

運動休閒產業

Nike 財報暴雷

焦點內容

1. Nike (美) 4Q FY24 (3-5 月；財年止於 5 月) 財報黯淡，反映所有市場需求疲軟。
2. FY25 營收財測與產品發表等待時程太久將使投資人對股價失去耐心。
3. 今年底銷售旺季與 2025 年春季新品上市前能否重拾消費者青睞將為觀察重點。

Dow Jones 指數

Dow Jones 指數, 點



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

Nike (NKE US, US\$94.19, 持有) 4Q FY24 (3-5 月；財年止於 5 月) 財報黯淡無光，且自估 FY25 營收將衰退，主因北美、歐洲需求疲弱及大中華區總經面臨逆風。6 月 27 日股價盤後暴跌 12%。在市場競爭激化之背景下，重磅新品推出 (被視為公司挽回市佔率流失之救命仙丹) 卻遲至 2025 年春天，我們認為將壓抑 2H24 股價表現。

評論及分析

鞋類銷售下滑為一警訊。 Nike 4Q FY24 營收年減 2%、但季增 1% 至 126 億美元，落後公司財測之微幅年增，係因數位銷售挑戰及鞋類需求動能消退。鞋類銷售年減 4%，挺不尋常，反轉自疫後四年之成長趨勢，其中，成熟市場包括北美 (佔總營收 28%)、歐非中東 (16%) 分別年減 6% 與 5%，部分被大中華區 2% 成長所抵消 (圖 5)。服飾營收自 3Q FY24 年減 3% 改善為年增 3%，且所有市場均略有成長 (圖 6)。受直接面對消費者 (DTC) 營運承壓及匯率不利影響，毛利率年增 1.1、但季減 0.1 個百分點至 44.7%，亦低於公司財測之年增 1.6-1.8 個百分點。儘管營業費用控制較佳與業外挹注帶動 4Q FY24 獲利達 15 億美元，折合每股盈餘 0.99 美元，年增 46%、季增 28%，較市場預期高出 17%，但市場仍深深擔憂非籃球類產品，尤其生活休閒系列市佔率擴張之故事能否持續。

展望不如預期；產品推出時程過久。 Nike 預估 FY25 營收將年減中個位數，低於市場共識之 1% 成長，反映經典鞋供應縮減、數位銷售壓力、批發通路訂單尚未明顯復甦與中國市場之弱勢。面臨新崛起品牌包括 Hoka (美)、On (瑞士) 的競爭，管理層表示 Nike 跑鞋業務在 4Q FY24 受積極管理 Pegasus 產品組合轉型影響，但近期新推出 Vomero、Invincible、Infinity、Structure 系列表現皆季增高雙位數。短期而言，1Q FY25 營收展望之年減 10% 令人失望；加上重磅新品發表 (可望助公司掙脫目前進退維谷的窘境) 姍姍來遲至 2025 年春天，我們認為投資人對股價的耐心正在減少。

產品組合調整持續。 Nike 4Q FY24 庫存天數改善至 98 天，年減 9%、季減 4%，低於 8 年平均值之 100 天，符合預期。由於疫後對價格敏感的消費者喜好轉變較快，我們認為，全球銷售通路密布的 Nike 需要更多時間重新定位品牌，以均衡的產品組合重拾競爭優勢。今年底銷售旺季與 2025 年春季新品上市前能否重拾消費者青睞將為觀察重點。

投資建議

我們調降 Nike 至「持有」評等，目標價下修至 86 美元，基於 FY25 每股盈餘預估之 30 倍。

投資風險

上檔風險為消費較預期強勁與品牌重拾人氣。

圖 1：Nike 4Q FY24 財報、1Q FY25 公司財測暨市場共識比較

百萬美元	4Q FY24						1Q FY25F			
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	公司財測	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)
營收	12,606	1.4	(1.7)	微幅年增	12,872	(2.1)	年減10%	12,588	(0.1)	(2.7)
毛利	5,634	1.3	0.7		5,830	(3.4)		5,675	0.7	(0.8)
營業利益	1,546	15.7	26.6		1,540	0.4		1,526	(1.3)	(4.9)
稅前獲利	1,726	22.9	38.5		1,601	7.8		1,560	(9.6)	(5.3)
稅後淨利	1,500	28.0	45.5		1,285	16.7		1,321	(11.9)	(8.9)
每股盈餘(元)	0.99	28.0	45.5		0.85	16.7		0.86	(11.9)	(8.9)
毛利率 (%)	44.7	(0.1)ppts	1.1 ppts	+1.6-1.8ppts	45.3	(0.6)ppts	+0.1-0.3ppts	45.1	0.4 ppts	0.9 ppts
營利率 (%)	12.3	1.5 ppts	2.7 ppts		12.0	0.3 ppts		12.1	(0.1)ppts	(0.3)ppts
淨利率 (%)	11.9	2.5 ppts	3.9 ppts		10.0	1.9 ppts		10.5	(1.4)ppts	(0.7)ppts

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Nike 財年止於5月

圖 2：Nike FY24 財報、FY25 公司財測暨市場共識比較

百萬美元	FY24					FY25F		
	實際數	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	公司財測 (新)	市場共識	YoY (%)
營收	51,362	0.3	年增1%	51,653	(0.6)	年減中個位數	52,270	1.8
毛利	22,887	2.7		23,127	(1.0)		23,781	3.9
營業利益	6,311	6.7		6,518	(3.2)		6,935	9.9
稅前獲利	6,700	8.0		6,786	(1.3)		7,116	6.2
稅後淨利	5,700	12.4		5,595	1.9		5,872	3.0
每股盈餘(元)	3.76	16.9		3.71	1.9		3.89	3.0
毛利率 (%)	44.6	2.4 ppts	+1.2ppts	44.8	(0.2)ppts	+0.1-0.3ppts	45.5	0.9 ppts
營利率 (%)	12.3	6.4 ppts		12.6	(0.3)ppts		13.3	1.0 ppts
淨利率 (%)	11.1	12.1 ppts		10.8	0.3 ppts		11.2	0.1 ppts

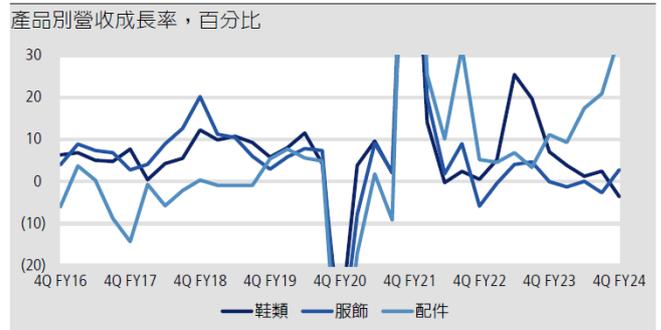
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Nike 財年止於5月

圖 3：庫存天數位處健康水準



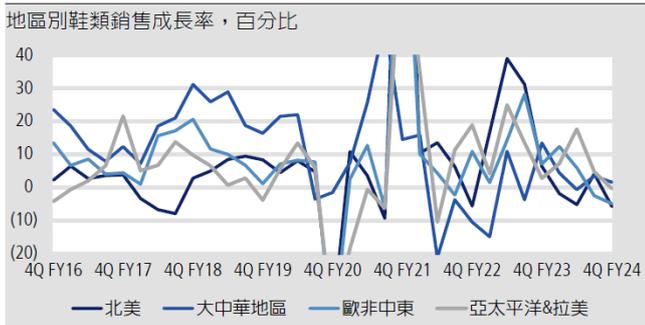
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Nike 財年止於5月

圖 4：鞋類及服飾營收成長疲軟



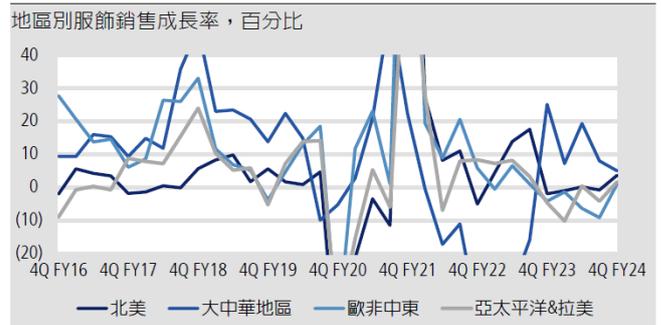
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Nike 財年止於5月

圖 5：所有市場鞋類需求轉弱



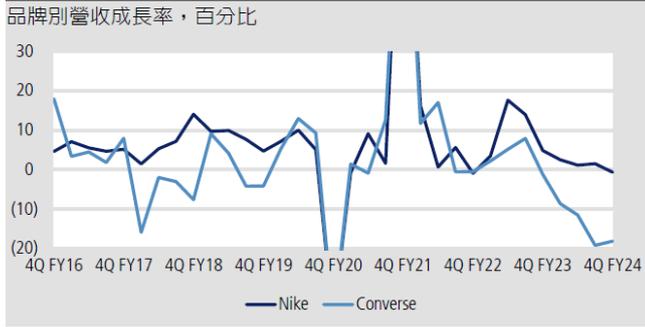
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Nike 財年止於5月

圖 6：服飾銷售年增低個位數



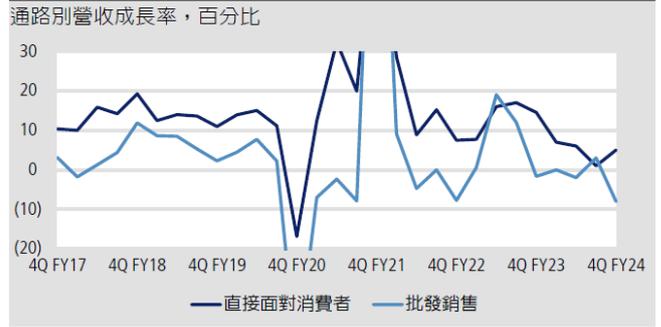
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Nike 財年止於5月

圖 7：Nike 營收轉弱：Converse 銷售尚未復甦



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Nike 財年止於5月

圖 8：直接面對消費者銷售不振，對比批發銷售有所回溫



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Nike 財年止於5月

圖 9：同業評價比較表

公司	代號	市值 (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(%)			股價表現(%)			
				2023	2024F	2025F	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	3M	6M	12M	YTD
耐吉	NKE US	142,167	94.19	3.21	3.76	2.86	25.1	32.9	29.6	27.2	17.8	11.5	12.3	10.7	0.2	(13.4)	(16.7)	(13.2)
阿迪達斯	ADS GR	43,754	224.70	(0.42)	3.10	6.97	N.M.	32.2	(1.6)	11.6	21.1	4.9	4.5	7.4	8.7	22.3	30.2	22.0
彪馬	PUM GR	6,995	42.87	2.03	2.38	3.03	18.0	14.2	12.1	14.1	16.2	28.9	7.5	8.2	2.5	(14.8)	(20.0)	(15.1)
安德瑪	UAA US	2,946	6.85	0.53	0.52	0.20	13.1	33.6	11.3	4.1	7.1	20.2	2.8	4.1	(7.2)	(23.5)	(3.9)	(22.1)
露露檸檬	LULU US	38,538	308.30	12.23	13.94	N.A.	22.1	N.M.	42.0	34.5	N.A.	22.2	23.4	N.A.	(21.1)	(39.5)	(18.1)	(39.7)
蓋璞	GPS US	9,013	24.03	1.36	1.82	1.89	13.2	12.7	20.8	23.1	19.3	3.8	6.1	6.3	(12.8)	13.9	181.4	14.9
VF公司	VFC US	5,369	13.80	-2.49	1.07	0.80	12.8	17.3	(42.4)	16.1	20.9	(1.8)	5.4	6.5	(10.0)	(27.6)	(26.6)	(26.6)
思凱捷	SKX US	10,652	69.84	3.53	4.13	4.82	16.9	14.5	14.4	14.0	14.5	35.2	10.4	11.1	14.0	11.6	38.4	12.0
Mizuno Corp	8022 JP	1,389	7,920.00	559.71	482.82	578.51	16.4	13.7	10.8	10.1	10.5	28.7	7.6	8.0	25.7	102.3	108.7	101.5
亞瑟士公司	7936 JP	12,329	2,461.00	48.13	60.87	69.06	40.4	35.6	18.8	25.0	24.9	35.1	11.8	12.5	37.5	118.2	128.5	122.8
迅銷	9983 JP	85,139	40,560.00	966.09	1078.27	1150.64	37.6	35.3	17.5	17.1	16.7	51.2	15.0	15.1	(13.2)	14.2	11.6	15.9
李寧	2331 HK	5,586	16.90	1.23	1.33	1.52	12.7	11.1	13.1	13.2	13.9	24.9	13.3	14.3	(17.9)	(18.3)	(61.3)	(18.3)
安踏體育	2020 HK	27,168	75.00	3.69	4.56	5.00	16.5	15.0	23.8	22.5	22.2	45.8	24.1	24.2	(9.9)	(1.6)	(10.1)	(1.0)
特步國際	1368 HK	1,625	4.81	0.41	0.46	0.53	10.5	9.1	12.0	12.5	13.4	22.9	11.1	11.8	(0.8)	7.1	(41.1)	9.1
國際品牌同業平均							19.7	21.3	13.0	17.5	16.8	23.8	11.1	10.8	(0.3)	10.8	21.5	11.6
申洲國際	2313 HK	14,696	76.45	3.03	3.71	4.37	20.6	17.5	14.3	16.1	17.4	30.3	20.9	22.0	3.2	(6.0)	(0.7)	(4.9)
豐泰	9910 TT	4,788	155.00	5.04	6.03	6.77	25.7	22.9	20.7	25.9	29.4	7.7	8.8	9.7	(1.9)	(11.2)	(13.0)	(11.4)
儒鴻	1476 TT	4,541	529.00	18.87	21.64	23.56	24.4	22.5	20.4	22.4	22.9	21.3	20.1	20.5	(3.3)	(5.4)	3.9	(5.9)
聚陽實業	1477 TT	3,185	421.00	16.37	17.68	20.75	23.8	20.3	25.5	26.9	30.8	14.9	15.2	15.8	15.2	20.1	45.4	18.8
寶成	9904 TT	3,227	35.00	3.61	4.77	4.89	7.3	7.2	9.1	12.9	8.5	15.8	5.2	5.4	(3.4)	12.5	9.4	13.3
台灣百和	9938 TT	596	63.90	1.95	4.74	5.24	13.5	12.2	5.0	10.0	10.2	29.5	16.5	16.6	11.3	10.0	18.8	10.9
廣越	4438 TT	367	113.50	7.10	15.43	N.A.	7.4	N.M.	9.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	2.7	0.4	(8.5)	0.9
經緯-KY	9802 TT	735	123.00	7.87	9.48	12.49	13.0	9.9	12.0	15.4	17.4	49.0	11.7	13.4	0.4	(9.6)	(11.5)	(7.9)
供應鏈同業平均							17.0	16.1	13.9	18.5	19.5	24.1	14.0	14.8	3.3	3.4	7.6	3.7

資料來源：Bloomberg；凱基

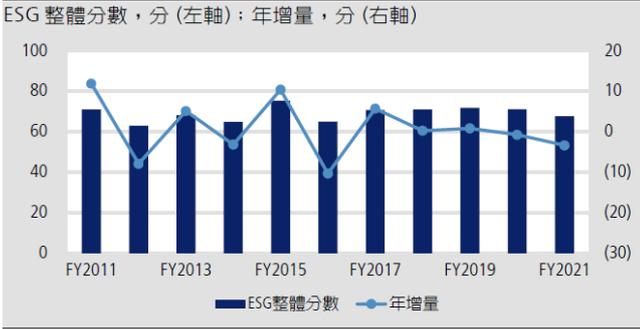
圖 10：台股供應鏈

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					
Nike					
台灣供應鏈					
豐泰	9910 TT	增加持股	160.0	80-90	鞋類
儒鴻	1476 TT	持有	565.0	10-15	服飾
廣越	4438 TT	增加持股	205.0	10-15	服飾
香港供應鏈					
申洲國際	2313 HK	增加持股	98.1	20-25	服飾
Lululemon					
台灣供應鏈					
儒鴻	1476 TT	持有	565.0	5-10	服飾
廣越	4438 TT	增加持股	205.0	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	424.0	20-25	服飾
儒鴻	1476 TT	持有	565.0	5-10	服飾

資料來源：公司資料；凱基

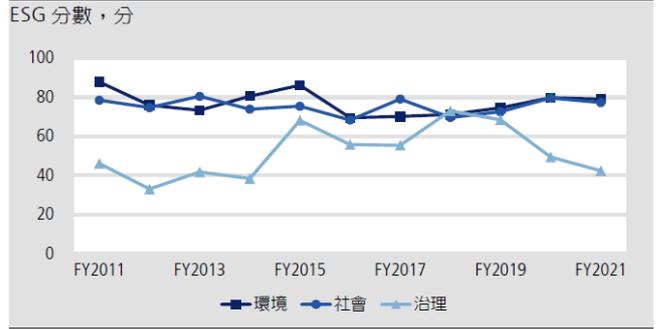
Nike (NKE US)

圖 11 : Nike - ESG 整體分數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 12 : Nike - ESG 各項分數



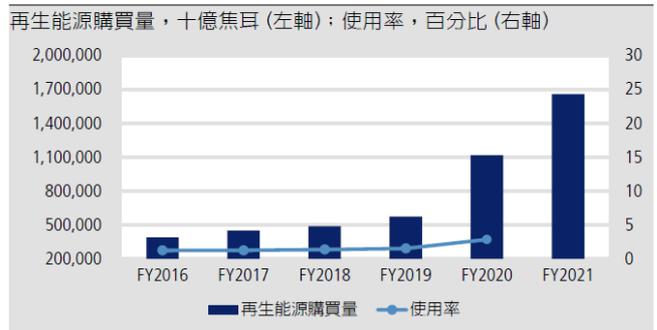
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 13 : Nike - 能源消耗



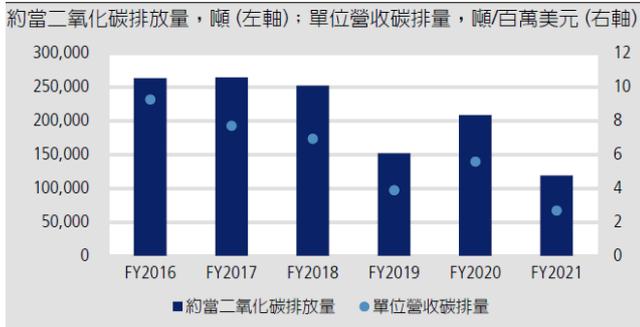
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 14 : Nike - 再生能源



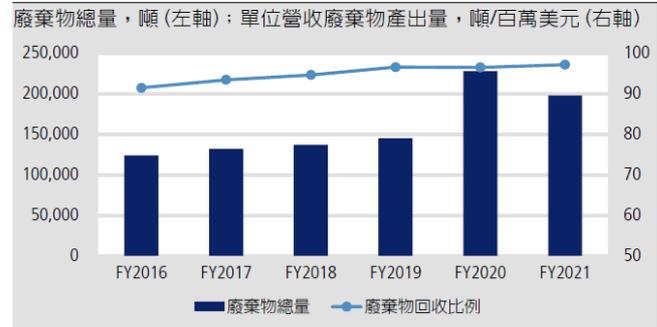
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 15 : Nike - 碳排放量



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 16 : Nike - 廢棄物總量



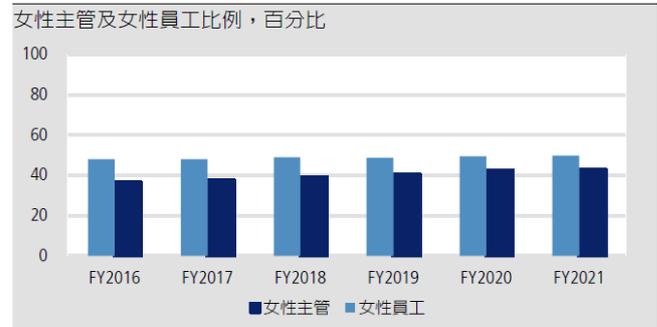
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 17 : Nike - 耗水量



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 18 : Nike - 性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

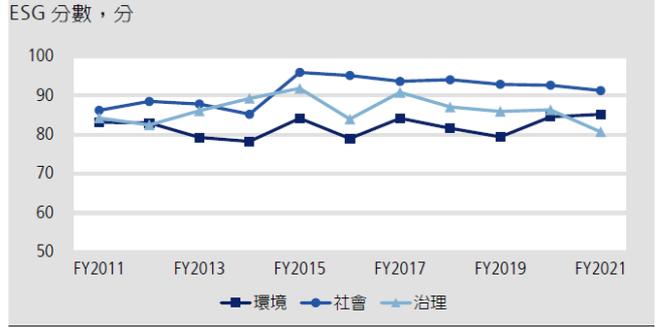
Gap (GPS US)

圖 19 : Gap - ESG 整體分數



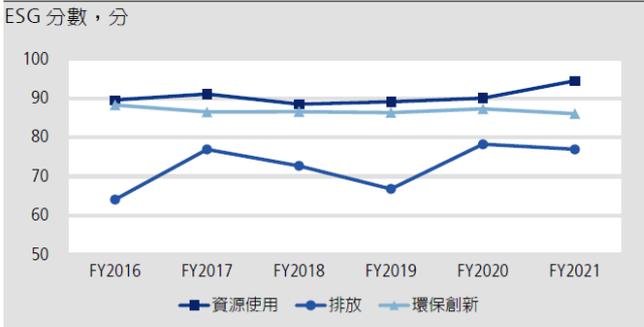
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 20 : Gap - ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 21 : Gap - 環境各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 22 : Gap - 碳排量



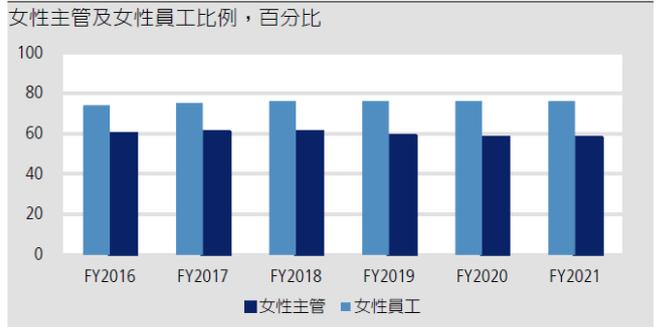
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 23 : Gap - 能源消耗



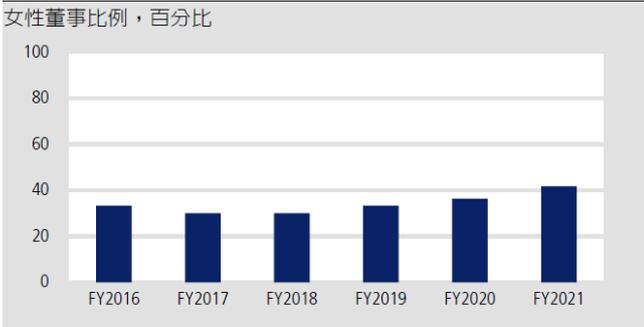
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 24 : Gap - 性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 25 : Gap - 董事性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 26 : 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	<p>直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>再生能源購買總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>再生能源占總能源消耗量之比例</p>
約當二氧化碳排放量	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>廢棄物總量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>公司呈報的廢棄物回收率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>耗水量(立方公尺)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>環保支出總金額</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>員工流動率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>女性主管百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>女性員工百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>所有員工教育訓練總時數</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>平均每年每位員工總教育訓練時數</p>

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

部份凱基證券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，并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。