

# Nike (NKE.US/NKE US)

## 運動品牌巨頭復甦曙光未現

### 持有·維持

收盤價 March 20 (US\$)	71.86
3 個月目標價 (US\$)	70.75
12 個月目標價 (US\$)	67.40
前次目標價 (US\$)	89.0
調降 (%)	-24.3
上漲空間 (%)	-6.2

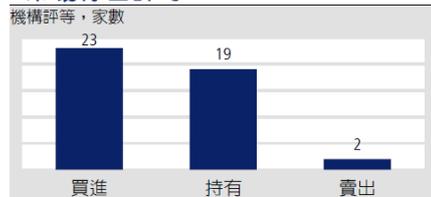
### 焦點內容

- Nike (美) 3Q FY25 (財年止於 5 月) 財報顯示所有產品需求不振。
- 4Q FY25 及 1H FY26 營收展望落後市場預期。
- 市場獲利預估將進一步下修。

### 交易資料表

市值: (US\$bn)	106.3		
流通在外股數 (百萬股):	1,181		
機構持有比例 (%):	86.3		
3M 平均成交量 (百萬股):	13.4		
52 週股價 (低\高) (US\$):	68.6-101.9		
<b>股價表現</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
絕對表現 (%)	(6.6)	(16.9)	(28.7)
相對表現 (%)	(2.1)	(16.2)	(36.8)

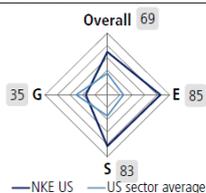
### 市場綜合評等



<b>12M 機構目標價</b>	<b>最低</b>	<b>平均</b>	<b>最高</b>
目標價 (美元)	49	87	120
潛在報酬 (%)	(31.8)	20.5	67.0

資料來源: Bloomberg

### ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

### 重要訊息

Nike 公告 3Q FY25 (財年止於 5 月; 12-2 月) 獲利年減 32%。管理層預計下一季銷售將惡化至 15% 衰退、毛利率減幅擴大, 隱含獲利將年減超過八成。盤後股價下跌 5%。

### 評論及分析

**費用縮減支撐獲利。** 3Q FY25 營收 113 億元, 年減 9%、季減 8%, 符合公司財測及市場預期; 其中, 除北美 (佔總營收 43%) 銷售衰退收斂至 4% 外, 歐非中東 (25%)、大中華區 (15%)、亞太及拉美 (13%) 分別年減 10%、17%、11%, 較前一季之 7%、8%、3% 衰退惡化, 反映各地所有產品衰退幅度皆擴大。毛利率 41.5%, 年減 3.3、季減 2.1 個百分點, 符合預期。然而, 員工薪資大幅降低, 支撐營利率及獲利降幅小於預期。營利率 7.0%, 年減 3.8、季減 4.2 個百分點; 稅後淨利年減 32%、季減 32% 至 7.9 億元, 折合每股盈餘 0.54 元, 對比市場共識為 0.32 元。

**財測落後預期。** 隨管理層釋出財測展望, 盤後股價從平盤至微漲轉跌 5%。公司預計, 4Q FY25 將為組織調整影響最大季度, 其中: (1) 4Q FY25 營收將進一步年減約 15%, 為新冠疫情以來最差, 低於市場共識之 12% 衰退; (2) 4Q FY25 毛利率將年減 4-5 個百分點; 及 (3) 4Q FY25 營業費用將年增低中個位數。以上財測隱含 4Q FY25 獲利將衰退超過八成。展望 FY26, 公司看到客戶訂單取消數量有增加趨勢, 提供初步指引偏悲觀, 包括: (1) 經典鞋類經銷佔比持續下滑; (2) 付費媒體投資縮減將造成線上客流量減少雙位數; 及 (3) 對批發合作夥伴, 公司正減少供應、提供更高的折扣, 預計這些措施將持續至 1H FY26。以上皆顯示, Nike 營運調整將至少延續至今年底。

### 投資建議

管理層對 4Q FY25 展望及 1H FY26 之初步指引將引發市場獲利預估進一步下修。我們維持「持有」評等, 目標價下調至 67.4 元, 基於 FY26 每股盈餘預估的 30 倍, 相對歷史本益比區間為 18-55 倍。

### 投資風險

上檔風險為消費較預期強勁與品牌重拾人氣。

### 主要財務數據及估值

	May-22A	May-23A	May-24A	May-25F	May-26F
營業收入 (US\$百萬)	46,710	51,217	51,362	45,979	44,737
營業毛利 (US\$百萬)	21,479	22,292	22,887	19,703	19,461
營業利益 (US\$百萬)	6,675	5,915	6,311	3,564	3,730
EBITDA (US\$百萬)	7,392	6,618	7,107	4,416	4,661
稅後淨利 (US\$百萬)	6,046	5,070	5,700	3,245	3,321
每股盈餘 (US\$)	3.83	3.21	3.76	2.14	2.19
營業收入成長率 (%)	4.9	9.6	0.3	(10.5)	(2.7)
每股盈餘成長率 (%)	5.2	(16.1)	16.9	(43.1)	2.3
毛利率 (%)	46.0	43.5	44.6	42.9	43.5
營業利益率 (%)	14.3	11.5	12.3	7.8	8.3
EBITDA margin (%)	15.8	12.9	13.8	9.6	10.4
淨負債比率 (%)	23.3	33.6	7.6	8.6	7.3
股東權益報酬率 (%)	43.1	34.6	40.1	20.7	18.2

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

註: 財年止於 5 月

圖 1：Nike 3Q FY25 財報、FY25 公司財測暨市場共識比較

百萬美元	3Q FY25						4Q FY25F				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 (%)	市場共識	YoY (%)
營收	11,269	(8.8)	(9.3)	年減雙位數	11,063	1.9	年減中雙位數	11,154	(1.0)	(11.5)	46,166	(10.1)
毛利	4,675	(13.2)	(15.9)		4,633	0.9		4,611	(1.4)	(18.2)	19,894	(13.1)
營業利益	788	(43.1)	(41.0)	OPEX: 微幅年減	487	61.8	OPEX: 年增低中個位數	531	(32.6)	(65.7)	3,682	(41.7)
稅前獲利	844	(40.4)	(39.9)		498	69.4		512	(39.3)	(70.3)	3,764	(43.8)
稅後淨利	794	(31.7)	(32.3)		476	66.8		453	(43.0)	(69.8)	3,163	(44.5)
每股盈餘 (元)	0.54	(31.7)	(32.3)		0.32	66.8		0.31	(43.0)	(69.8)	2.14	(44.5)
毛利率 (%)	41.5	(2.1)ppts	(3.3)ppts	41.3-41.8	41.9	(0.4)ppts	39.7-40.7	41.3	(0.1)ppts	(3.4)ppts	43.1	(1.5)ppts
營利率 (%)	7.0	(4.2)ppts	(3.8)ppts		4.4	2.6 ppts		4.8	(2.2)ppts	(7.5)ppts	8.0	(4.3)ppts
淨利率 (%)	7.0	(2.4)ppts	(2.4)ppts		4.3	2.7 ppts		4.1	(3.0)ppts	(7.8)ppts	6.9	(4.2)ppts

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基  
註：Nike 財年止於5月

圖 2：庫存天數連續第三季呈正成長



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 3：所有地區銷售疲軟



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 4：所有產品需求惡化



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基  
註：Nike 財年止於5月

圖 5：批發業務改善成效尚未顯現



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基  
註：Nike 財年止於5月

圖 6: Nike 台股供應鏈

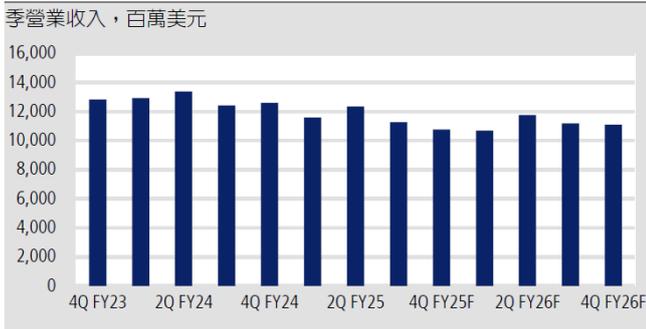
公司	代碼	評等	目標價 (當地貨幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
<b>Nike</b>					
<b>台灣供應鏈</b>					
豐泰	9910 TT	持有	160.0	80-90	鞋類
儒鴻	1476 TT	持有	607.0	10-15	服飾
廣越	4438 TT	增加持股	136.0	10-15	服飾
<b>香港供應鏈</b>					
申洲國際	2313 HK	增加持股	98.1	20-25	服飾
<b>Lululemon</b>					
<b>台灣供應鏈</b>					
儒鴻	1476 TT	持有	607.0	5-10	服飾
廣越	4438 TT	增加持股	136.0	0-5	服飾
<b>香港供應鏈</b>					
申洲國際	2313 HK	增加持股	98.1	0-5	服飾
<b>GAP</b>					
聚陽	1477 TT	增加持股	447.0	20-25	服飾
儒鴻	1476 TT	持有	607.0	5-10	服飾

資料來源：公司資料；凱基

**圖 7: 公司概況**

Nike 成立於 1964 年，為全球最大運動用品製造及品牌商，市佔率約 10-12%。旗下品牌包括 Nike、Air Jordan 及 Converse 等，主要透過直營店面及電商平台直接銷售或代理批發予合作夥伴。鞋類產品貢獻營收大宗，佔比達 65%，其次為服飾的 27% 及其他配件 8%。北美為最大的營收來源市場，FY24 營收佔比達 42%，歐洲、中東及非洲為 26%，大中華區 15%，亞太太平洋及拉美地區 14% 及其他 4%。

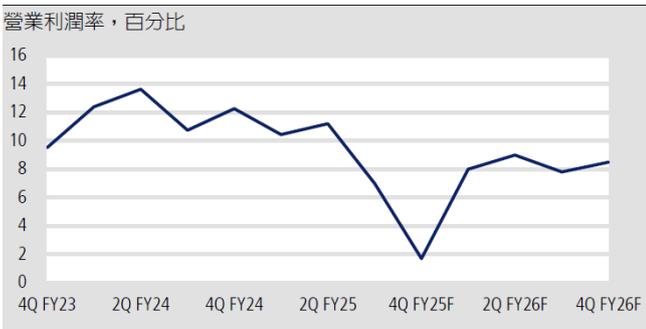
資料來源：公司資料；凱基

**圖 9: 季營收**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 11: 毛利率**

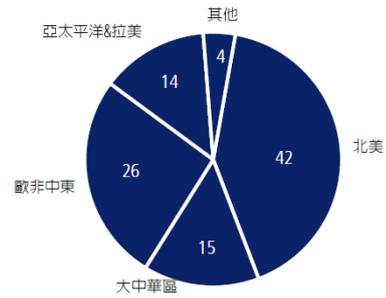

資料來源：公司資料；凱基

**圖 13: 營業利潤率**


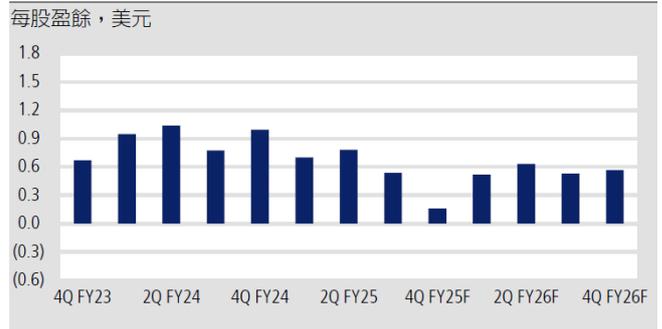
資料來源：公司資料；凱基

**圖 8: 營收來源地區多元**

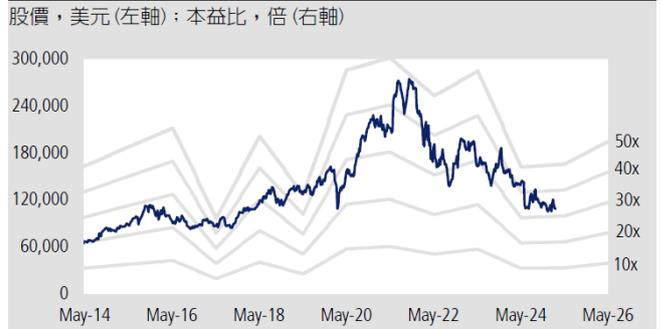
地區別營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 10: 每股盈餘**


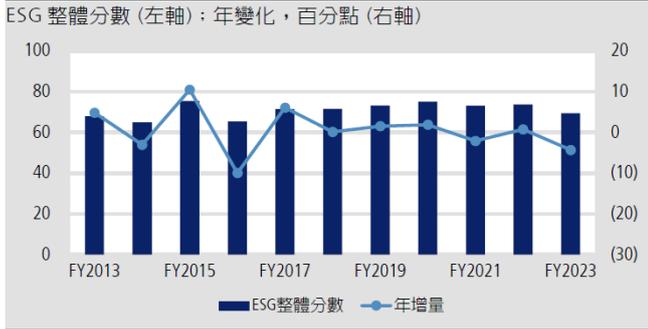
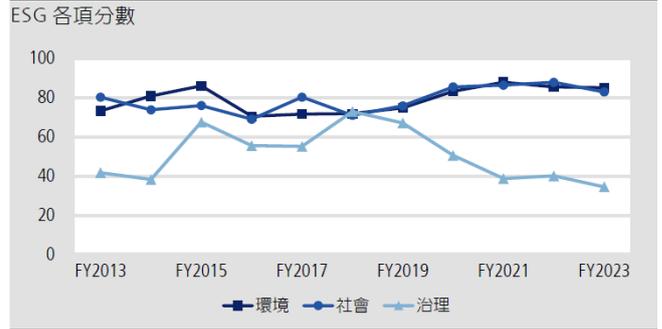
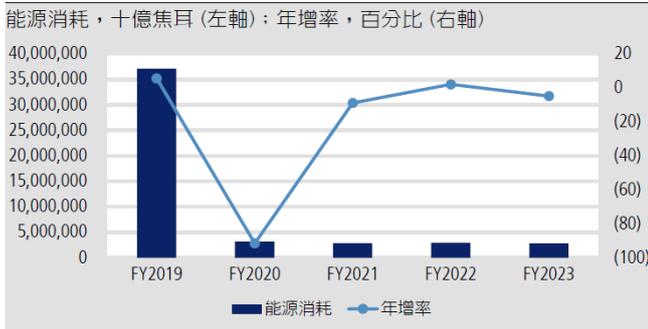
資料來源：公司資料；凱基

**圖 12: 未來 12 個月預估本益比**


資料來源：彭博；凱基

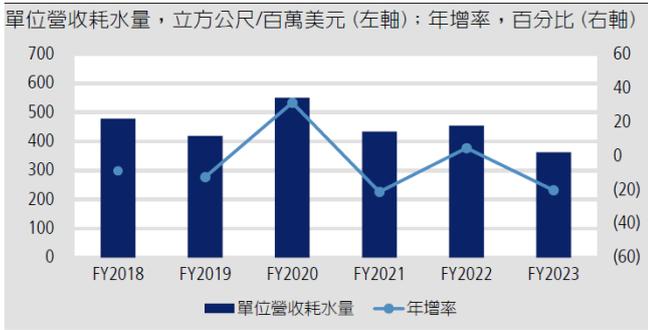
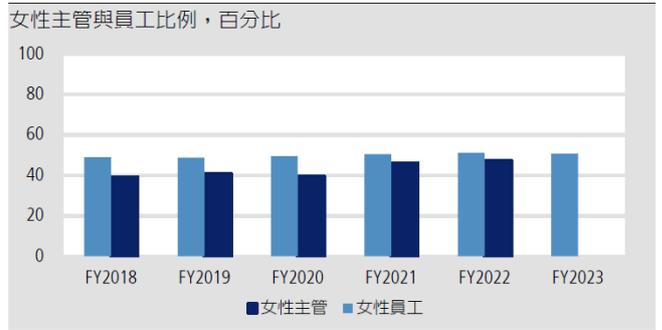
**圖 14: 庫存天數與年增率**


資料來源：公司資料；凱基

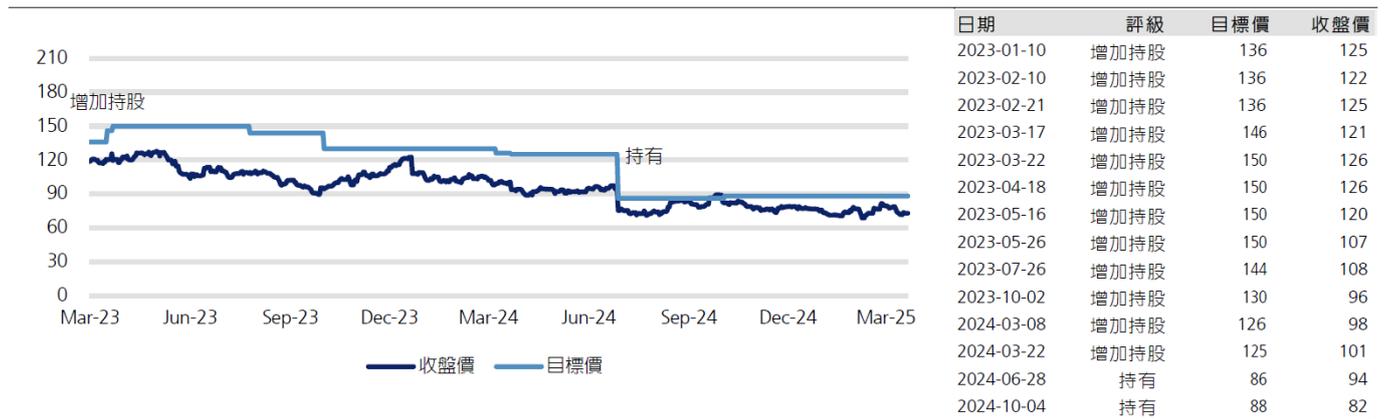
**圖 15：ESG 整體分數**

**圖 16：ESG 各項分數**

**圖 17：能源消耗**

**圖 18：再生能源使用**

**圖 19：碳排放量**

**圖 20：廢棄物總量**

**圖 21：耗水量**

**圖 22：性別多樣性**


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	Primary 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
CO2 約當排放量	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)
CO2 約當排放量營收比	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
總取水量	總取水量(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
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理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，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*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

**Nike – 以往評級及目標價**


資料來源：彭博，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](http://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。