

运动服饰行业：2Q26 整体流水表现环比减弱，聚焦下半年趋势反转的可能性

- 综合性运动服饰品牌在 2Q26 整体面临较弱的市场需求，而垂类户外品牌依然保持强劲的增长趋势。**国际品牌中，Nike 2Q26 的终端销售同比录得双位数下滑，而 adidas 依然维持同比增长势头。国产综合性运动品牌 2Q26 的整体销售趋势相较 1Q26 显著减弱，同时折扣压力有所加大。我们预测安踏 2Q26 的流水及折扣表现可能略好于市场预期，而李宁表现略弱于市场预期，其短期股价走势正在反映这一预期差。
- 在短期销售趋势承压的情况下，我们更关注长期品牌势能及业绩反转的可能性。**尽管李宁短期流水表现相对较弱，但李宁在专业赛道的产品力与消费者认可度依然在国产品牌中名列前茅。我们认为李宁下半年有较多的正向催化因素（包括亚运会、龙店开业以及与库里合作新品的发布），有望助力其销售趋势的反转。另外，李宁目前的估值已基本回落至接近历史最低水平，一旦趋势反转，股价有望展现出较大的弹性。
- 李宁：尽管 5-6 月的整体流水趋势略好于 4 月，但我们预计 2Q26 整体流水依然录得同比小幅下降。**根据我们的调研，在所有运动服饰品牌中，李宁“618”期间表现较强，但线下门店销售表现较弱。另外，李宁 5-6 月的零售折扣同比加深幅度大于主要竞争对手。然而，考虑到李宁在上半年对成本的有效管控以及相对稳定的直营与批发占比，我们预计李宁 1H26 毛利率同比降幅有限。
- 安踏：两大品牌流水趋势逐月改善，2Q26 整体流水表现好于市场预期。**尽管 2Q26 开局较弱，但安踏品牌 5-6 月的销售趋势逐月边际改善。我们预计 2Q26 流水有望录得小幅正增长，略好于市场预期。我们调研发现，安踏品牌的终端零售折扣在 2Q26 同比小幅加深，但基本保持稳定。Fila 的流水趋势同样逐月向好。我们预计 2Q26 Fila 整体流水同比增长 3%-4%，线上增速依然高于线下，不过折扣同比略有加深。其他品牌 2Q26 依然维持较高增速，预计 Descente 流水同比增长 20%-30%，Kolon 同比增长 40%-50%。
- Nike：中国区 4QFY26（3-5 月）收入（排除汇率影响）同比下降 17%。**其中，Nike 直营收入同比下降 14%（Nike 直营门店收入同比下降 9%，Nike 直营电商收入同比下降 25%），批发收入同比下降 19%。这一收入表现基本与滔搏的收入表现相符，也反映了（1）Nike 正大幅减少给经销商的发货，（2）Nike 正大幅减小直营电商渠道的促销力度。管理层表示中国区当季产品的终端流水正逐季改善（跑步品类 4QFY26 收入同比增长中单位数），平均零售折扣有所下降，电商渠道的正价率有所提升，库存金额与件数都同比下降双位数。
- 江南布衣：我们预计 2Q26 全渠道流水保持高单位数的强劲同比增速，且逐月均保持高单位数的流水增速，与 1Q26 趋势一致，展现出稳健的 Alpha。**对比中高端女装同业，我们预计同业在 2Q26 的增速普遍位于持平至低单位数区间，呈环比转弱的趋势。并且，我们观察到江南布衣在 5-6 月的线下渠道流水增速优于线上，这在当前的经营背景下难能可贵。我们维持此前的判断：（1）江南布衣具备设计和艺术商业基因，客群共性表现为热爱人文艺术和个性表达。公司以独特且具备风格一致性的产品及会员运营能力，构筑粉丝高粘性，且受益于消费的 K 型分化和悦己的趋势，具备穿越周期的能力；（2）公司是可持续稳健增长的高股息标的，7 月 3 日的收盘价对应股息率约为 8.5%。
- 投资风险：行业需求放缓、竞争激烈造成折扣不及预期。**

林闲嘉

 首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

何丽敏

 消费分析师
limin_he@spdbi.com
(852) 2808 6438

2026 年 7 月 3 日

浦銀國際

行业点评

运动服饰行业


 扫码关注
浦銀國際研究

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

