等新品创新带来的全价需求拉动。UGG 品牌销售增长主要得益于以亚洲为代表

仅供内部参考，请勿外传

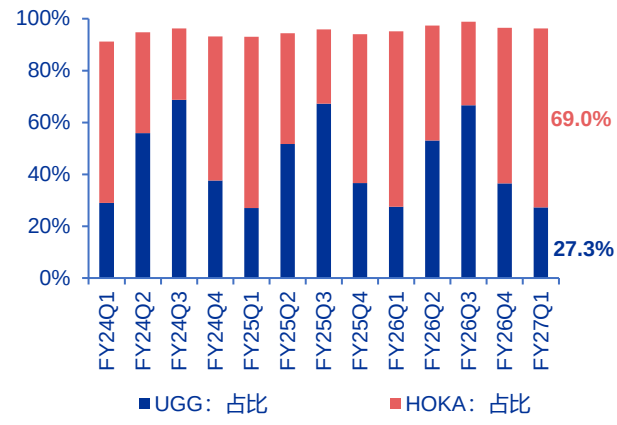
的国际市场表现强劲，品牌战略持续推进，时尚休闲鞋等品类的营销与产品投资逐步转化，以及品牌接受度稳步提升。公司预计 FY27 全年 HOKA 同比增长低双位数，UGG 同比增长中单位数。

图 49：2026/4-2026/6，UGG、HOKA 营收增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

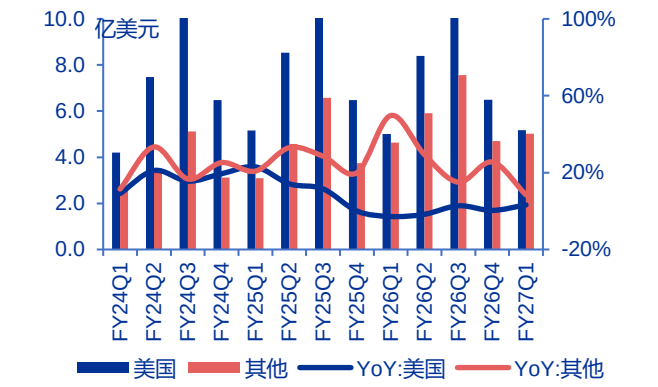
图 50：2026/4-2026/6，HOKA 营收占比 69.0%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

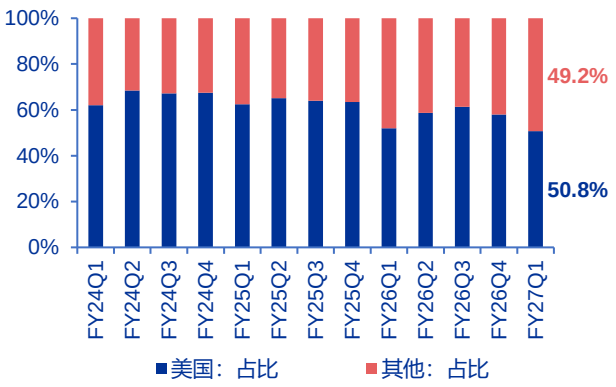
分地区：美国本土和其他国际市场均实现增长，其他国际市场增速更高。2026/4-2026/6（FY27Q1），美国市场营收 5.2 亿美元，同比+3.2%，其他地区营收 5.0 亿美元，同比+8.4%，美国/其他地区营收贡献占比分别为 50.8%/49.2%。

图 51：2026/4-2026/6，Deckers 美国营收增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 52：2026/4-2026/6，Deckers 美国占比 50.8%



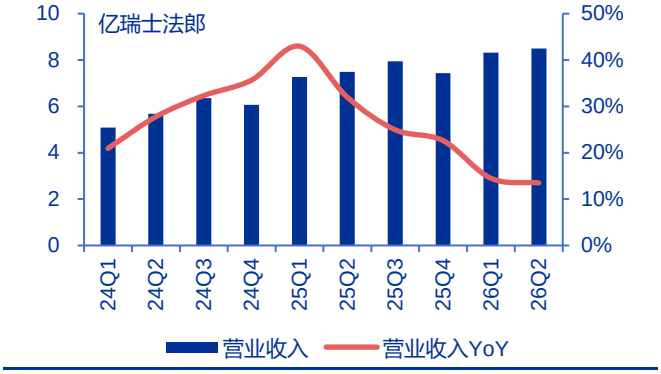
资料来源：公司公告，申万宏源研究

8.On：26Q2 整体稳健增长，亚太销售高增 43%

26Q2 营收增长、利润扭亏为盈，但不及预期，公司下调业绩指引。2026/4-2026/6（26Q2），公司营收 8.5 亿瑞士法郎，同比+13.5%，归母净利润 1.1 亿瑞士法郎，同比扭亏为盈，低于预期。公司下调业绩指引，预计 26 年全年营收同比增长 20%低区间（原为增长 23%以上）。

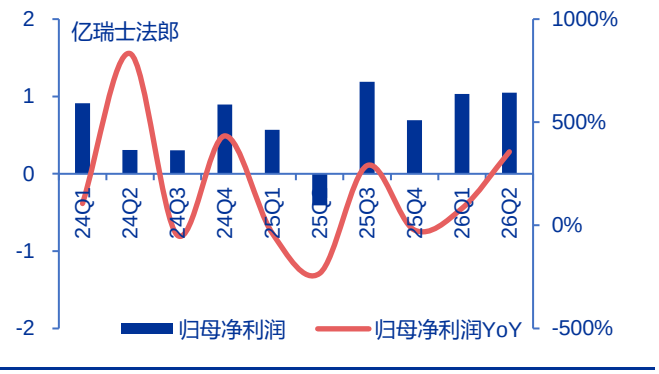
仅供内部参考，请勿外传

图 53：2026/4-2026/6，On 营收同比+13.5%



资料来源：公司公告，申万宏源研究；

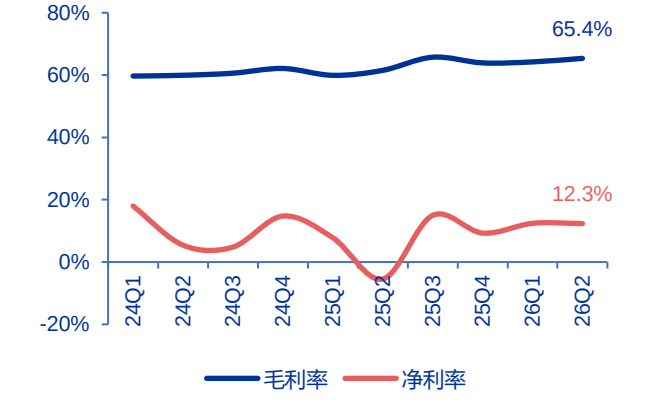
图 54：2026/4-2026/6，On 归母净利润扭亏为盈



资料来源：公司公告，申万宏源研究

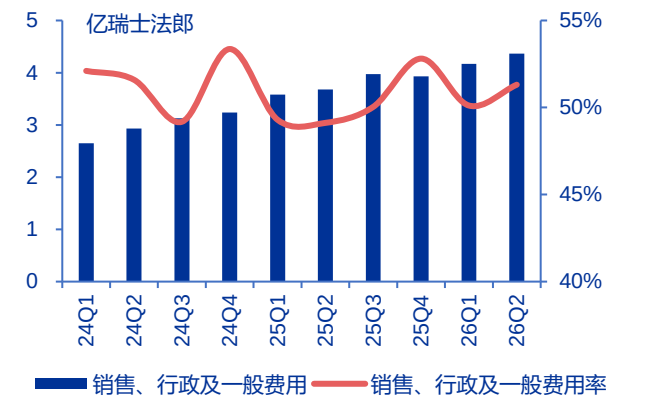
毛利率明显改善，费用率有所上升，毛利扩张带动调整后盈利能力提升。2026/4-2026/6（26Q2），公司毛利率同比+3.9pct 至 65.4%，主要受 DTC 占比提升、运营效率改善及全价销售策略推动；销售及一般行政管理费用率同比+2.2pct 至 51.3%。受益于毛利率改善，公司净利率同比+17.8pct 至 12.3%。

图 55：2026/4-2026/6，On 毛利率 65.4%，净利率 12.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

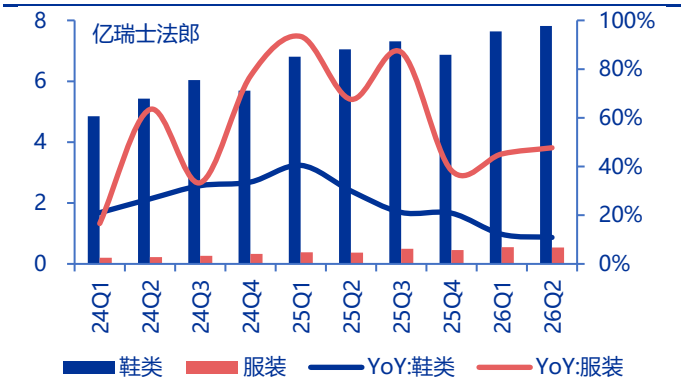
图 56：2026/4-2026/6，On 销售、行政及一般费用率 51.3%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

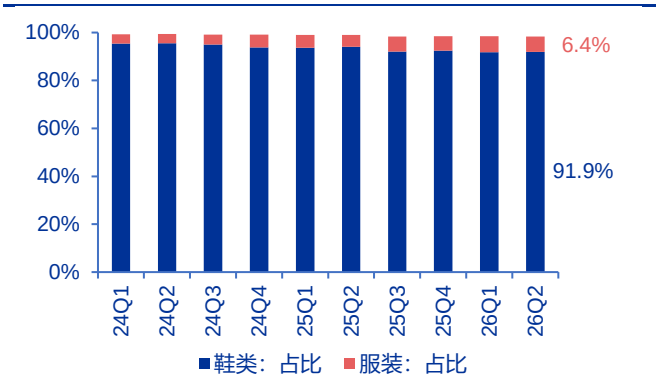
分品类：鞋类稳健增长，服装及配饰高增。2026/4-2026/6（26Q2），鞋类/服装/配饰营收 7.8/0.5/0.1 亿瑞士法郎，同比+10.9%/+47.7%/+88.3%，营收贡献占比 91.9%/6.4%/1.7%。剔除汇率因素后，鞋类/服装/配饰营收分别同比+18.9%/+56.2%/+102.2%，其中服装及配饰增速显著高于鞋类，产品结构持续向多品类拓展。

图 57：2026/4-2026/6，On 鞋类营收同比+10.9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 58：2026/4-2026/6，On 鞋类营收占比 91.9%

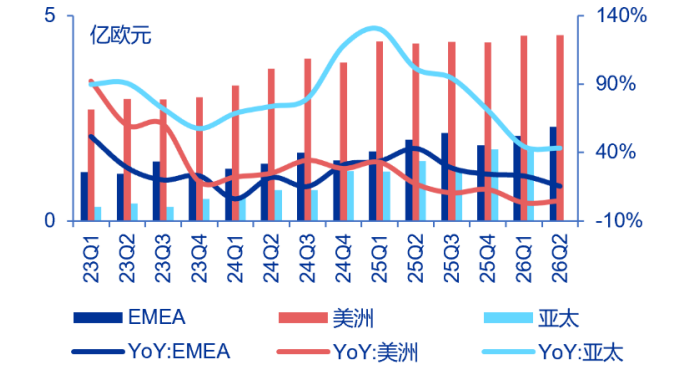


资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

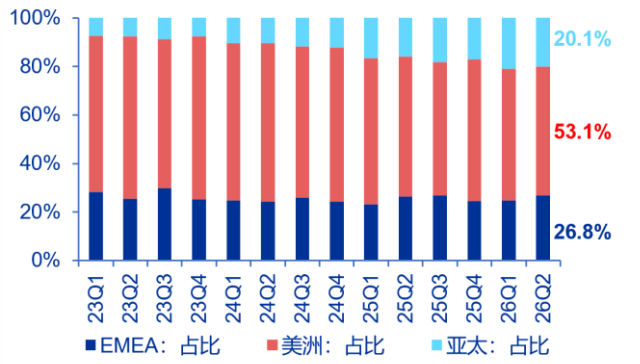
分地区：EMEA、美洲地区营收小幅增长，亚太地区以 43%高速增长。2026/4-2026/6（26Q2），EMEA/美洲/亚太地区营收 2.3/4.5/1.7 亿瑞士法郎，同比+15.4%/+4.5%/+43.0%，营收贡献占比 26.8%/53.1%/20.1%。剔除汇率因素后，EMEA/美洲/亚太地区营收分别同比+20.5%/+13.0%/+54.7%，其中亚太地区继续保持最强增长势头，日本、韩国及大中华区均表现突出。

图 59：2026/4-2026/6，亚太地区营收同比+43.0%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 60：2026/4-2026/6，亚太地区营收占比 20.1%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

9.投资分析意见

最新财季，国际运动品牌业绩表现分化。On/Adidas/Deckers/Nike/Lululemon/ VF/Puma 营收分别同比+13.5%/+13.3%/+5.7%/-1.1%/-4.3%/-5.2%/-9.7%，归母净利润分别同比扭亏为盈/-3.8%/-6.6%/+406.6%/-11.2%/减亏/减亏， Adidas 单季营收创历史同期新高，主要受益于世界杯赛事催化。Nike 利润大增，主要受益于 9.86 亿美元 IEEPA 关税返还。

聚焦中国市场，国内运动鞋服消费复苏趋势明确。1-8 月社会消费品零售总额约 33 万亿元，同比增长 1.1%，其中服装鞋帽、针纺织品累计零售额 9615 亿元，同比增长 5.1%，服装消费增速领跑社零整体，景气度持续修复。国际品牌中，Adidas、Lululemon、Puma 最新财季在大中华区均实现正增长，仅 Nike 受渠道调整周期影响持续下滑。国货品牌中，26Q2 安踏多品牌矩阵表现稳健，安踏主品牌、FILA 增长低单位数，其他品牌增长 25%-30%，李宁、特步主品牌受极端天气影响流水有所下滑，361 度表现稳健，整体保持优于行业的增长韧性。

在北美消费疲软、欧洲折扣内卷的全球压力下，国际品牌普遍将大中华区视为核心增长锚点，从增长目标、渠道布局到产品营销均呈现明确的战略倾斜，本土化运营的深度与力度持续升级。

大中华区增长预期独立于全球，各公司普遍给出更高的增长目标。1）Lululemon：预计 FY26 全球营收同比下滑 5%~7%，但明确预计中国大陆全年实现约高个位数的增长，战略优先级凸显。**2）On：**虽下调全球全年增长指引至 20% 低区间，但亚太地区（含大中华区）Q2 营收同比+43.0%（剔除汇率+ 54.7%），是全球增速最高的市场，公司仍持续加大该区域资源投入，将其作为长期增长核心。

仅供内部参考，请勿外传

渠道本土化深耕，逆势加码门店扩张、优化电商运营。Lululemon 自 25Q2 以来在大中华区净新开 15 家门店，通过新店加密与门店升级贡献收入增量，在全球门店策略偏谨慎的背景下，大中华区成为少数仍在快速拓店的市场。Puma 重点发力大中华区 DTC 直营与电商渠道，618 电商大促期间表现强劲。

产品与营销本土化，适配本土需求与赛事节点。各品牌针对中国市场的消费偏好、场景特征与营销节点，推出差异化的产品与营销策略。Adidas、Nike 借世界杯赛事催化，针对大中华区推出专属足球系列产品与本土营销活动，带动足球品类销量大幅增长。Deckers 旗下 UGG 针对中国市场突破传统雪地靴的季节限制，拓展时尚休闲鞋品类，推动全年化销售。

国内服装零售回暖，行业β改善启动，多数运动品牌在大中华区销售增长亮眼，品牌战略也有所倾斜。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：**安踏体育、李宁、361 度、波司登，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
			2026/9/15	26E	27E	28E	26E	27E	28E	(26-28)	26E	
国货品牌	2020.HK	安踏体育	2,049	159.6	160.7	176.6	12	12	11	5.2%	2.3	买入
	2331.HK	李宁	331	22.0	25.7	28.6	14	12	11	14.0%	1.0	增持
	1368.HK	特步国际	98	11.4	12.0	12.9	8	8	7	6.4%	1.3	买入
	1361.HK	361 度	95	14.4	15.7	17.0	6	6	5	8.7%	0.7	买入
	3998.HK	波司登	505	42.7	45.7	48.5	11	10	10	6.6%	1.7	买入
国际品牌	NKE.N	Nike	550	25.2	31.4	36.5	22	17	15	20.3%	1.1	-
	ADS.DY	Adidas	257	16.2	19.7	22.7	16	13	11	18.3%	0.9	-
	LULU.O	Lululemon	106	11.0	9.7	10.2	10	11	10	-3.7%	-2.6	-
	PUM.DY	Puma	32	-2.2	0.3	1.7	-15	94	19	-	-	-
	VFC.N	VF	51	4.2	5.3	6.5	12	10	8	24.4%	0.5	-
	DECK.N	Deckers	110	10.3	11.0	11.7	11	10	9	6.7%	1.6	-
	ONON.N	On Running	92	4.1	4.9	6.0	18	15	13	20.5%	0.9	-
运动制造	2313.HK	申洲国际	531	43.8	58.8	64.8	11	8	8	21.6%	0.5	增持
	300979.SZ	华利集团	393	23.9	30.0	36.9	16	13	11	24.3%	0.7	增持
	002003.SZ	伟星股份	135	7.3	8.4	9.5	19	16	14	14.5%	1.3	买入
	601339.SH	百隆东方	109	10.0	11.5	13.3	11	10	8	15.1%	0.7	买入

资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究；注：1）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；2）港股公司市值单位为本币、盈利预测单位为人民币；On 市值单位为美元、盈利预测单位为瑞郎，其他海外公司货币单位均为本币；3）PE 计算按港币兑人民币、美元兑瑞郎的即期汇率换算；4）海外公司盈利预测均为对应财年区间

10.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。

仅供内部参考，请勿外传

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。

仅供内部参考，请勿外传

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@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.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。