

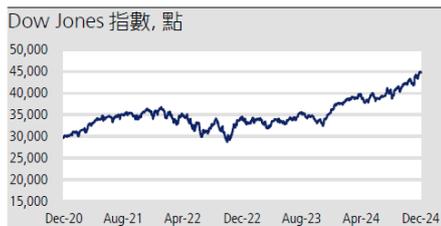
運動休閒產業

2025 年展望：長江後浪推前浪

焦點內容

1. 我們深入分析十八家歐美運動休閒品牌與零售商 2025 年營運展望。儘管消費者支出逆風加劇，跑步趨勢將持續成為荒漠中的一片綠洲。
2. 各品牌在美/歐/中市場發展各有千秋；消費者反饋為成長前景關鍵。
3. 品牌與零售商對川普關稅 2.0 影響如坐針氈。

Dow Jones 指數



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Nike	NKE US	71	79	81	48
Lululemon	LULU US	56	68	42	74
GAP	GPS US	87	86	92	81

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

我們深入分析十八家歐美運動休閒品牌與零售商 2025 年營運展望。儘管非必需性消費品銷售處境相當不利，我們認為仍可慎選全球市佔率擴張的品牌及其供應鏈；惟須留意川普關稅 2.0 後續發展與影響。

評論及分析

消費者支出逆風加劇；跑步趨勢將持續成為最大焦點。根據 Walmart (美)、Target (美)、Kohl's (美)、Macy's (美) 管理層共識，面對全球經濟和戰爭之不確定性，美國消費者正因預算緊縮而更謹慎購物，預計「必需性商品銷售續強、非必需性消費品疲弱」格局將延伸至 2025 年。然而，運動品牌市佔率變化仍可為選股夾縫中求生存提供一線生機。全球運動鞋市場集中度高，Nike (NKE US, US\$78.86, 持有) 佔據領導地位多年。Nike 2023-25 年市佔率從超過 25% 高檔持續流失，意味跑鞋品牌存在大幅逆勢成長空間；其中，市場預估 On (ONON US, US\$59.54, 增加持股)、Deckers (DECK US, US\$202.87, 增加持股) 2025 年營收將分別年增 28%、11%，延續今年強勁成長動能。相對地，全球運動服裝市場 2025 年產業競爭將更為加劇。

美/歐/中市場發展各有千秋。在歐美市場，大型運動品牌中僅 Adidas (德) 和 Puma (德) 有信心 4Q24-1Q25 銷售升溫；Fast Retailing (日) 作為新進入者，也在隱隱發光；跑鞋品牌受惠打入通路商和專賣店，明年春夏訂單亮眼。在亞洲市場，儘管大型運動品牌普遍受中國總經逆風拖累，Lululemon (LULU US, US\$340.66, 持有) 和 Fast Retailing 於東南亞、印度和澳洲看到更可觀的發展空間，跑步品牌 On、Deckers 和 Asics (日) 亦憑藉消費者熱烈的反饋，明年成長前景將大放異彩。各品牌/市場/產品/競爭/庫存分析請詳見後文。

嚴陣以待川普關稅 2.0 影響。美國鞋類和服飾進口來自中國佔比已自 2017 年的 56%、34% 下降至 1H24 的 36%、19%，越南供應比重則由 22%、14% 快速增加至 33%、18%。川普曾揚言將拉抬中國關稅至 60%，且中國以外國家關稅也將提高 10-20%；這讓品牌與零售商如坐針氈。我們分析不同地區關稅被調升之影響 (請詳見後文)。若越南關稅被調升 (越南幾乎為所有品牌歐美鞋/服供貨比重最大地區)，影響將最劇烈，其中：(1) 鞋類影響大於成衣；(2) 非大型/中小型品牌 (缺乏其他生產基地，且議價能力有限) 影響遠遠超過大型品牌；(3) 中低價品牌 (利潤率不足) 影響大於高端品牌。

投資建議

全球運動休閒產業中，我們看好 2025 年營運前景品牌包括：On、Deckers、Asics、Fast Retailing、Adidas 及 Puma。我們首評 On、Deckers，給予「增加持股」評等，目標價分別為 75.7、253 元。考量運動服裝產業競爭激化，我們調降 Gap (GPS US, US\$25.79, 持有) 至「持有」評等，目標價修正為 29.3 元。此外，我們維持 Nike、Lululemon「持有」評等，目標價調整為 89、355 美元。

投資風險

上檔風險為消費較預期強勁與品牌重拾人氣。

通膨和高利率持續為消費支出帶來壓力，尤其是中等收入消費者。

必需性商品銷售續強，非必需性消費品需求疲軟。

個人化社群媒體廣告和 AI 工具崛起，造成民眾喜好轉移快速與運動品牌市佔率變化。

Nike (美) 運動鞋市佔率正逐漸被侵蝕。

全球運動服裝市場競爭激化：新興品牌遍地開花。

消費者偏好轉移快速，引起市佔率變化

民眾消費習慣在新冠疫情期間產生巨大的改變，且影響延續至今。全球和美國最大零售商 Walmart (美) 於 11 月 20 日法說會中提及，面對全球經濟和戰爭之不確定性，過去六個季度，美國消費者持續在有限的預算下尋求商品的最大價值，同時傾向選擇更加節省時間的管道來採購。這與另一家零售商 Target (美) 和百貨公司 Kohl's (美) 之說法遙相呼應。Target 於 11 月 21 日法說會中表示，消費者仍然因為預算緊繃而謹慎購物，主因他們必須努力克服多年通膨的累積影響。Kohl's 亦指出，通膨和高利率尤其為中等收入消費者支出帶來壓力。

目前消費趨勢反映民眾對於健康和生活品質更加重視。Walmart 3Q FY25 (8-10 月；財年止於 1 月) 產品別營收即為印證；其食品銷量創近四年新高，健康和保健品銷售亦年增中雙位數，表現強勁，但一般商品 (包含家居、玩具和服裝等) 僅微幅成長。Kohl's 在最近一次法說會指出，公司試圖提出營運優化策略，希望扭轉非必需性消費品之需求頹勢，但目前結果令人失望。根據品牌及零售商管理層共識，「必需性商品銷售續強、非必需性消費品疲弱」格局將延伸至 2025 年。

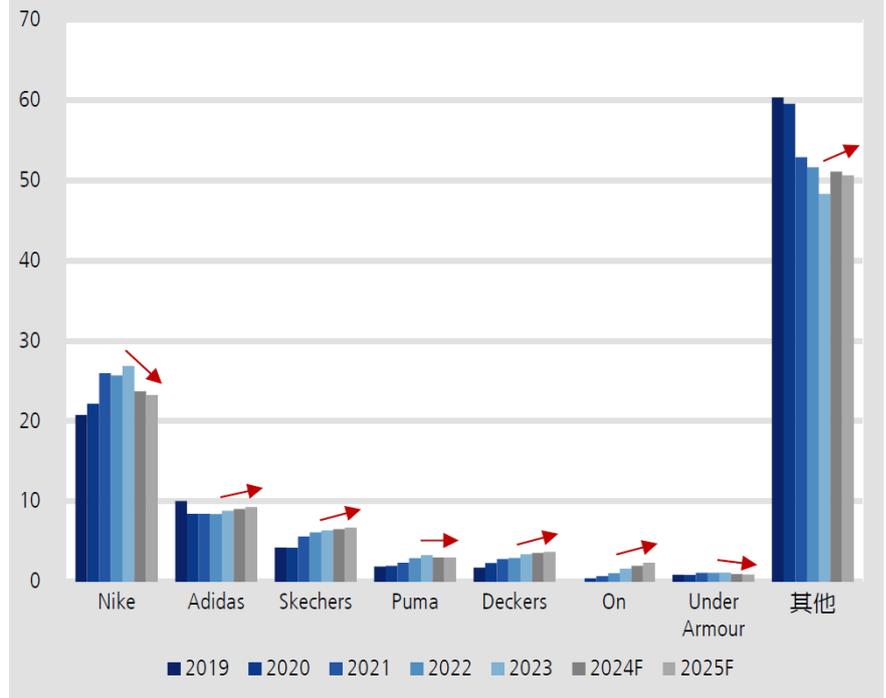
此外，個人化社群媒體廣告和人工智慧 (AI) 工具崛起也在新興消費趨勢中扮演重要的角色。企業現可透過蒐集和分析消費者的各種數據 (例如：購買紀錄、瀏覽行為、搜尋歷史及社交媒體互動等) 深入了解消費者需求和偏好，並預測未來購買行為。據此，企業將制定個性化的行銷策略，在精準時間推播廣告、推薦客製化產品或展開促銷活動等。加上社群影響者效應顯現，「千人千面」精細化行銷已促進商品轉換率明顯提升，並造成民眾喜好轉移快速、運動品牌市佔率變化。

我們觀察到，近年來鞋類市佔率消長較服飾來得明顯，且此趨勢預計將延續至明年。Nike (NKE US, US\$78.86, 持有) 在全球運動鞋市場佔據領導地位多年，其販售的運動鞋在 2023 年全球市佔率推估高達 26.9%，遙遙領先 Adidas (德) 和 Skechers (美) 之 8.8%、6.4% (圖 1)。然而，市場預計 Nike 今年市佔率將流失 3.2 個百分點至 23.7%，2025 年再進一步降低至 23.3%，而 Adidas、Skechers (美)、Asics (日)、Deckers (DECK US, US\$202.87, 增加持股)、On (ONON US, US\$59.54, 增加持股) 市佔率則將逆勢增加。

在全球運動服裝市場方面，4Q24-2025 年產業競爭將更為加劇，理由為：(1) 目前美國整體成衣銷售面臨一些挑戰；根據 Gap (GPS US, US\$25.79, 持有) 說法，近期美國成衣銷售年減低個位數，需求欠佳；(2) 全球運動服裝市場高度分散，沒有任何單一品牌全球市佔率超過 5% (圖 2)；及 (3) 在全球經濟具不確定性、通膨有再起疑慮與消費者偏好轉移快速之背景下，消費者衣服支出傾向縮減或分配多一些的比重至非運動服裝 (佔全球服裝市場約 80%) 和新興品牌。越來越多記憶點很高的小眾/獨立服裝品牌竄紅為無法忽視的一新趨勢；Alo Yoga (美) 和 Vuori (美) 僅為新興品牌遍地開花中的一小部分。

圖 1：Nike 運動鞋市佔率正逐漸被侵蝕

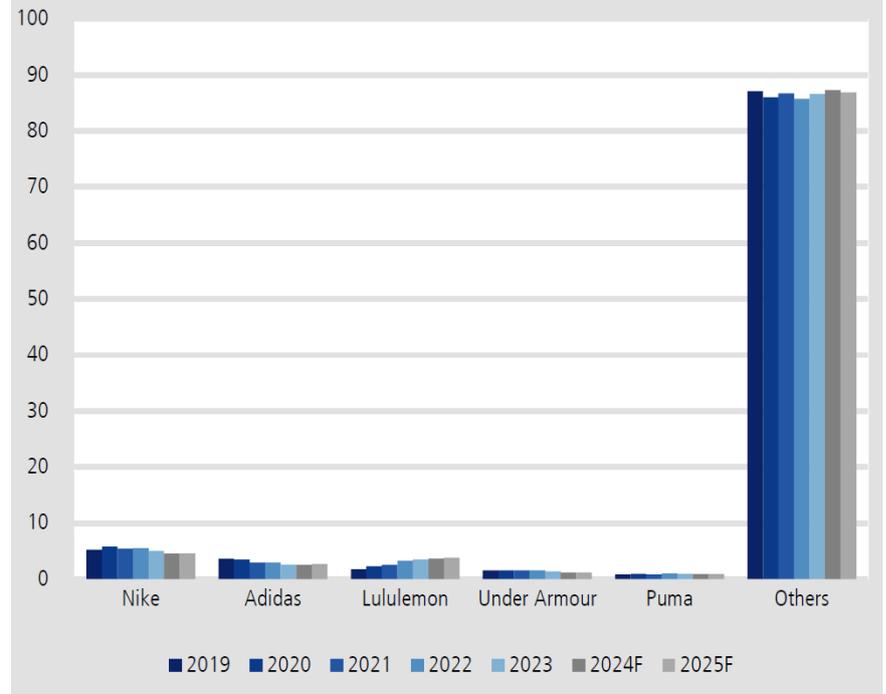
全球運動鞋市佔率 - 依品牌別區分，百分比



資料來源：Euromonitor；Statista；Bloomberg；凱基

圖 2：全球運動服裝市場高度分散

全球運動服裝市佔率 - 依品牌別區分，百分比



資料來源：Euromonitor；Statista；Bloomberg；凱基

品牌別營收展望

在大型運動品牌中，Adidas 和 Puma (德) 4Q24-2025 年營收展望較佳，Nike 和 Under Armour (美) 則較弱勢。服裝產業方面，美加瑜珈領導品牌 Lululemon (LULU US, US\$340.66, 持有) 和美式休閒潮流品牌 Gap 短期營運面臨美國銷售逆風，而以平價時尚服裝品牌 Uniqlo 和 GU 新切入歐美的 Fast Retailing 正隱隱發光。戶外運動品牌，例如 VFC (美)、Columbia (美)、Wolverine (美) 等，營收仍被天氣異常和庫存去化拖累；這些公司現況多著重改善自身獲利能力，而非擴大市佔率 (關閉營運不彰店面，有利自身、不利供應鏈)。跑步趨勢料將持續為 2025 年市場關注最大焦點，主力品牌包括 On、Deckers、Asics。

品牌別 2025 年營收展望與庫存現況彙整，請參見圖 3。重要公司分述如下。

Adidas 營收成長動能有望延續。

Adidas：受惠 Samba、Gazelle、Spezial 系列鞋款銷售強勁，管理層預計今年營收將年增 10%。儘管鞋類銷售基期已高，公司有信心 2025 年服裝批發銷售將升溫；市場預估明年營收將延續 10% 成長。

Puma 新品銷售循環將自 4Q24 啟動，營運谷底已過。

Puma：公司於 11 月 6 日法說會中維持 2024 年營收將年增中個位數之財測，隱含 4Q24 營收將自 1Q-3Q24 之衰退走勢反轉為雙位數成長。加上新品銷售循環將自 4Q24 啟動，市場預估 2025 年營收將年增 7%，營運谷底已過。

Nike 營運調整中。

Nike：管理層撤銷 FY25 (財年止於 5 月) 財測展望，但給予 2H FY25 營收將較 1H FY25 改善之略指引。短期而言，公司預估 2Q FY25 營收將年減 8-10%，意味著年終銷售旺季動能仍將不佳。管理層於 10 月 2 日投資人會議中提到，2025 年整體春季訂單較 2024 年持平，略低於原先規劃；這讓市場疑慮 Nike 產品開發重拾消費者信心之時間可能延長。目前市場共識預估，FY26 營收將改善至年增 5%。投資人將於 12 月底法說會關注新任管理層提出之營運改善策略。

Under Armour 營運持續弱勢。

Under Armour：公司預期 FY25 (財年止於 3 月) 營收將年減低雙位數，惡化自 FY24 之 3% 衰退。市場估計 FY26 營收僅將反彈 1%，營運弱勢延續。

Lululemon 已啟動產品組織調整。

Lululemon：受美國女裝業務銷售轉弱影響，FY24 (財年止於 1 月) 營收估計將年增 8-9%，較 FY20-23 年之年複合成長 30% 大幅放緩。若公司今年 5 月啟動的產品組織調整奏效，市場共識 FY25 營收的年增 8% 將存在上修空間。

Gap 營收成長前景平平，但獲利潛在改善空間。

Gap：市場現估 Gap FY25 (2025 年 2 月至 2026 年 1 月；財年止於 1 月) 營收將年增 2%，延續自 FY24 不愾不火的低個位數成長。我們注意到，Gap 經銷據點擴張幅度已自 FY23 年增 40-50% 收斂至 3Q FY24 之 13% 成長；加上營運不佳的直營店面持續被關閉，未來營收延續性是否受影響須關注。

Fast Retailing 平價時尚產品猶如亂世中的烏托邦，FY25 銷售可望維持穩健。

Fast Retailing：公司計畫 FY25 (財年止於 8 月) Uniqlo 國際市場、GU 將分別新增 80、17 間店。在全球經濟具不確定性之背景下，Uniqlo 和 GU 所提供的平價時尚產品將格外具競爭力。加上新進入歐美市場的積極擴張 (部分被日本銷售成長放緩所抵銷)，管理層估計，FY25 營收將年增 10%，表現穩健。

Asics 跑鞋深受消費者青睞。

Asics：管理層預計，2024 年營收將達 6,800 億日圓，隱含 4Q24 營收將年增 15-25%，加速自 3Q24 之 16% 成長，動能來自功能型跑鞋、運動風格及鬼塚

虎 (Onitsuka Tiger) 品牌在所有地區需求暢旺。目前市場估計，2025 年營收將年增 5-7% (對比今年為 17-19% 成長)，我們認為應存在上修空間。

Deckers 2H FY25 營運放緩；但 FY25-26 成長動能料將延續。

Deckers：旗下知名品牌為 Hoka 和 UGG；公司在 10 月 25 日上修 FY25 (財年止於 3 月) 營收指引至年增 12%，其中，Hoka 及 UGG FY25 銷售將分別年增 24%、中個位數。考量今年通路擴張較集中於 1H FY25，2H FY25 營收成長將較 1H FY25 放緩。然而，Hoka 將於今年冬天推出 Kaha Frost 新品，而 Bondi、Cielo X1、Clifton 系列產品也將在明年春/夏更新上市，對比今年推出的 Cielo X1、Skyward X 和 Tecton X 表現皆超乎預期。市場預估，Deckers FY26 營收將年增 11%，成長動能延續。

On 明年營收展望在國際品牌中名列前茅。

On：隨著 On 跑鞋在奧運和全球馬拉松賽事熱度提升，近期其 LightSpray 嶄新技術被《Time's》雜誌評選為 2024 年 200 項最佳發明之一；LightSpray 係透過機器手臂將編織塗料 360 度均勻地注入一體成形的鞋面，有效減化製鞋步驟。繼 3Q24 Cloudsurfer Next 重磅上市後，Cloudsurfer 2、Cloud 6、Cloud Zone 系列產品將於 1Q25 亮相。目前市場估計 2025 年營收將年增 28%，表現大幅超前其他國際品牌，對比今年為超過 32% 成長。

圖 3：品牌別營運展望分歧

品牌	財務年度	營收年增率 (%)				當前庫存高/低於 過去五年同期平均
		3Q24	4Q24F*	2024F*	2025F*	
Nike	5月	年減10%	年減8-10%	年減5%	年增5%	高
Adidas	12月	年增7%	年增11%	年增10%	年增10%	低
Puma	12月	年持平	年增14%	年增中個位數	年增7%	持平
Under Armour	3月	年減11%	年減11%	年減低雙位數	年增1%	高
Lululemon	1月	預計年增6-7%	年增9%	年增8-9%	年增8%	低
Gap	1月	年增2%	年減1-3%	年增1.5-2.0%	年增2%	低
Skechers	12月	年增17%	年增10-13%	年增12%	年增10%	低
Asics	12月	年增16%	年增15-25%	年增17-19%	年增5-7%	低
Fast Retailing	8月	年增18%	年增10%	年增12%	年增10%	低
VFC	3月	年減6%	年減1-3%	年減8%	年增3%	高
Columbia	12月	年減6%	年減2%至年增5%	年減3-5%	年增4%	低
Wolverine	12月	年減25%	年減6%	年減12-13%	年增7%	低
Deckers	3月	年增20%	年增9%	年增12%	年增11%	低
On	12月	年增32%	年增加速	年增>32%	年增28%	低

資料來源：Bloomberg；公司資料：凱基
註：*為公司財測或市場共識

地區別銷售

1. 美洲：

Adidas 和 Puma 有信心 4Q24-1Q25 銷售將升溫。Nike 和 Under Armour 則缺乏底氣。

儘管 2023 年歷經全年庫存去化，大型運動品牌 (Nike、Adidas、Puma、Under Armour) 1Q-3Q24 美洲營收卻未見明顯復甦 (圖 4)。展望後市，德系品牌有信心美洲市場 4Q24-1Q25 銷售將升溫。Adidas 已看到 4Q24-1Q25 批發訂單發展正向，有些甚至年增雙位數。此外，Adidas Superstar 系列鞋款 1H25 將在美國重新上市。Puma 亦預期，4Q24 美洲營收將改善至年增低中個位數。美系品牌則缺乏底氣。Nike 指引偏模糊 (僅談論某些類別產品)；Under Armour 則預期

FY25 美洲銷售將年減 15-17%，隱含 2H FY25 (10-3 月) 美洲衰退幅度將自 1H FY25 之 14%擴大至 17-21%。

Lululemon 創新產品數量將在明年春天重返歷史高檔水平。Gap 期待創新行銷手法有助重新激發消費者對品牌的認同度。

服裝品牌方面，Lululemon 美國銷售自 2H23 至今大幅減速，管理層將其歸咎於產品創新無法吸引消費者。公司已於今年 5 月啓動產品組織調整，計畫明年將加速推出全新風格的功能型短褲、上衣和套裝。管理層預計 Lululemon 創新產品樣式/數量將在明年春天重返歷史高檔水平，提供消費者更多元化的選擇，屆時北美市場營收有望恢復至低雙位數成長。Gap 則認為，最近一季營收動能缺乏係受天氣異常溫暖影響；管理層表示，過去幾週天氣一旦轉涼，銷量即有回升。此外，Gap 將致力於優化產品組合，並期望透過結合創意與文化的行銷手法，重新激發消費者對品牌的認同度。

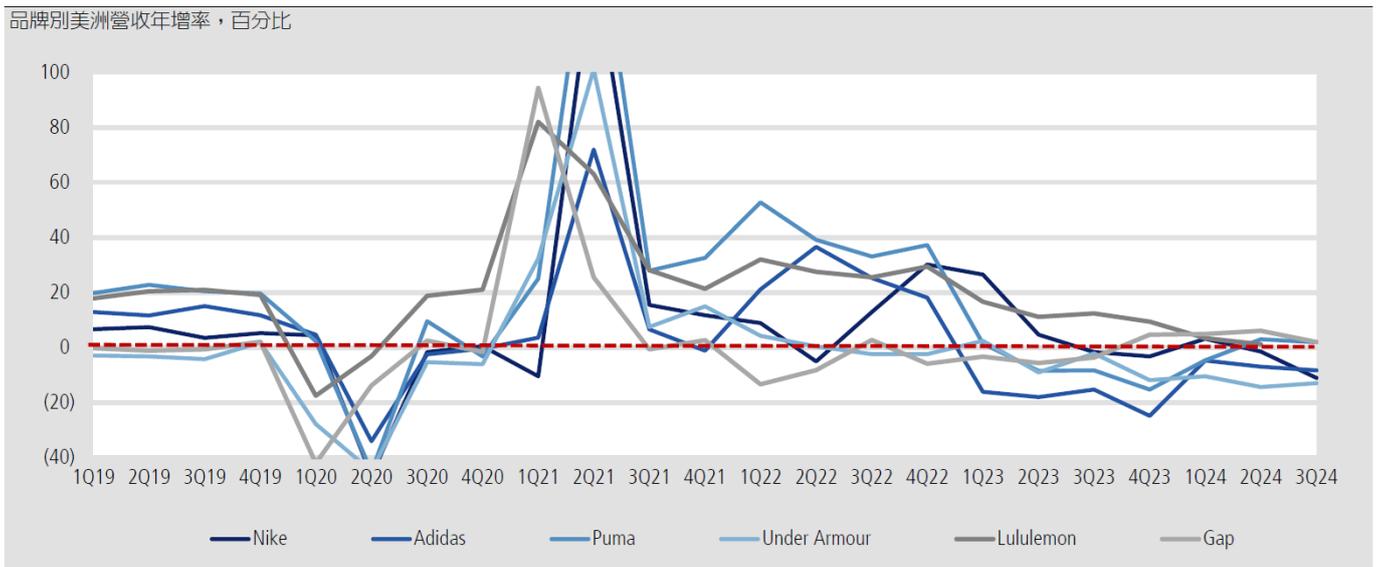
Fast Retailing 的 Uniqlo 門市在北美市場高速擴張中。

日系平價時尚服裝品牌和跑鞋品牌為美洲銷售之亮點所在 (圖 5)。Fast Retailing 計畫 FY25 將在新發展北美市場設立 25 間 Uniqlo 門市至 109 家，年增 30%；加上既有店面同店營收成長，Uniqlo 美洲營收將有望延續 FY22-24 每年成長 30-40%之強勁表現。

Asics、Deckers、On 2025 年美洲銷售成長樂觀。

跑鞋品牌方面，Asics、Deckers 和 On 於 2025 年美洲銷售成長預計將持續優於其他運動品牌。Asics 在美洲重要合作夥伴為 Dick's Sporting Goods (美)，高端功能型跑鞋為其拓展之主力產品。Asics 目前在北美專賣店市佔率達 18%，較 2022 年底 10%大幅增加，預計未來仍有向上空間。Deckers 2Q FY25 (7-9 月) 北美銷售 (佔總營收 65%) 保持強勁，為年增 14%。公司近期打入美國通路商 Shoe Palace (美) 和電商平台京東 (JD, 美)，預計將有助表現與過去五年的年複合成長 10-20%保持一致。On 品牌知名度今年夏天在美國可謂稱作風生水起，3Q24 北美銷售 (佔總營收 62%) 年增 34%，加速自過去三季之 18-25%成長。On 管理層看到，其專賣店合作夥伴的年終銷售旺季和明年春季訂單年增率已達雙位數，預示美洲成長銷售動能將進一步延伸。

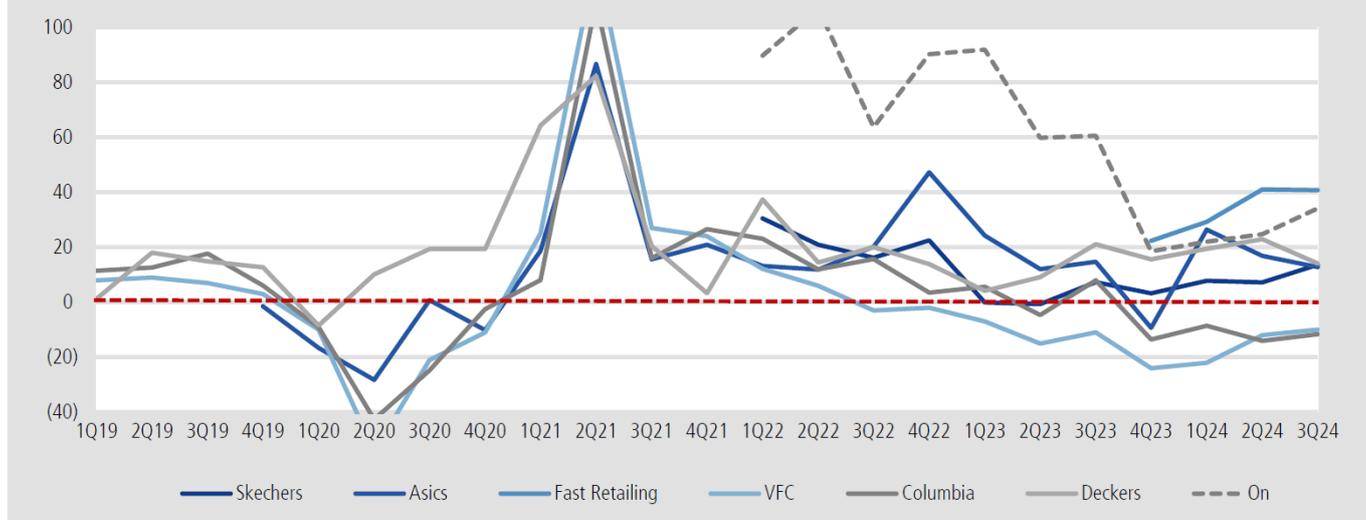
圖 4：大型運動品牌和服裝品牌 1Q-3Q24 美洲銷售動能欠佳



資料來源：Bloomberg；公司資料；凱基

圖 5：日系平價時尚服裝品牌和跑鞋品牌之美洲銷售升溫

品牌別美洲營收年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；公司資料：凱基

2. 歐洲：

Adidas 率先掌握歐非中東潛在的龐大商機。

大型運動品牌 3Q24 歐非中東營收表現充分反映今年歐洲巴黎奧運的主場優勢 (圖 6)。Adidas 3Q24 歐非中東營收為年增 28%，遠超 Puma 和 Under Armour 分別年減 1%、1%；Nike 業績更落於人後，2Q FY25 (6-8 月) 歐非營收年減達 13%，惡化自前一季 2% 衰退，包括直接面對消費者 (DTC) 和批發銷售皆異常疲弱。我們認為，Adidas 突出並非是天外飛來。短期來看，巴黎奧運賽事猶如 Adidas 新產品的最佳伸展台。巴黎奧運男子馬拉松項目中，前十名獲獎選手中就有三位穿著 Adidas 價值 500 美元的競速鞋款 Adizero Adios Pro Evo 1 (圖 8)；該鞋款係 Adidas 於 2023 年底所推出，被譽為史上最輕量的神級碳板跑鞋 (每一雙小於 150 公克，相當於其他品牌一隻鞋的重量)。隨後今年 10 月在西班牙華倫西亞半馬拉松賽中，埃塞俄比亞跑手 Yomif Kejelcha 也是穿著 Adizero Adios Pro Evo 1 奪冠並打破世界紀錄。中期而言，Adidas 更精準掌握到葡萄牙足球巨星 C 羅 (Christiano Ronaldo) 在 2023 年世界盃足球賽後宣布加盟沙烏地阿拉伯的艾納斯隊為中東地區所帶來的龐大商機。隨中東經濟發展和運動風氣興起，Adidas 在沙烏地阿拉伯和杜拜設立的兩家女性專賣店取得巨大的成功。其他同業也已看到相同趨勢，例如：美國運動鞋通路商 Foot Locker (美) 亦已在沙烏地阿拉伯開出第一間店面。Adidas 管理層表示，世界正在改變，未來女性專賣店具成長潛力，因此公司將持續嘗試將此概念擴大推行至其他合適地區。

Fast Retailing 和 Skechers 歐洲成長性斐然。

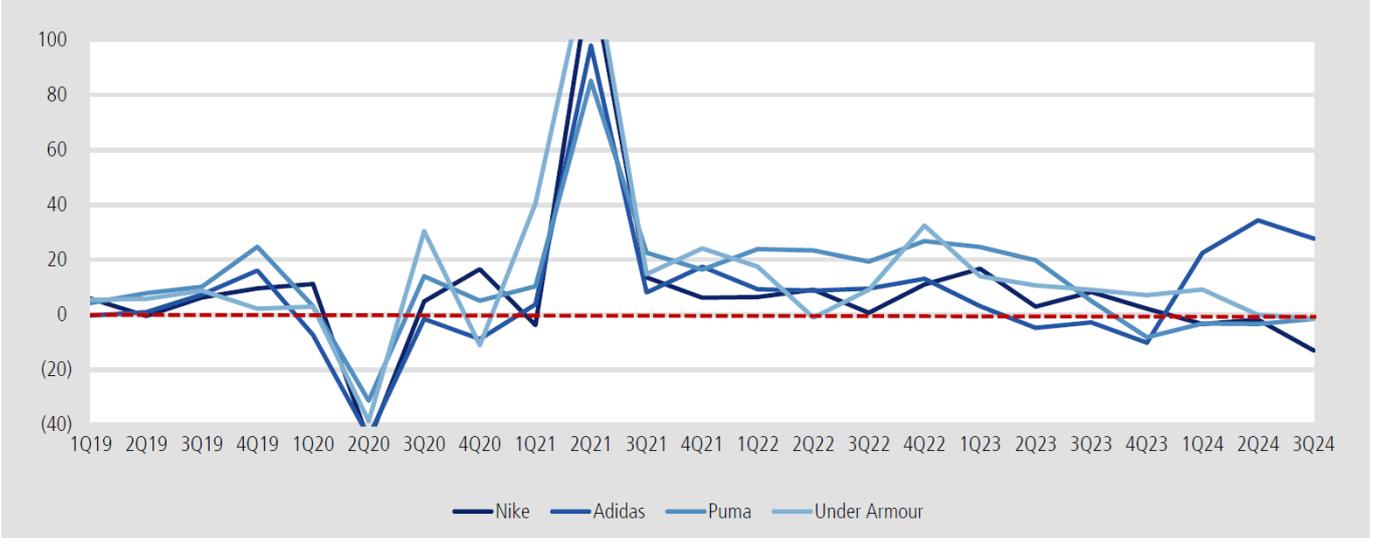
其他非歐系運動休閒品牌和新興品牌 (排除戶外品牌) 1Q-3Q24 歐非中東營收表現亦可圈可點 (圖 7)。Fast Retailing 計畫，FY25 將在歐洲新市場增加 15 間 Uniqlo 店市至 91 家，年增 20%，預估將挹注 Uniqlo 歐洲營收成長保持 30% 以上。Skechers 3Q24 歐洲營收自 1H24 年增 7-8% 加速至 14% 成長，反映消費者需求強勁與批發供貨問題改善。Skechers 目前在歐非中東營運規模僅為 Nike 或 Adidas 的五分之一，未來尚有翻倍空間。

跑鞋品牌看好 2025 年歐洲需求熱度不墜。

跑鞋方面，管理層皆看好 2025 年歐洲需求熱度不墜。受惠巴黎奧運舉行，On 香榭麗舍大街門店銷售火爆，帶動法國成為 3Q24 營收成長最快速的國家。除持續擴張具有戰略意義的大型新店外，公司透過歐洲人氣知名電商 Zalando (德) 拓展線上通路，吸引大批年輕消費者。這一切還在成長週期的前端。Deckers 旗下品牌 Hoka 在歐洲發展空間也令人注目。Hoka 現為環勃朗峰超級越野耐力賽 (Ultra-Trail du Mont-Blanc, UTMB) 冠名贊助商；UTMB 是一項穿越法國阿爾卑斯山的山地超級馬拉松比賽，距離長達 171 公里，海拔超過 10,000 公尺。UTMB 廣泛被認為是歐洲最困難的馬拉松比賽之一，破萬名的參賽者對 Hoka 產品反饋皆相當正向。至於 Asics，近期所有產品在歐洲亦有尚佳的表現。

圖 6：Adidas 為今年大型品牌歐非中東銷售唯一亮點

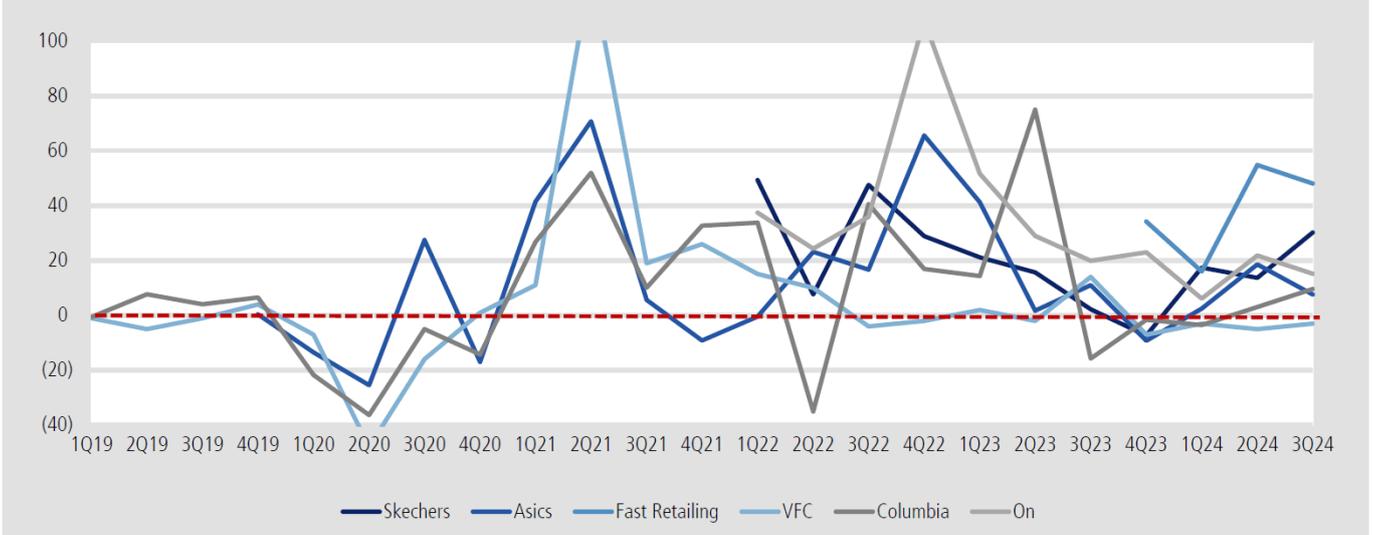
品牌別歐非中東營收年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；公司資料；凱基

圖 7：Fast Retailing、Skechers 和跑鞋品牌 1Q-3Q24 歐洲銷售出色

品牌別歐非中東營收年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；公司資料；凱基

圖 8：巴黎奧運男子馬拉松金牌和銅牌選手皆穿著 Adizero Adios Pro Evo 1 鞋款



資料來源：Olympics；凱基

3. 亞洲：

大型運動品牌迎戰中國總經逆風衝擊。

亞太太平洋在疫情之前為大型運動品牌營收成長動能主要來源，但如今光環消退(圖 9)。Nike 2Q FY25 (6-8 月) 大中華區、亞太及拉美營收分別陷入年減 4%、7%，反轉過去五季以來之正成長。管理層指出，受宏觀經濟影響，大中華區下一季 (9-11 月) 銷售更加疲軟。Adidas 儘管今年表現較佳，1Q-3Q24 大中華區營收持續加速至年增 9%，但其每季銷售規模尚未收復 2021-22 年深度衰退前 10 億歐元以上之水準。面對中國景氣逆風，公司計畫採用新營運模型進駐尚未涉足的小型城市。為與中國品牌一較高下，Adidas 中國產品都將是專門為中國消費者所設計、也是在地化供應的產品。此外，Adidas 經銷商尚未跨入的亞洲市場，包括伊拉克、孟加拉、越南、烏茲別克、吉爾吉斯等，被寄予開發厚望。Puma 3Q24 亞洲營收年減 1%，維持疲弱態勢，其中，大中華區批發為主要拖累，抵銷直接面對消費者銷售與亞太太平洋之成長。管理層坦承，Puma 中國銷售無法延續 2H22-1H23 雙位數成長，主因其有部分係來自錯誤的通路或品牌定位。公司已改變產品上架、行銷和經銷商策略，例如中國產品由中國設計比重提高至 30-40%、在地化供應達 80% (除某些特殊款式為進口外)，但成效顯現尚需時間。Under Armour 則預估，FY25 亞太太平洋營收將年減高個位數，隱含 2H FY25 (10-3 月) 僅較 1H FY25 微幅改善。

2025 年服裝品牌亞洲成長動能：Lululemon >Uniqlo>Gap。

其他非大型運動品牌未來亞洲銷售仍有巨大發展空間(圖 10)。服裝品牌方面，2025 年亞洲營收成長動能排序：Lululemon>Uniqlo>Gap。Lululemon 風潮正在席捲亞洲市場。考量目前中國同店銷售成長維持 20%以上，公司在中國展店步伐將持續，對比今年 7 月底中國店數為 132 間，遠少於大型運動品牌之上千間。此外，Lululemon 在泰國、馬來西亞也已分別開出第二、第四間店，顯示其他亞洲地區布局正在萌芽。Fast Retailing 亞洲展望亦偏正向。管理層預計，FY25 日本、大中華區、韓國營收將呈正成長，且東南亞、印度及澳洲成長性將更高。Gap 則已於 2022 年撤出大中華市場 (主因持續虧損)，並授權中國電商公司寶尊 (9991 HK) 在大中華區製造及銷售 Gap 產品。

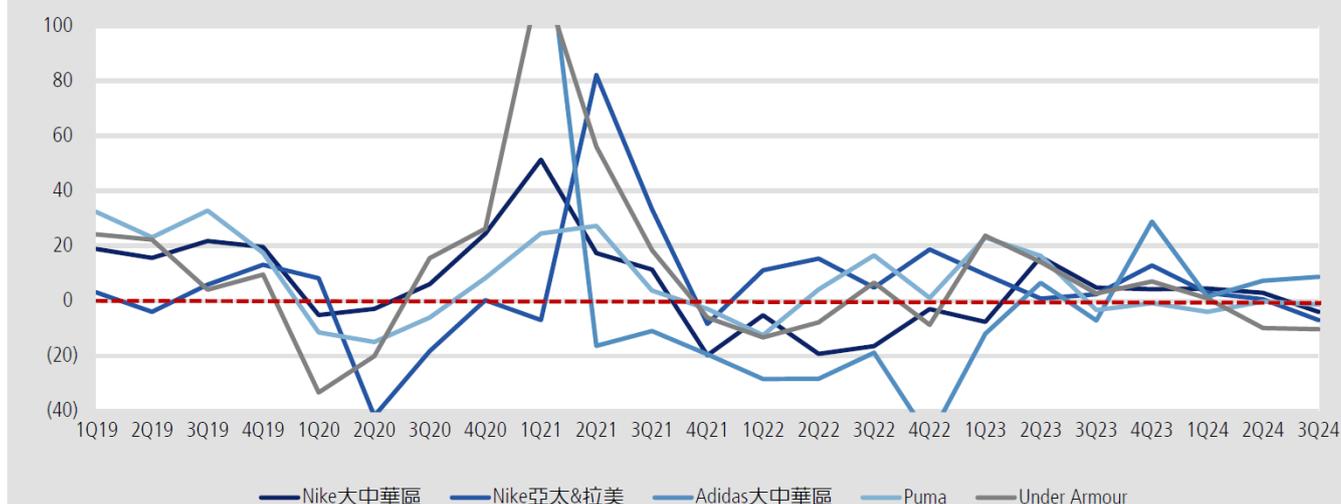
跑步品牌亞洲營運各有千秋，成長前景大放異彩。

跑步品牌亞洲營收前景耀眼奪目。On 3Q24 亞洲營收強勁年增 79%，超前管理層預期，動能來自中國、日本及韓國消費者反饋熱烈。公司今年在亞太太平洋新設的 20 家店面中絕大多數係位於中國；加上有計畫到印尼和菲律賓等新興

國家播下未來種子，On 亞洲銷售長期上檔之作夢空間很可觀。Deckers 3Q24 國際市場銷售動能亦引人注目，為年增 33%，其中，亞洲營收成長雙位數，管理層將之歸功於其在中國規模尚非常小，這在中國經濟環境充滿挑戰下反而是優勢。Deckers 主力品牌 Hoka 在中國採直接經營策略，積極建立社群團體，帶動 Hoka 銷量在各大賽事中躋身前五名。此外，另一品牌 UGG 也因與當地具影響力平台和網紅合作而銷量大增。管理層目標未來國際市場營收貢獻比重將由目前的 35% 提高至 50%，隱含亞洲成長空間巨大。Asics 儘管為亞系品牌，過去十季日本和中國銷售依舊連創雙位數成長之佳績，甚至偶爾高達 30%，主因功能型跑鞋與鬼塚虎 (Onitsuka Tiger) 品牌銷售暢旺。考量年輕消費者青睞度極高，Asics 產品熱度料將在亞洲持續延燒至 2025 年。

圖 9：大型運動品牌亞洲營收疲軟

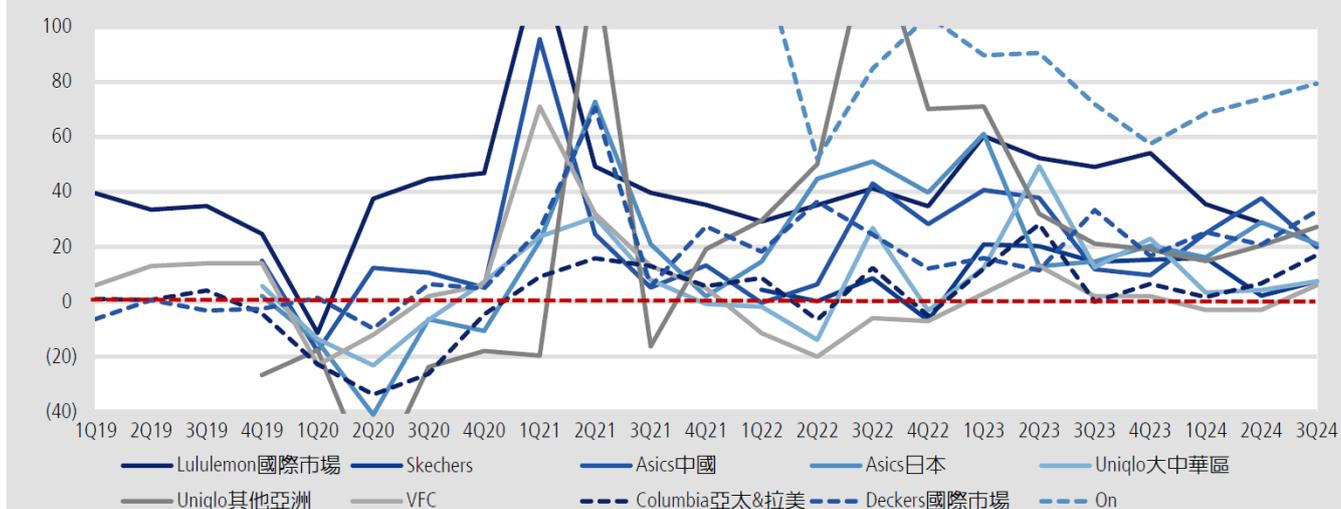
品牌別亞洲營收年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；公司資料；凱基

圖 10：跑步品牌亞洲營收大放異彩

品牌別亞太太平洋營收年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；公司資料；凱基

圖 11：各品牌地區別營收比重

地區別銷售 (%)	美洲/北美	歐洲/歐非中東	亞洲				其他
			中國/大中華區	亞太/拉美	其他亞洲	亞洲小計	
Nike	42	26	15	14		29	3
Adidas	24	38	15	11	11	37	1
Puma	39	40		21		21	0
Under Armour	62	18	15	4		19	1
Lululemon	79		12			12	9
Gap	95	1		2		2	2
Skechers	49	23	15		13	28	0
Asics	21	27	14		20	34	18
Fast Retailing	7	9	22		47	69	15
VFC	52	32		15		15	1
Deckers	67					0	33
On	65	27		8		8	0

資料來源：Bloomberg；公司資料；凱基

產品別銷售

儘管非必需性消費品支出受衝擊，今年鞋類品牌銷售存在亮點，對比服裝營收持續低迷（圖 12 及 20）；我們預期，分化趨勢將延伸至 2025 年。

1. 鞋類：

在鞋類品牌中，On、Deckers、Skechers、Adidas 和 Puma 3Q24 營收分別年增 32%、20%、16%、9%、2%，表現遠超 Nike、Under Armour 和 Columbia 的 11%、11%、23% 衰退。儘管 Asics 並未區分鞋服營收，但消費者對其鞋款喜愛不證自明。重要公司分述如下。

On 品牌話題性與影響力在全球擴大當中。

On：On 於 2010 年由熱愛跑步的三位好友 David Allemann、Olivier Bernhard 和 Casper Coppetti 所創立；創辦初衷為設計出符合人體自然流暢動作、腳感舒適的跑鞋，目標使跑步變得更有樂趣。On 運動鞋零售價約 130-220 美元，最大特色為獨特的厚底間存有數個穿心大孔；這些氣孔會在跑步時壓縮以幫助緩衝，號稱讓人感覺「像踩在雲端一樣」（圖 13）。除產品特色和品質具吸引力之外，名人加持為 On 品牌聲名大噪之最佳推手。網球傳奇名將 Roger Federer 如何成為 On 股東之一被流傳為一段佳話。「Z 世代女神」Zendaya、英國音樂才女 FKA Twigs 與公司長期合作夥伴關係吸引著年輕族群 – 未來消費力所在。加上更多國際知名人物陸續開始穿搭 On 跑鞋展現個人風格，On 品牌話題性與影響力尚在全球擴大當中。展望未來，公司將進一步跨入至訓練、網球、生活風格等其他領域，充實產品 SKU。

Hoka 迅速走紅，但管理層保有一套穩健的經營哲學。

Deckers：Deckers 旗下最暢銷品牌 Hoka 創立於 2009 年，最初定位販售能在陡峭山上奔跑的越野跑鞋，後來憑藉高度舒適性滲透入民衆日常生活中。Hoka 極厚的鞋底在外觀上非常搶眼（圖 14），不僅包覆整個腳掌，還能在行走時強化緩震效果、創造彈性；更難得的是穿起來非常輕盈，讓專業跑者、久站工作者或有腳傷的人都願意協助「口碑」行銷。Hoka 走紅原因也不外乎名人加持。美國前任總統拜登過去多次在公開場合摔倒，健康問題備受關注；今年初拜登被媒體拍攝到穿著 Hoka Transport 穩步行走，點燃「醜怪鞋」全球的話題性與風潮。面對快速竄起的潮流趨勢，管理層仍保有一套穩健的經營哲學。公司並不傾向加速擴張，而是採取選擇性配銷 (selective distribution)，維持產品稀有

性與更新頻率，並避免供給過量產生促銷風險；我們認為，這是 Hoka 2022 年至今銷售動能不減 (圖 15) 之主要關鍵。

Asics 的鬼塚虎 (Onitsuka Tiger) 融合日本傳統工藝與現代時尚，創造「新奢華」潮流。

Asics：Asics 產品別營收中，鬼塚虎 (Onitsuka Tiger) 為最大亮點，營收年增率已連續九季超過 30%；運動風格、功能型跑鞋及核心功能型運動產品表現亦各有千秋 (圖 16)。鬼塚虎 (Onitsuka Tiger) 品牌早期以籃球鞋起家，後跨入到專業跑鞋；1966 年開發出第一雙具有經典虎爪線條 (Tiger Stripes) 的 LIMBER 鞋款，成為日後廣為人知 MEXICO 66 原型 (圖 16)。近年來，鬼塚虎 (Onitsuka Tiger) 以「融合日本傳統工藝與現代時尚」品牌精神被合作藝術家和文化大師們在產品上大力彰顯；其象徵歷史的尊敬、穿著時又能感受到創新科技和「新奢華」潮流，吸引越來越多的年輕世代追隨。與 On 和 Hoka 不同的是，鬼塚虎 (Onitsuka Tiger) 和 Adidas Samba 開創出另一條「薄鞋底當道」潮流路線。此外，公司另外兩個品牌 Asics、Asics Tiger 則分別提供高機能與高科技的各種專業運動鞋、街頭潮流產品，透過產品差異化吸引不同客群。

Adidas 對 2025-26 年鞋類新品開發前景具高度信心。

Adidas：Adidas Samba、Gazelle、Spezial 系列鞋款 2024 年在不同地區發展出相異的熱度，帶動品牌人氣在數年沉寂之後重新回升。公司看到，消費者今年購買 Adidas 產品從事運動比重增加 10%，其中，Original、籃球、聯名和滑板系列較為熱門，年增 20%，運動風格產品則呈 4% 成長。根據 2025 年春/夏天訂單來看，Adidas SL72 運動休閒鞋可能承襲 Samba 系列鞋款高人氣 (圖 18)。據此，管理層樂觀看待現正進行的營運模式改革/優化，並對 2025-26 年鞋類新品開發前景具高度信心。

Rosé 代言的 Puma Speedcat 料將點燃一新趨勢。

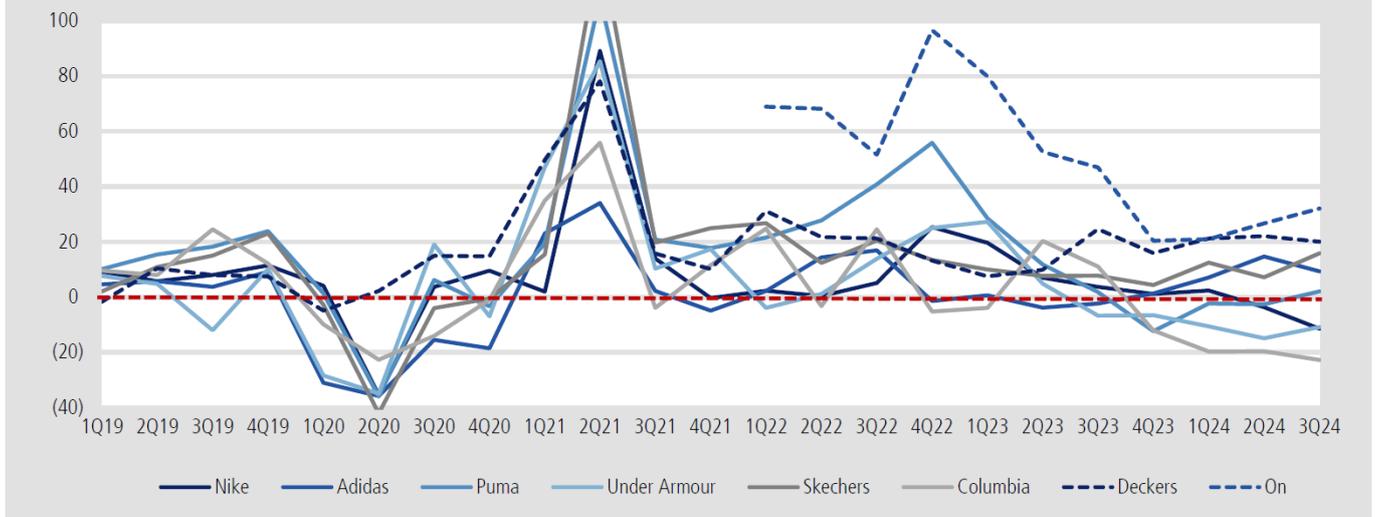
Puma：近期 Puma 複製 Adidas 行銷 Adidas Samba 方式，改為聚焦於「影響力」策略，確保核心社群的影響者能為其產品帶來流量。今年十月，Blackpink Rosé 與 Bruno Mars 合作新曲《Apt.》上線，引發全球歌迷熱烈迴響；MV 發布後短短四天累積超過 8,700 萬人次觀看，並迅速登上音訊串流平台 Spotify 和 iTunes 全球歌曲榜高位。Rosé 代言的 Puma Speedcat 賽車鞋即在這樣的趨勢下竄起。Puma Speedcat 起源於 F1 賽車防火鞋款，其復古鞋型、大膽用色與麂皮外觀被年輕人譽為穿搭神器 (圖 19)。管理層表示，除亞洲消費者外，歐美女性和男性消費者竟然也都願意排隊搶購一雙理想中的 Speedcat 鞋款。公司計畫 2025 年在顏色、材料和季節方面推出更多的迭代，成長性才正要展開。

Nike 新品能否重新得到大眾喜愛有待觀察。

Nike：管理層已承認過去在跑鞋規劃上有失誤，指出其四前年撤回跑鞋市場的積極發展為如今市佔率流失之主要原因。公司計畫未來幾季將推出涵蓋鞋類和服裝的跑步完整產品線，包括：(1) 在標誌性產品中採用全新最大緩震系統，將舒適性與風格融為一體，打造最柔軟、最平穩的跑步體驗；(2) 推出結合高堆疊 ZoomX 及 Zoom Air 技術的高端鞋款；(3) 重新設計高性能跑步服系列，包括以女性設計為主的新款；(4) 推出最新 Nike Trial 鞋型，優化牽引力和耐用性；及 (5) 推出價格低於 100 美元的新系列產品，有利更快滲透市場。考量新世代消費者接受行銷訊息的方式在改變，Nike 新品能否重新得到大眾喜愛有待觀察。

圖 12：鞋類銷售亮點浮現

品牌別鞋類營收年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；公司資料；凱基

圖 13：On 的 CloudTec®雲端緩衝系統，標榜猶如在雲端跑步的舒適感



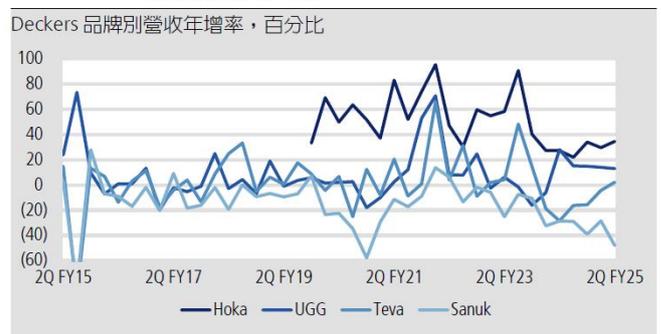
資料來源：公司資料；凱基

圖 14：Hoka 以極厚鞋底的「醜怪鞋」揚名於世



資料來源：公司資料；凱基

圖 15：Hoka 需求動能具延續性



資料來源：公司資料；凱基

註：財年止於3月

圖 16 : Asics 旗下產品線擁有各自獨特的亮點



資料來源：公司資料；凱基

圖 17 : 虎爪線條 (Tiger Stripes) 為鬼塚虎 (Onitsuka Tiger) 的經典標誌



LIMBER



MEXICO 66

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 18 : Adidas SL72 系列為最新熱門鞋款



資料來源：公司資料；凱基

圖 19 : Blackpink Rosé 代言的 Puma Speedcat 引爆潮流



資料來源：公司資料；凱基

2. 服裝：

新加入服裝產業競爭者不可勝數，造成消費者支出很大程度被分散。

零售商與百貨公司採取促銷計畫和店型調整皆無功而返。

運動休閒品牌期許 2025 年將服裝業務成長改善。

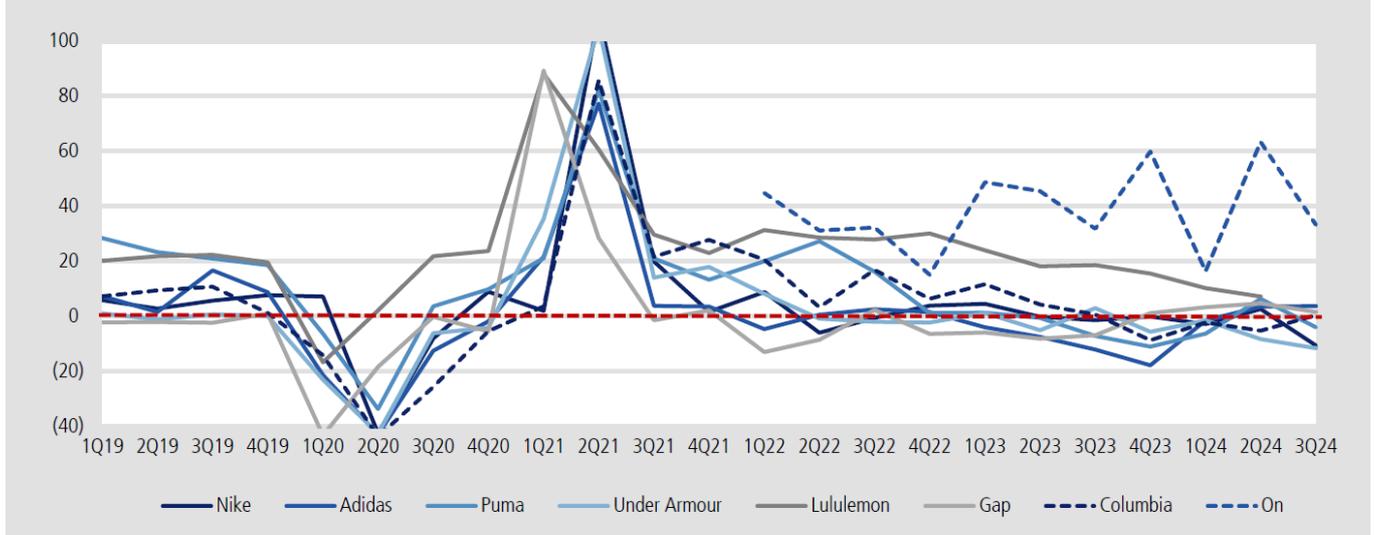
全球服裝銷售不振係多重因素造成，但最大痛點還是新加入競爭者不可勝數（服裝產業進入門檻低於製鞋產業），尤其女性業務受影響最為明顯。許多新興小眾/精緻服裝品牌以 Lululemon 兼具舒適與潮流的瑜珈服為基底，再融入自有品牌的多彩、豹紋、芭蕾、線條、爵士、嘻哈、街頭或特殊剪裁（圖 21），激盪出市面上百花齊放的風格，促使消費者支出很大程度地被分散。

面對服裝市場競爭加劇，零售商與百貨公司首當其衝。Target 看到今年 Target Circle week 前一週和後一週的銷售額下滑更為明顯，反映消費者非常有計畫地在促銷活動時才選擇性購物。在銷售旺季來臨前，Kohl's 在所有商店服裝展示擴大規模，Macy's 也在試衣間和結帳櫃台等關鍵區域增加配置人力，以期強化客戶體驗；但截至目前為止，改善效果皆令人失望。

運動休閒品牌今年投注較多心力在改善鞋類方面的產品流程，服裝成長性普遍低於管理層目標。展望 2025 年，Adidas、Puma、On 等品牌皆指出，隨 2H24 服裝業務轉型/優化，預計明年將迎來加速成長；這意味著，2025 年服裝產業競爭將更為加劇。

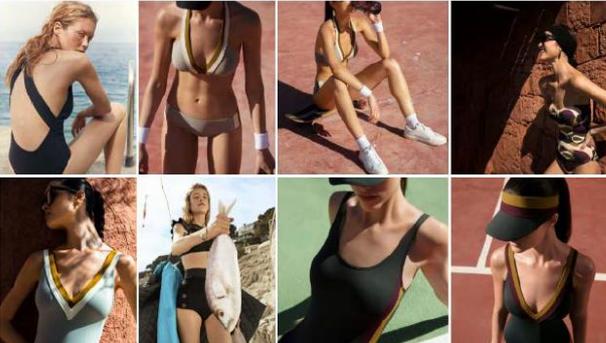
圖 20：服裝銷售萎靡不振

品牌別服裝營收年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；公司資料；凱基

圖 21：新興小眾/精緻服裝品牌百花齊放

品牌	Alo Yoga	YUJ
簡介	Alo 品牌名稱源自於 Air、Land 和 Ocean 首個字母組合而成，強調對大自然能量與環保理念的重視。品牌以簡約、多彩為主要設計。近年在衆多名人的加持下，Alo 成為瑜珈品牌中最高級時尚的「聖殿」。	YUJ (法) 創立於 2014 年，為由法國第一瑜珈品牌。創辦人 Hélène Duval 憑藉高度人格魅力，將數千名瑜珈練習者聚集在一起，並與《ELLE》合作透過瑜珈影片來打響名聲，創造數以百萬計瀏覽量。
圖像		
品牌	Repetto	Spanx
簡介	Repetto (法) 致力於為高級舞者提供優質產品。在服裝上，Repetto 現與衆多高級時裝大師合作，如一石美津希、山本耀司和老佛爺卡爾·拉格斐等，推動芭蕾舞風格元素蔚為今年新潮流。	Spanx 被認為是塑身衣領域的先驅，2000 年創立以來一直是時尚界的標竿；其所提供的內衣及運動服能夠不留痕跡卻又有效地改善身材，廣受紅毯巨星和健身房愛好者喜歡。
圖像		
品牌	Bloch	Eres
簡介	Bloch (澳) 為全球知名的舞者品牌。今年推出強調爵士、古典或當代舞優雅風采的服裝，同時也提供更嘻哈、街頭風格的選擇，激撞出不同的火花。	Eres (法) 為 Chanel 集團 (法) 旗下的高級泳裝品牌，擁有超過四十年歷史。Eres 將其獨家布料的技術運用於運動服裝，使其穿起來就像第二層肌膚一樣貼身柔軟，又能展現時髦、性感的風格。
圖像		

資料來源：公司資料；凱基

大型運動品牌中，Adidas 和 Puma 庫存狀況較佳。

服裝品牌庫存水位不高。戶外品牌庫存去化較不順利。

鞋類品牌庫存水位偏低，但嚴格控管據點擴張與拉貨。

零售商和百貨公司的非必需性消費品庫存有堆積現象。

品牌與零售商將持續改善終端配送速度。

庫存能否與消費趨勢匹配為關注焦點

在大型運動品牌中，Nike 和 Under Armour 最近一季庫存天數偏高；Adidas 和 Puma 庫存則相對健康，且 2024 年春/夏舊庫存幾乎寥寥無幾（圖 22 至 25）。Adidas 管理層指出，產品 SKU 在現今已不像過去那麼重要，國際品牌更需要在意的是，不要擁有太多消費者不願意購買、品牌也不想打折促銷的產品。

服裝品牌普遍執行嚴格庫存管理，當前存貨水位不高（圖 26 至 28）。戶外品牌則受氣候異常與供應鏈拉貨週期（leadtime）較長影響，庫存去化之路較為崎嶇（圖 29 至 31）。

鞋類品牌庫存水位皆偏低（圖 32 至 35）。儘管銷售暢旺，這些公司仍嚴格控管據點擴張與拉貨，確保產品更新快速。鞋類品牌深刻記取著歷史教訓－讓更多消費者在短期內買到當紅產品很容易，但這也是毀掉一個品牌最快的方法。

零售商和百貨公司在年終銷售旺季前的非必需性消費品庫存則有堆積現象（圖 36 至 39）。

進入 2025 年，美國港口罷工議題可能造成發/收貨時間異動，為供應鏈潛在的挑戰。提高終端配送速度為品牌與零售商較能把握的改善方向。Walmart 配送中心今年有超過 50% 業務自動化處理，較去年同期翻倍。Target 分揀中心今年處理的包裹量比去年多出 25%，Target Circle 360 數位服務提供的當日送達量增加近 20%。Macy's 電商訂單交付速度已更快。On 在亞特蘭大的高度自動化倉儲預計將於明年春天投入使用。以上再再顯示配送能力之持續優化。

圖 22：Nike 存貨天數



資料來源：Bloomberg；凱基
註：財年止於 5 月

圖 23：Adidas 存貨天數



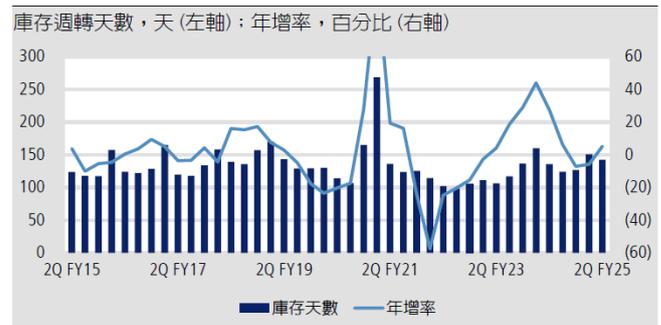
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 24：Puma 存貨天數



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 25：Under Armour 存貨天數



資料來源：Bloomberg；凱基
註：財年止於 3 月

圖 26 : Lululemon 存貨天數

庫存週轉天數, 天 (左軸); 年增率, 百分比 (右軸)


 資料來源: Bloomberg; 凱基
 註: 財年止於 1 月

圖 27 : Gap 存貨天數

庫存週轉天數, 天 (左軸); 年增率, 百分比 (右軸)


 資料來源: Bloomberg; 凱基
 註: 財年止於 1 月

圖 28 : Fast Retailing 存貨天數

庫存週轉天數, 天 (左軸); 年增率, 百分比 (右軸)

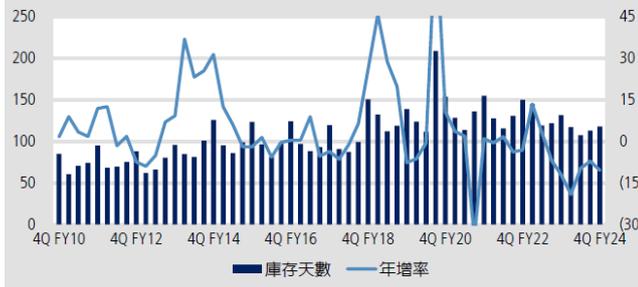

 資料來源: Bloomberg; 凱基
 註: 財年止於 8 月

圖 29 : Columbia 存貨天數

庫存週轉天數, 天 (左軸); 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 30 : VFC 存貨天數

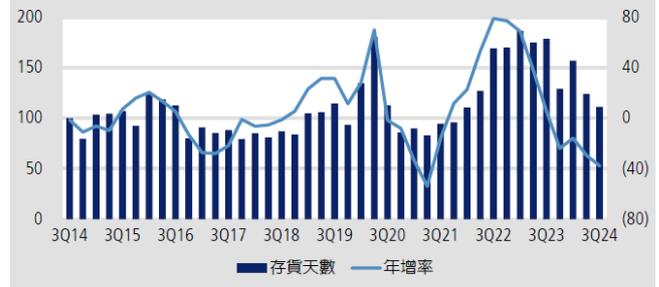
庫存週轉天數, 天 (左軸); 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 31 : Wolverine 存貨天數

庫存週轉天數, 天 (左軸); 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 32 : Skechers 存貨天數

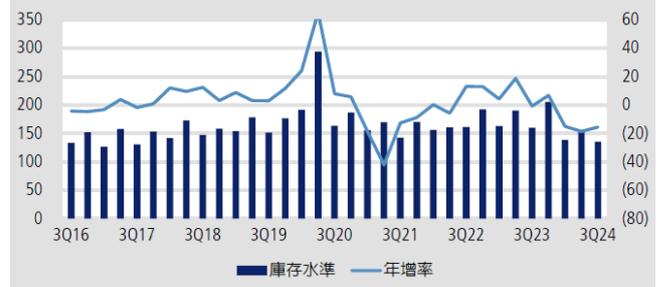
庫存週轉天數, 天 (左軸); 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 33 : Asics 存貨天數

庫存週轉天數, 天 (左軸); 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 34 : Deckers 存貨天數

圖 35 : On 存貨天數

圖 36 : Walmart 存貨天數

圖 37 : Target 存貨天數

圖 38 : Kohl's 存貨天數

圖 39 : Macy's 存貨天數


嚴陣以待川普關稅 2.0 影響

從 2017 年至今，美國鞋類和服飾進口來自中國佔比持續自 56%、34% 下降至 36%、19%；取而代之地，越南供應比重已快速由 22%、14% 增加至 33%、18%，顯示越南成衣和鞋類製造對美國之重要性現與中國僅在伯仲之間（圖 40 及 41）。川普於 2024 年 11 月確定再度入主白宮後，品牌與零售商如坐針氈。川普曾揚言將拉抬貨物來自中國關稅至 60%，且中國以外國家關稅也將提高 10-20%，加強保護主義。Walmart 管理層表示，若川普的提議生效，零售商可能不得不提高某些商品價格，這對客戶來說意味著通膨，公司將希望與供應商和自有品牌合作，盡力壓低售價。儘管有分言論推測川普的「競選語言」對美國經濟影響不斐、不一定會落實為政策，台灣供應商近日赴美國拜訪客戶所收到的回饋指出，川普 2025 年 1 月就職後提高中國以外國家關稅的機率非常

高。目前國際運動休閒品牌已普遍執行在地化供應政策，即中國廠區供應中國需求、歐美需求則由東南亞製造基地負責（圖 42 至 52）。以下就幾種情境分述關稅對品牌商之影響。

1. 東南亞關稅普遍被調升：所有運動休閒品牌皆受害。
2. 越南關稅被調升：越南幾乎為所有品牌歐美鞋/服供貨比重最大地區，影響將最劇烈。鞋類影響大於成衣。非大型/中小型品牌（缺乏其他生產基地，且議價能力有限）影響遠遠超過大型品牌。中低價品牌（利潤率不足）影響大於高端品牌。大型品牌鞋類供應受衝擊程度依序為 Under Armour（越南製鞋產能佔比 51%）> Nike（50%）> Adidas（38%）> Puma（35%）。
3. 印尼關稅被調升：鞋類影響大於成衣。大型品牌鞋類供應受衝擊程度依序為 Adidas（印尼製鞋產能比重 32%）> Nike（27%）、Under Armour（27%）> Puma（5%）。
4. 柬埔寨關稅被調升：成衣影響大於鞋類。中低價品牌影響大於高端品牌。大型品牌服飾供應受衝擊程度依序為 Adidas（柬埔寨服飾產能比重 23%，為最大廠區）> Nike（15%）> Lululemon（14%）> Under Armour（8%）、Gap（8%）> Puma（6%）。

圖 40：美國鞋類進口來自東南亞供應鏈成長快速



資料來源：USITC；凱基

圖 41：美國服飾進口來源國多元化



資料來源：OTEXA；凱基

圖 42：Nike 製鞋產能大多位於越南

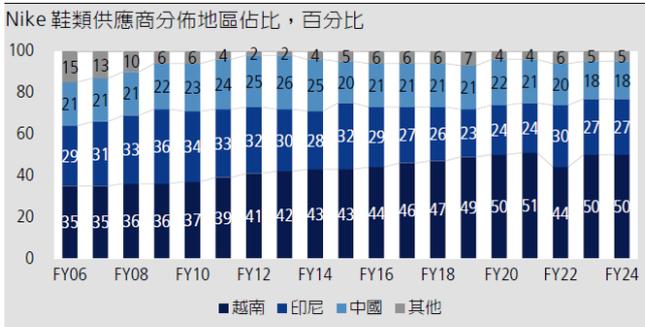

 資料來源：公司資料；凱基
註：財年止於 5 月

圖 43：Nike 成衣供應鏈分化趨勢明顯

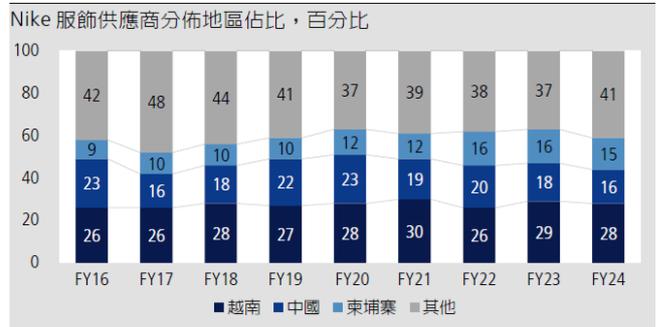

 資料來源：公司資料；凱基
註：財年止於 5 月

圖 44 : Adidas 製鞋產能以越南及印尼為主



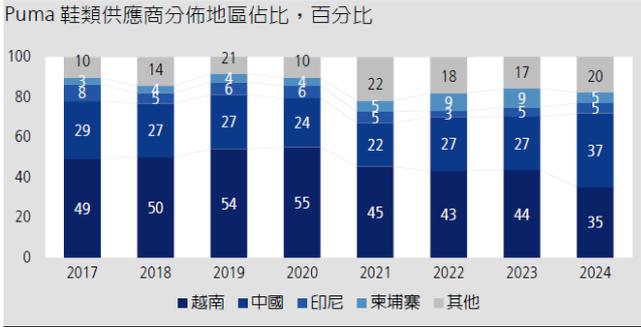
資料來源：公司資料；凱基

圖 45 : Adidas 服飾供應鏈分化



資料來源：公司資料；凱基

圖 46 : Puma 降低越南鞋類生產比重



資料來源：公司資料；凱基

圖 47 : Puma 服飾來源地多元



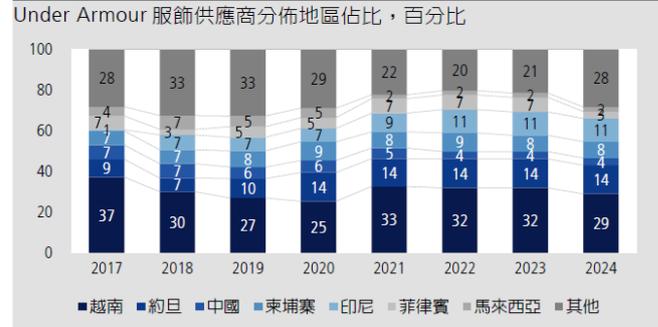
資料來源：公司資料；凱基

圖 48 : Under Armour 製鞋產能以越南為重



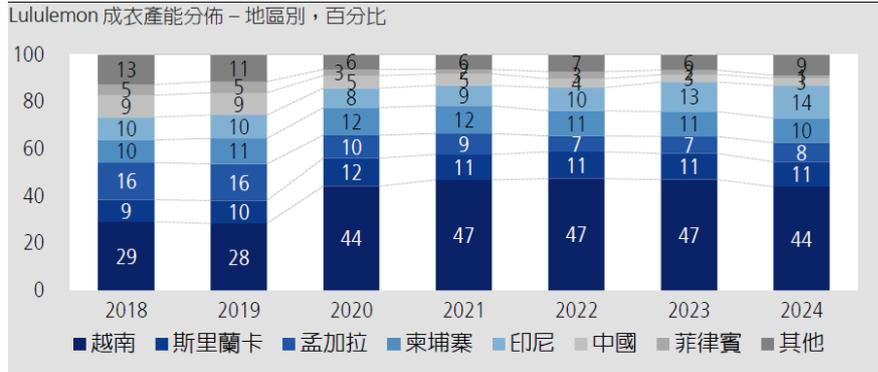
資料來源：公司資料；凱基

圖 49 : Under Armour 服裝產能在東南亞以外地區擴張



資料來源：公司資料；凱基

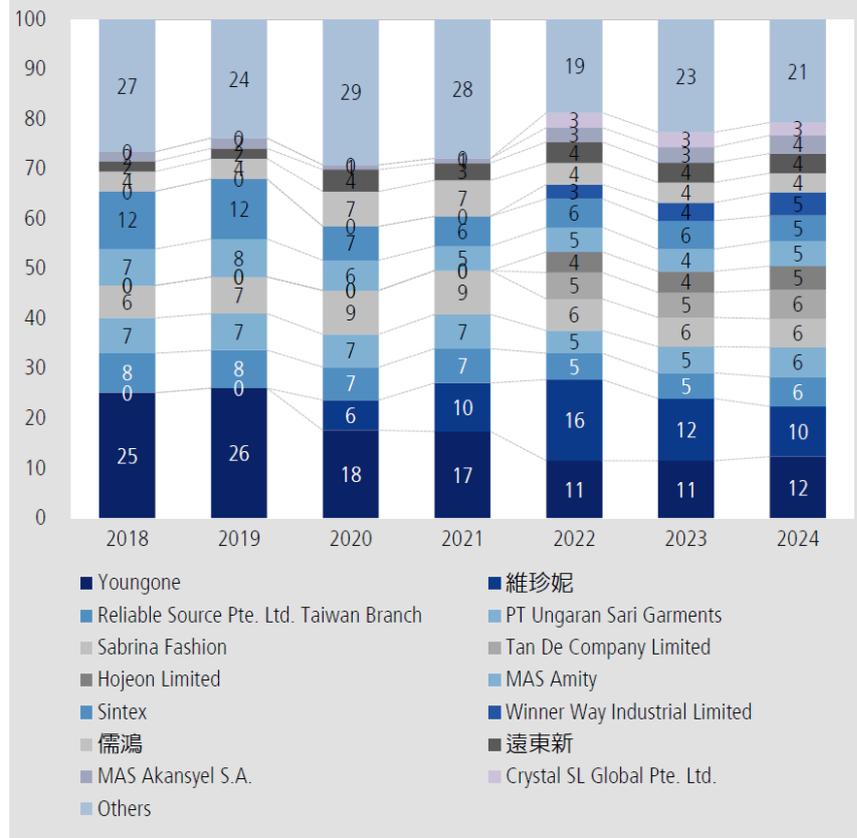
圖 50 : Lululemon 積極發展越南、孟加拉和柬埔寨以外產能



資料來源：公司資料；凱基

圖 51：Lululemon 持續新增供應商以支持全球營運快速擴張

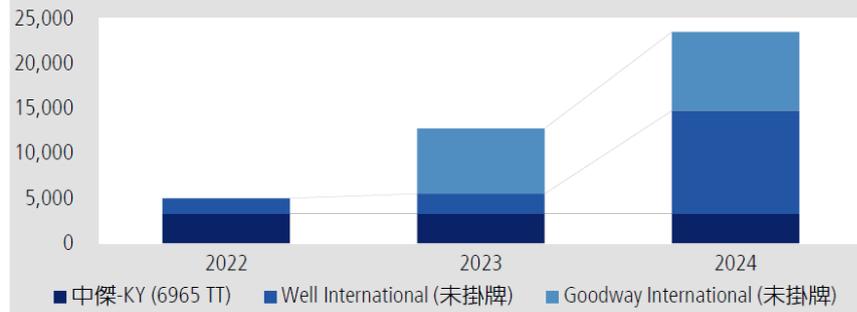
Lululemon 成衣產能分佈 – 供應商別，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 52：Lululemon 鞋類供應鏈現處建置初期

Lululemon 鞋類產能分佈 – 供應商別，員工人數



資料來源：公司資料；凱基

苦盡甘來終有時

從由上而下 (Top-down) 角度來看，2025 年將為非必需性消費品艱辛的一年，品牌及零售商須同時面對產品售價與銷量壓力，對比 2023 年終端庫存去化時仍有高單價支撐、2024 年降價求售有刺激出銷量 (圖 53)。然而，我們認為，運動品牌市佔率變化仍可為選股夾縫中求生存提供一線生機。

全球運動休閒品牌中，我們看好 On、Deckers、Asics、Fast Retailing、Adidas 及 Puma 2025 年營運前景，預計評價將獲得提升機會。供應鏈方面，中小型個股表現應將比大型股更加活躍，反映前述品牌供應鏈市值偏小、但成長潛力較驚人。此外，明年最大下檔風險將來自川普關稅 2.0 後續發展與影響，建議後續密切關注。

圖 53：2025 年品牌及零售商須同時面對產品售價與銷量壓力

產業週期	2022	2023	2024	2025F
品牌與零售商	通膨滯後反應	庫存去化	降價求售	競爭加劇
產品ASP	↗	↗	↘	↘
銷售量	↗	↘	↗	↘
供應鏈				
原物料價格	↘	↘	↘	谷底盤旋
利潤率	擴張	擴張	擴張	收縮

資料來源：Bloomberg；Wind；公司資料；凱基

圖 54：聚酯纖維價格修正



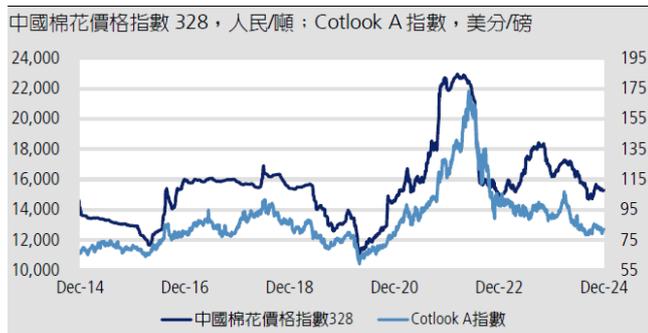
資料來源：Wind；凱基

圖 55：尼龍價格低檔徘徊



資料來源：Wind；凱基

圖 56：棉花價格跌跌不休



資料來源：Wind；凱基

圖 57：棉紗價格一路向下



資料來源：Wind；凱基

圖 58：同業評價比較表

公司	代號	主要客戶組成	市價 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	每股盈餘(當地貨幣)			本益比(倍)		股東權益報酬率(%)			營業利率(%)		
					2023	2024F	2025F	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Nike	NKE US	-	116,653	78.37	3.76	2.77	3.19	28.3	24.6	27.2	17.2	18.7	12.3	10.1	11.2
Adidas	ADS GR	-	45,768	234.00	(0.42)	3.95	7.58	59.3	30.9	(1.6)	14.3	23.2	5.0	5.3	8.0
Puma	PUM GR	-	6,972	42.86	2.03	2.11	2.76	20.3	15.6	12.1	12.6	14.7	27.2	7.3	7.9
Under Armour	UAA US	-	4,155	10.18	0.53	0.29	0.40	35.3	25.5	11.3	6.4	8.7	17.1	3.5	4.6
Lululemon	LULU US	-	41,825	340.66	12.23	13.75	14.62	24.8	23.3	42.0	34.1	30.9	22.2	23.2	22.9
Gap	GAP US	-	9,726	25.79	1.36	2.11	2.08	12.2	12.4	20.8	26.3	20.4	3.8	7.0	6.9
VFC公司	VFC US	-	8,121	20.86	-2.49	0.46	0.94	45.0	22.3	(42.4)	9.5	17.0	(1.2)	4.1	5.9
Skechers	SKX US	-	10,494	69.17	3.53	4.25	4.88	16.3	14.2	14.4	14.3	14.7	35.4	10.1	10.7
On Running	ONON US	-	19,249	59.54	0.28	0.49	0.94	121.4	63.2	7.8	9.6	11.8	10.1	9.7	12.8
Deckers	DECK US	-	30,820	202.87	4.89	5.48	6.27	37.0	32.3	39.2	39.6	N.A.	21.6	21.3	22.0
Mizuno Corp	8022 JP	-	1,601	9,010.00	559.71	590.01	636.20	15.3	14.2	10.8	10.2	10.6	30.4	8.0	8.3
Asics	7936 JP	-	15,854	3,122.00	192.52	88.93	105.23	35.1	29.7	18.8	31.5	33.4	35.1	14.8	15.8
Fast Retailing	9983 JP	-	112,620	52,930.00	1212.88	1267.84	1393.17	41.7	38.0	19.4	18.4	17.9	55.1	16.0	16.3
李寧有限公司	2331 HK	-	5,461	16.42	1.23	1.20	1.34	13.7	12.3	13.1	12.1	12.5	12.6	12.5	13.3
安踏體育用品有限公司	2020 HK	-	28,328	77.80	3.69	4.66	4.92	16.7	15.8	23.8	23.0	21.6	22.1	23.8	24.2
特步國際控股有限公司	1368 HK	-	1,848	5.35	0.41	0.47	0.53	11.4	10.1	12.0	12.9	13.4	11.2	12.3	13.1
國際品牌同業平均								33.4	24.0	14.3	18.2	18.0	20.0	11.8	12.7
申洲國際集團控股有限公司	2313 HK	Nike (28%), Uniqlo (26%), Adidas (20%), Puma (10%)	11,201	57.90	3.03	3.90	4.46	14.8	13.0	14.3	16.8	17.6	14.9	23.3	23.8
儒鴻企業股份有限公司	1476 TT	Nike (15%), Lululemon (10%), Under Armour (10%)	4,542	531.00	18.87	24.50	26.38	21.7	20.1	20.4	25.2	25.3	21.3	21.7	21.6
聚陽實業股份有限公司	1477 TT	Gap (30%), GU (19%), Target (19%), Kohl's (9%)	2,403	312.50	16.50	18.33	21.84	17.1	14.3	25.6	27.7	32.0	14.9	15.3	16.4
廣越企業股份有限公司	4438 TT	VF (21%), Patagonia (16%), Adidas (15%)	319	98.80	7.10	6.18	8.98	16.0	11.0	9.3	N.A.	N.A.	33.5	4.7	6.1
豐泰	9910 TT	Nike (85%)	4,295	139.50	5.04	6.03	6.77	23.1	20.6	20.7	25.9	29.4	7.7	8.8	9.7
寶成工業股份有限公司	9904 TT	Nike (20%), Adidas (20%)	4,010	43.65	3.61	5.05	5.12	8.6	8.5	9.1	10.8	10.4	15.2	5.5	5.9
來德興業股份有限公司	6890 TT	Adidas (58%), Converse (24%), Hoka (13%)	3,200	411.50	6.26	15.39	20.13	26.7	20.4	7.8	18.6	20.8	14.6	13.0	13.7
志強國際企業股份有限公司	6768 TT	Adidas (59%), Nike (33%)	898	147.00	2.78	8.25	10.40	17.8	14.1	3.9	11.5	13.4	9.2	9.5	11.0
台灣百和工業股份有限公司	9938 TT	Adidas (24%), Nike (19%), On (6%)	783	84.30	1.95	5.38	6.45	15.7	13.1	5.0	11.4	12.4	25.1	19.1	20.4
莊齊國際股份有限公司	9802 TT	VF, WWW, Deckers	623	103.50	7.87	9.38	11.24	11.0	9.2	12.0	13.6	15.0	N.A.	9.8	13.1
供應鏈同業平均								16.6	14.0	12.4	17.9	19.6	19.5	13.2	14.4

資料來源：Bloomberg；凱基

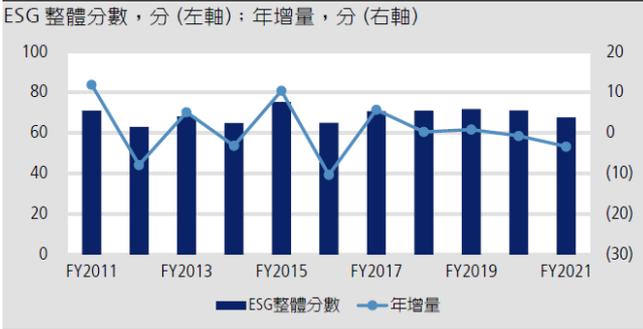
圖 59：台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價(當地貨幣)	營收佔比(%)	產品/服務
Nike 供應鏈					
台灣供應鏈					
豐泰	9910 TT	持有	160.0	80-90	鞋類
儒鴻	1476 TT	持有	607.0	10-15	服飾
廣越	4438 TT	增加持股	136.0	5-10	服飾
香港供應鏈					
申洲國際	2313 HK	增加持股	98.1	25-30	服飾
Lululemon					
台灣供應鏈					
儒鴻	1476 TT	持有	607.0	5-10	服飾
廣越	4438 TT	增加持股	136.0	0-5	服飾
香港供應鏈					
申洲國際	2313 HK	增加持股	98.1	0-5	服飾
GAP					
聚陽	1477 TT	增加持股	503.0	25-30	服飾
儒鴻	1476 TT	持有	607.0	5-10	服飾

資料來源：公司資料；凱基

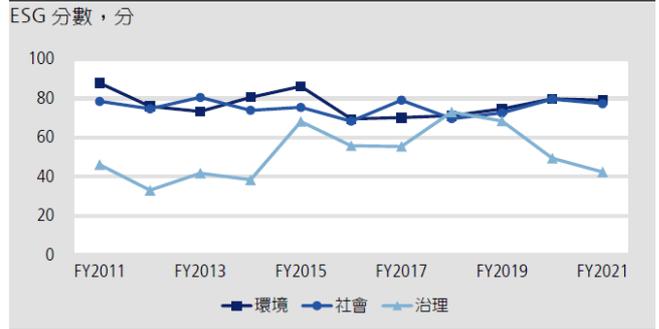
Nike (NKE US)

圖 60 : Nike - ESG 整體分數



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 61 : Nike - ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 62 : Nike - 能源消耗



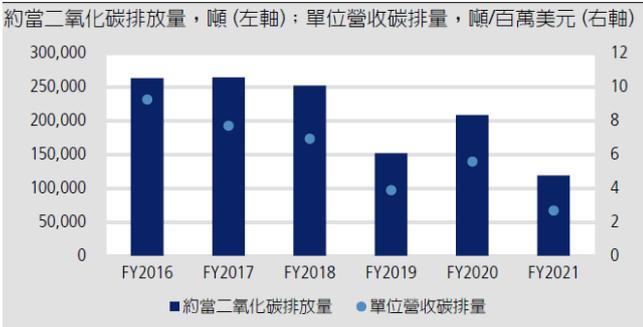
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 63 : Nike - 再生能源



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 64 : Nike - 碳排放量



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 65 : Nike - 廢棄物總量



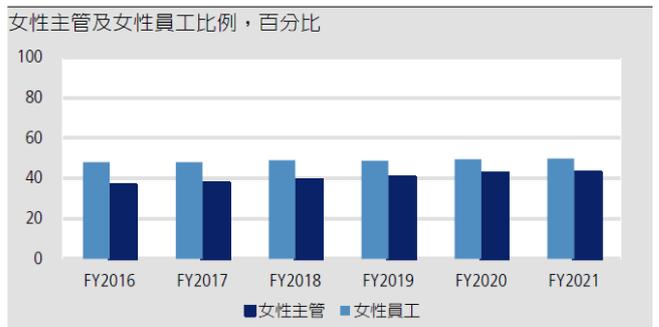
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 66 : Nike - 耗水量



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 67 : Nike - 性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

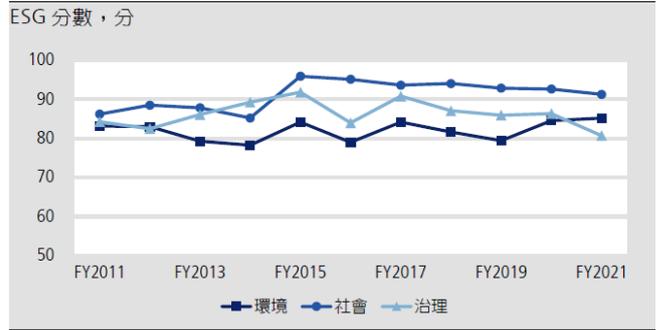
Gap (GPS US)

圖 68 : Gap - ESG 整體分數



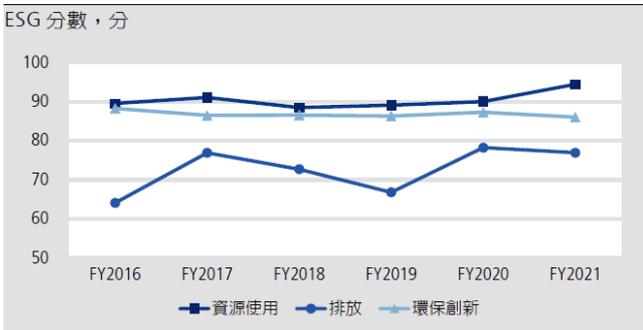
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 69 : Gap - ESG 各項分數



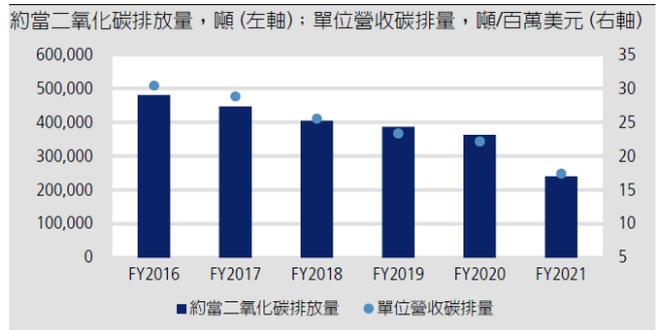
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 70 : Gap - 環境各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 71 : Gap - 碳排量



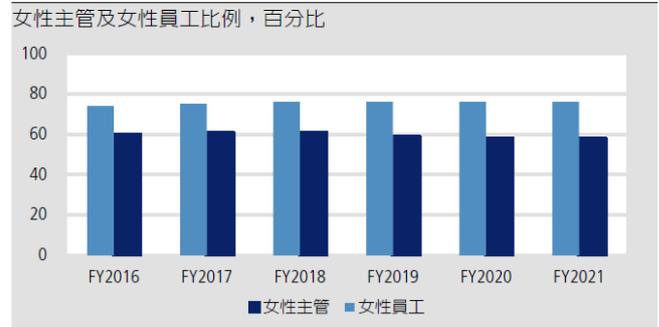
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 72 : Gap - 能源消耗



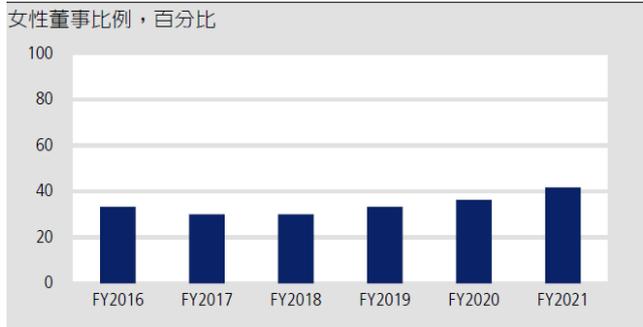
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 73 : Gap - 性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 74 : Gap - 董事性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 75 : Gap - 獨立董事



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
約當二氧化碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
單位營收碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
耗水量	耗水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) *100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) /2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性主管	女性主管百分比 - 女性主管占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數

資料來源：Refinitiv，凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份、發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。