

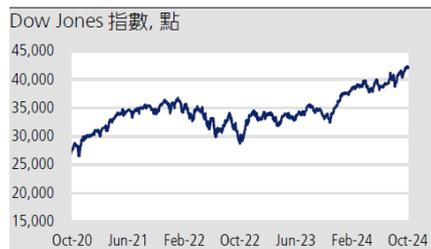
運動休閒產業

Nike 財報再度令市場失望：產品策略調整中

焦點內容

1. Nike (美) 1Q FY25 (6-8 月；財年止於 5 月) 獲利年減 28%；所有市場銷售萎縮。
2. FY25 利潤率展望低於預期；北美和中國銷售不佳造成庫存再度回升。
3. 公司未來幾季將推出涵蓋鞋類和服裝的跑步類完整產品線，但短期仍難以抵銷經典鞋款供應縮減之影響。

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

Nike (NKE US, US\$82.1, 持有) 1Q FY25 (6-8 月；財年止於 5 月) 獲利年減 28%，且 2Q-4Q FY25 財測展望落後市場預期、庫存再度回升。管理層承認過去在跑鞋規劃上有失誤，並提出具體產品策略調整；但現看 2025 年整體春季訂單量較 2024 年持平，略低於原先規劃。

評論及分析

所有市場銷售萎縮。 Nike 1Q FY25 營收年減 10%、季減 8% 至 116 億元，符合公司財測及市場預期。北美 (佔總營收 42%) 及歐非中東 (27%) 銷售惡化至分別年減 11%、13%；大中華地區 (14%)、亞太及拉美 (13%) 銷售亦自前一季成長反轉下滑至年減 4%、7%。然而，受惠於策略性訂價、原物料、倉儲及物流費用降低，毛利率年增 1.2、季增 0.7 個百分點至 45.4%，優於公司財測。加上大幅裁員效益發揮，營利率達 10.4%，年減 2.0、季減 1.8 個百分點，高於市場共識之 7.7%。稅後淨利年減 28%、季減 30% 至 11 億元，或每股盈餘 0.70 元，對比市場共識為 0.52 元。

利潤率展望低於預期；庫存再度回升。 公司撤銷 FY25 財測展望，但對 2Q-4Q FY25 粗略指引造成市場獲利預估進一步下修，包括：(1) 2Q FY25 營收將年減 8-10%，略遜於市場共識的 7% 衰退；及 (2) 2Q FY25 毛利率將年減約 1.5 個百分點，且 2H FY25 將延續年減態勢，對比市場預估分別為年增 0.1、0.5-0.9 個百分點。1Q FY25 庫存週轉天數回升至 112 天，年增 5%、季增 14%，主因北美和中國銷售不如預期造成庫存稍微增加；據此，管理層表示，今年剩餘時間將加大促銷力度。

寄望新品扳回一城。 管理層承認過去在跑鞋規劃上有失誤，計畫未來幾季將推出涵蓋鞋類和服裝的跑步類完整產品線，包括：(1) 在標誌性產品線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) 推出高端鞋款，結合高堆疊 ZoomX 及 Zoom Air 技術；(3) 重新設計高性能跑步服裝系列，包括以女性設計為主的新款；(4) 最新的 Nike Trial 鞋型將具有更好的牽引力和耐用性；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。儘管如此，短期內新品貢獻成長仍難抵銷經典鞋款供應縮減所帶來之負面影響。公司現看 2025 年春季訂單量較 2024 年持平，略低於原先規劃，市佔率擴大尚需時間。

投資建議

我們維持 Nike「持有」評等，目標價調整為 88 美元，基於 FY25 每股盈餘預估之 30 倍不變。

投資風險

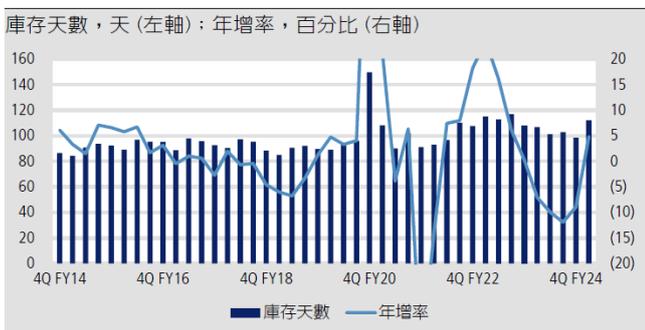
上檔風險為消費較預期強勁與品牌重拾人氣。

圖 1：Nike 1Q FY25 財報、2Q FY25-FY25 公司財測暨市場共識比較

百萬美元	1Q FY25						2Q 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	11,589	(8.1)	(10.4)	年減10%	11,652	(0.5)	年減8-10%	12,491	7.8	(6.7)	48,791	(5.0)
毛利	5,257	(6.7)	(8.1)		5,178	1.5		5,580	6.1	(6.6)	21,866	(4.5)
營業利益	1,209	(21.8)	(24.6)		894	35.2	OPEX: 年持平	1,424	17.8	(22.0)	5,301	(16.0)
稅前獲利	1,307	(24.3)	(20.7)		958	36.4		1,485	13.6	(22.7)	5,560	(17.0)
稅後淨利	1,051	(29.9)	(27.5)		785	33.9		1,223	16.4	(22.5)	4,567	(19.9)
每股盈餘 (元)	0.70	(29.9)	(27.5)		0.52	33.9		0.80	16.4	(22.5)	3.03	(19.9)
毛利率 (%)	45.4	0.7 ppts	1.2 ppts	+0.1-0.3ppts	44.4	0.9 ppts	-43.1	44.7	(0.7)ppts	0.1 ppts	44.8	0.3 ppts
營業利率 (%)	10.4	(1.8)ppts	(2.0)ppts		7.7	2.8 ppts		11.4	1.0 ppts	(2.2)ppts	10.9	(1.4)ppts
淨利率 (%)	9.1	(2.8)ppts	(2.1)ppts		6.7	2.3 ppts		9.8	0.7 ppts	(2.0)ppts	9.4	(1.7)ppts

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

圖 2：庫存天數再度攀升



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

圖 3：各通路表現不佳



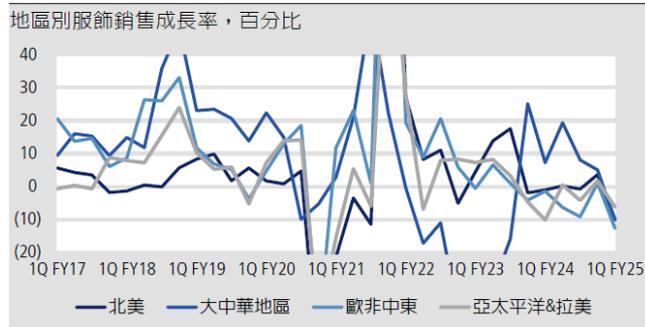
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Nike 財年止於 5 月

圖 4：所有市場鞋類需求轉差



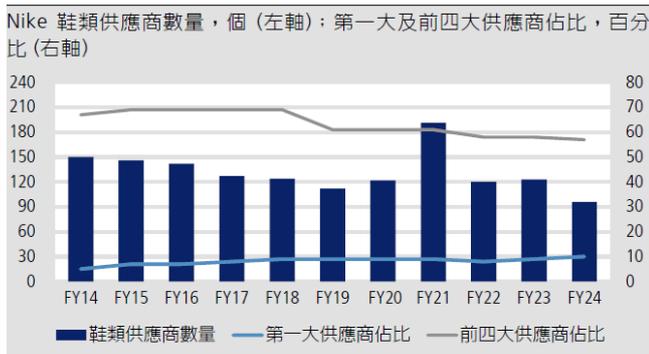
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Nike 財年止於 5 月

圖 5：所有市場服飾銷售疲軟



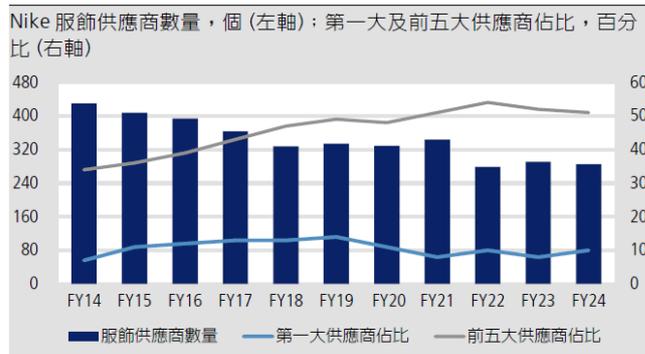
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Nike 財年止於 5 月

圖 6：Nike FY24 大幅縮減鞋類供應商數量



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

圖 7：Nike 服飾供應商數量保持約略持平



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

圖 8：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(%)			營業利率率(%)			股價表現(%)			
				2023	2024F	2025F	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	3M	6M	12M	YTD
耐吉	NKE US	123,097	82.10	3.21	3.76	2.86	21.9	28.7	29.6	27.2	17.8	11.5	12.3	10.7	9.1	(9.1)	(13.7)	(24.4)
阿迪達斯	ADS GR	45,857	235.50	(0.42)	3.52	7.36	N.M.	32.0	(1.6)	12.3	21.8	2.3	5.0	7.8	7.4	18.0	44.7	27.9
彪馬	PUM GR	5,998	36.76	2.03	2.11	2.76	17.4	13.3	12.1	13.0	15.2	13.5	7.3	8.0	(14.5)	(11.1)	(38.5)	(27.2)
安德瑪	UAA US	3,634	8.60	0.53	0.52	0.23	16.5	37.2	11.3	4.0	7.7	4.5	3.0	4.2	34.4	23.2	31.5	(2.2)
露露檸檬	LULU US	32,236	262.56	12.23	13.94	N.A.	18.8	N.M.	42.0	34.5	N.A.	22.2	23.4	N.A.	(12.6)	(29.8)	(28.7)	(48.6)
蓋璞	GAP US	7,880	20.94	1.36	1.82	1.89	11.5	11.1	20.8	23.1	19.3	3.8	6.1	6.3	(12.3)	(19.1)	104.5	0.1
VF公司	VFC US	7,601	19.53	-2.49	1.07	0.55	18.2	35.3	(42.4)	11.0	16.8	(0.3)	4.7	6.0	50.2	40.4	19.1	3.9
思凱捷	SKX US	9,943	65.13	3.53	4.18	4.96	15.6	13.1	14.4	14.2	15.1	8.8	10.5	11.1	(3.3)	11.3	34.6	4.5
Mizuno Corp	8022 JP	1,485	8,470.00	559.71	482.82	610.72	17.5	13.9	10.8	10.3	10.3	14.1	8.1	8.3	12.0	32.3	92.5	115.5
亞瑟士公司	7936 JP	14,381	2,870.50	48.13	85.89	97.99	33.4	29.3	18.8	32.0	33.6	8.2	14.4	15.1	19.5	60.5	142.2	159.9
迅銷	9983 JP	102,918	49,030.00	966.09	1171.76	1201.19	41.8	40.8	17.5	18.4	17.3	25.6	15.5	15.6	17.2	8.5	56.3	40.1
李寧	2331 HK	6,233	18.86	1.23	1.22	1.36	15.5	13.9	13.1	12.2	12.7	25.9	12.7	13.4	20.1	(8.8)	(38.7)	(8.8)
安踏體育	2020 HK	35,747	98.80	3.69	4.73	5.01	20.9	19.7	23.8	23.3	22.0	42.0	24.1	24.5	36.7	13.8	18.0	30.4
特步國際	1368 HK	2,063	6.10	0.41	0.47	0.53	13.0	11.5	12.0	12.9	13.6	20.3	12.2	13.0	43.0	39.7	(4.7)	52.1
國際品牌同業平均							20.2	23.1	13.0	17.7	17.2	14.4	11.4	11.1	14.8	12.1	29.9	23.1
申洲國際	2313 HK	13,399	69.70	3.03	3.89	4.45	17.9	15.7	14.3	16.9	17.6	28.1	23.3	23.8	(5.9)	(4.6)	(4.4)	(13.3)
豐泰	9910 TT	4,665	151.00	5.04	6.03	6.77	25.0	22.3	20.7	25.9	29.4	7.7	8.8	9.7	6.3	(5.6)	(19.7)	(13.7)
儒鴻	1476 TT	4,678	545.00	18.87	21.64	23.56	25.2	23.1	20.4	22.4	22.9	21.3	20.1	20.5	4.0	(0.2)	11.9	(3.0)
聚陽實業	1477 TT	2,805	363.50	16.50	18.43	21.84	19.7	16.6	25.6	27.7	31.5	14.9	15.4	16.4	(12.1)	(1.0)	9.4	4.6
寶成	9904 TT	3,388	36.75	3.61	4.52	4.76	8.1	7.7	9.1	8.9	8.5	4.0	5.1	5.3	3.2	4.9	28.7	18.9
台灣百和	9938 TT	714	76.60	1.95	4.89	5.35	15.7	14.3	5.0	10.2	10.3	6.9	17.5	16.2	24.1	35.8	37.8	33.0
廣越	4438 TT	348	107.50	7.10	6.18	8.98	17.4	12.0	9.3	N.A.	N.A.	5.8	4.7	6.1	(6.5)	(4.0)	(4.4)	(4.4)
鈺齊-KY	9802 TT	735	123.00	7.87	8.75	11.39	14.1	10.8	12.0	13.8	16.8	11.6	10.6	12.9	4.2	0.4	3.4	(7.9)
供應鏈同業平均							17.9	15.3	13.9	18.0	19.6	12.5	13.2	13.9	4.9	6.7	13.2	7.8

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9：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	552.0	10-15	服飾
廣越	4438 TT	增加持股	136.0	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	552.0	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	20-25	服飾
儒鴻	1476 TT	持有	552.0	5-10	服飾

資料來源：公司資料；凱基

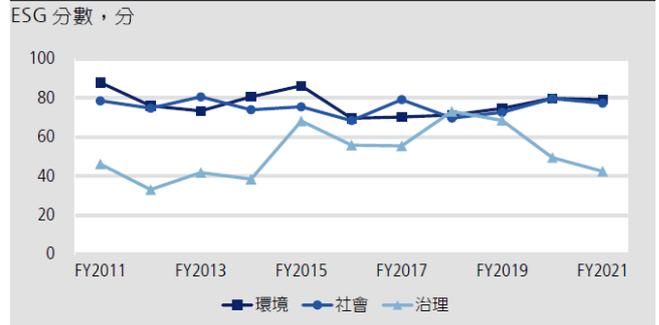
Nike (NKE US)

圖 10 : Nike - ESG 整體分數



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 11 : Nike - ESG 各項分數



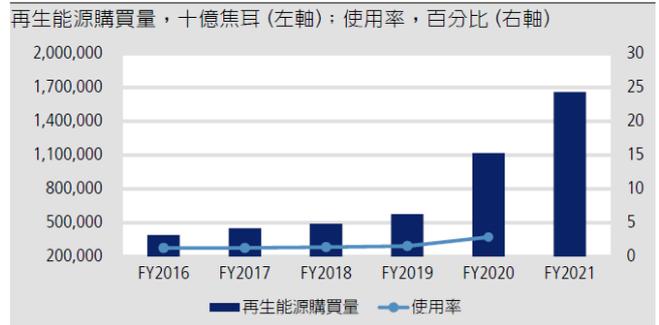
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 12 : Nike - 能源消耗



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 13 : Nike - 再生能源



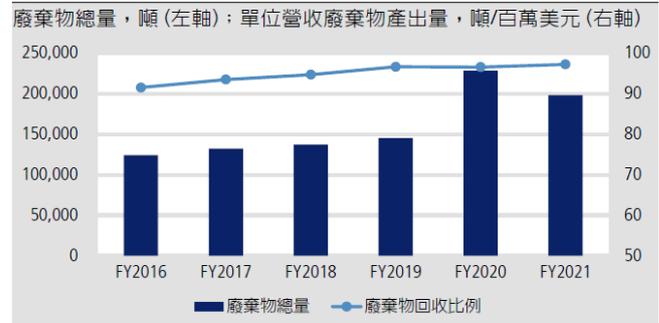
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 14 : Nike - 碳排量



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 15 : Nike - 廢棄物總量



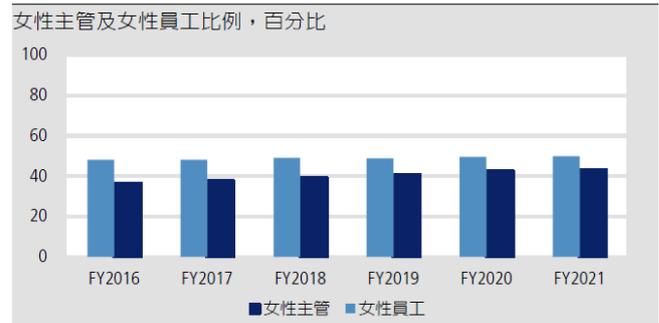
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16 : Nike - 耗水量



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 17 : Nike - 性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

Gap (GPS US)

圖 18 : Gap - ESG 整體分數



圖 19 : Gap - ESG 各項分數

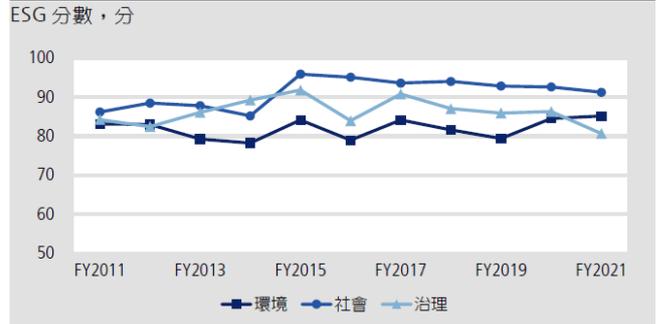


圖 20 : Gap - 環境各項分數

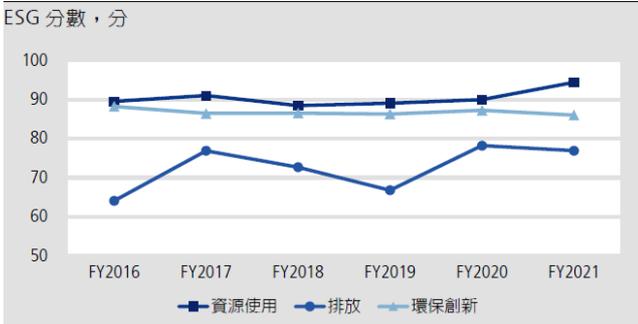


圖 21 : Gap - 碳排量

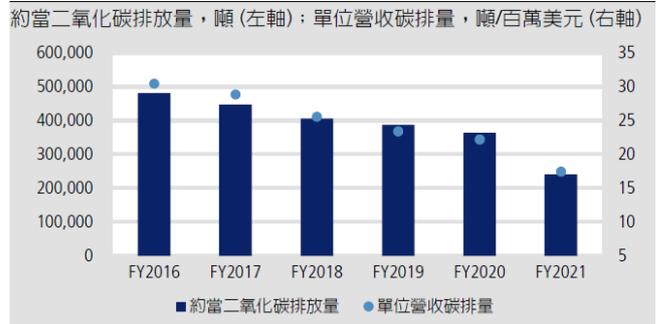


圖 22 : Gap - 能源消耗



圖 23 : Gap - 性別多樣性

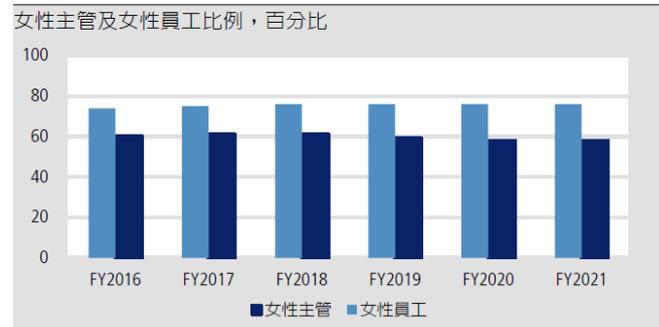


圖 24 : Gap - 董事性別多樣性

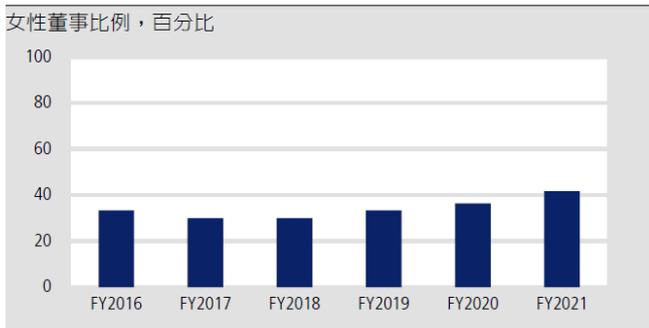


圖 25 : Gap - 獨立董事



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 = 女性員工數/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，並不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面向意下，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有。