

Nike (NKE.US/NKE US)

復甦之路顛簸

持有・維持

收盤價 September 30 (US\$)	69.73
3 個月目標價 (US\$)	69.77
12 個月目標價 (US\$)	69.90
前次目標價 (US\$)	62.1
調升 (%)	12.6
上漲空間 (%)	0.2

焦點內容

1. Nike (美) 1Q FY26 (財年止於 5 月) 財報優於悲觀預期。
2. 2Q FY26 財測隱含獲利衰退將擴大至超過 35%，不利評價回升。
3. 大中華區外春季批發訂單呈正成長。

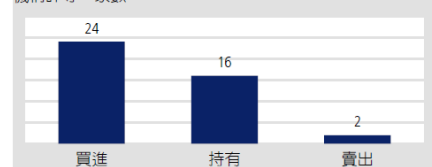
交易資料表

市值: (US\$bn)	103.0
流通在外股數 (百萬股):	1,188
機構持有比例 (%):	88.8
3M 平均成交量 (百萬股):	13.0
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	52.3-89.6

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(5.0)	7.7	(21.8)
相對表現 (%)	(12.9)	(11.1)	(38.9)

市場綜合評等

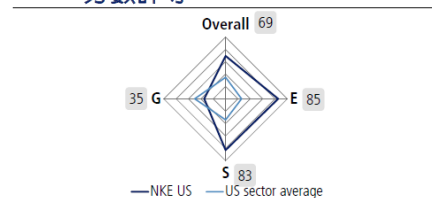
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	38	81	120
潛在報酬 (%)	(45.5)	16.0	72.1

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

Nike 1Q FY26 (財年止於 5 月; 6-8 月) 獲利年減 31%，且 2Q FY26 財測隱含獲利衰退將擴大至超過 35%。

評論及分析

1Q FY26 財報優於悲觀預期。1Q FY26 獲利年減 31%至 7.3 億美元，折合每股盈餘 0.49 美元，高於市場保守預期的 0.28 美元。營收 117 億元，年增 1%、季增 6%，為過去六季以來首度重返正成長，優於公司財測之中個位數衰退，主因北美批發改善和匯率有利抵銷大中華區逆風。受到促銷及關稅影響，毛利率年減 3.2 個百分點至 42.2%；但行銷及管理費用強力管控帶動營利率季增 5.0 個百分點至 7.9%，對比市場共識為 4.5%。

短期財測承壓。1Q FY26 庫存週轉天數年減 8%、但季增 2%至 104 天，已降至正常水平；庫存清理帶來的效益將體現於 2H FY26 利潤率。短期而言，公司預計，2Q FY26 營收將年減低個位數、毛利率減幅 3.00-3.75 個百分點大於市場預期的 2.2 個百分點，及營業費用將年增高個位數，隱含獲利衰退將擴大至超過 35%。由於今年以來管理層傾向釋出極為低估的財測來創造獲利超前預期空間，我們認為 2Q FY26 財報將處低檔、但不致太過低迷。

獲利衰退延續將不利評價回升。公司現看北美、歐非中東、拉美及亞太春季訂單成長將抵銷大中華區不利因素，且大中華區復甦尚需更多時間。管理層強調未來營運改善不會呈線性，意味著營收回升及獲利衰退收斂之路將略呈顛簸。在美國消費者信心指數跌至五個月來低點之背景下，公司無更多利空釋出讓投資人鬆一口氣，帶動盤後股價略有上漲（過去三個月來盤整走低）。我們預期，Nike 獲利衰退雙位數將至少延續至 3Q FY26 (明年 2 月)。

投資建議

Nike 獲利衰退延續至 3Q FY26 將不利評價回升。我們維持「持有」評等，目標價上修為 69.9 元，基於 FY26-27 平均每股盈餘預估的 35 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-24A	May-25F	May-26F	May-27F	May-28F
營業收入 (US\$百萬)	51,362	46,309	46,774	48,700	50,991
營業毛利 (US\$百萬)	22,887	19,790	19,578	20,821	22,056
營業利益 (US\$百萬)	6,311	3,702	3,290	4,055	4,759
EBITDA (US\$百萬)	7,107	4,477	4,089	4,899	5,648
稅後淨利 (US\$百萬)	5,700	3,219	2,630	3,276	3,856
每股盈餘 (US\$)	3.76	2.18	1.78	2.22	2.61
營業收入成長率 (%)	0.3	(9.8)	1.0	4.1	4.7
每股盈餘成長率 (%)	16.9	(42.0)	(18.3)	24.6	17.7
毛利率 (%)	44.6	42.7	41.9	42.8	43.3
營業利益率 (%)	12.3	8.0	7.0	8.3	9.3
EBITDA margin (%)	13.8	9.7	8.7	10.1	11.1
淨負債比率 (%)	7.6	26.9	17.2	2.9	淨現金
股東權益報酬率 (%)	40.1	23.3	18.9	21.2	21.8

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

註: 財年止於 5 月

Nike 10月1日法說會重點摘要

- Nike 1Q FY26 獲利年減 31%至 7.3 億美元，折合每股盈餘 0.49 美元，高於市場保守預期的 0.28 美元（分析師普遍預估本季為歷史上除黑天鵝外之差勁季度）。營收 117 億美元，年增 1%、季增 6%，過去六季以來首度重返正成長，優於公司財測之中個位數衰退，主因北美批發改善和匯率有利抵銷大中華區逆風。受平均銷售單價下滑及關稅影響，毛利率年減 3.2 個百分點至 42.2%；但在行銷及管理費用強力管控之帶動下，營利率 7.9%，年減 2.5、但季增 5.0 個百分點，對比市場共識為 4.5%。
- 市場別營收：北美（佔總營收 43%）、歐非中東（28%）、亞太及拉美（13%）分別年增 4%、6%、2%，主要反映低基期，絕對金額仍遠低於 FY23 以來同期水準。大中華區（13%）年減 9%，連續五季衰退，低於管理層預期，主因市場面臨結構性挑戰、折扣力度更大。
- 產品別營收：鞋類（佔總營收 63%）營收年減 1%，在低基期下表現仍平平；其中，跑步鞋款為少數亮點，經典鞋類經銷業務持續收縮中。服飾（28%）及配件（5%）營收分別年增 9%、4%，改善明顯。
- 通路別營收：直接銷售年減 4%，其中，線上及實體店銷售分別年減 12%、1%。批發業務則反轉過去五季疲弱態勢，為年增 7%。
- 業務進展：(1) 跑步：重新設計 Pegasus 鞋身和結構，強化緩衝、穩定性及回彈性，並每季至少推出一個新款；(2) 足球：計畫推出多個足球街頭服飾系列及三種不同價格帶的足球鞋；及 (3) 與 SKIMS 合作打造外觀獨特的高性能訓練產品。
- 1Q FY26 庫存週轉天數年減 8%、但季增 2%至 104 天，已降至正常水平。庫存清理帶來的效益將體現於 2H FY26 利潤率。
- 最新美國關稅預估將推升成本 15 億美元（對比 90 天前為 10 億美元），毛利率影響約 1.20 個百分點（前次為 0.75 個百分點）；未來成本減緩相關舉措將持續推出。
- 儘管本季財報尚屬正面，但管理層強調未來營運改善將不會呈線性，主因各項業務復甦時間不同，組織調整尚在進行中。短期而言，公司預估 2Q FY26 營收將年減低個位數（其中匯率有利 1 個百分點），毛利率減幅 3.00-3.75 個百分點則大於市場預期的 2.2 個百分點；加上營業費用估計年增高個位數，隱含獲利衰退將擴大至超過 35%。
- 展望 FY26，預計批發銷售將恢復溫和成長，對比直接銷售延續衰退。目前看到北美、歐非中東、拉美及亞太春季訂單成長將抵銷大中華區不利因素；大中華區復甦尚需更多時間。

圖 1：Nike 1Q FY26 財報、2Q FY26 公司財測暨市場共識比較

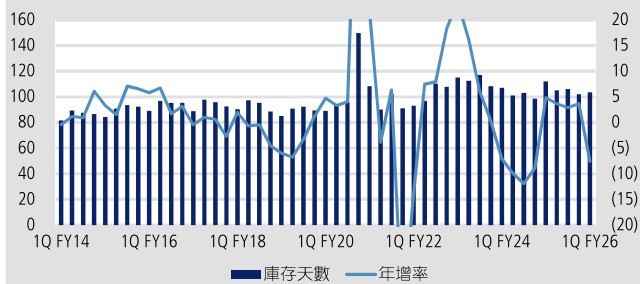
百萬美元	1Q FY26						2Q FY26F				FY26F	
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	公司財測	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	YoY (%)
營收	11,720	5.6	1.1	年減中個位數	11,020	6.4	年減低個位數	11,997	2.4	(2.9)	45,921	(0.8)
毛利	4,943	10.6	(6.0)		4,592	7.6		4,967	0.5	(7.8)	19,244	(2.8)
營業利益	927	188.8	(23.3)	OPEX: 年增低個位數	500	85.4	OPEX: 年增高個位數	918	(1.0)	(33.7)	2,988	(19.3)
稅前獲利	922	189.9	(29.5)		513	79.9		926	0.5	(34.6)	3,033	(21.9)
稅後淨利	727	244.5	(30.8)		418	73.8		749	3.1	(35.6)	2,437	(24.3)
每股盈餘 (元)	0.49	244.5	(30.8)		0.28	73.8		0.51	3.1	(35.6)	1.65	(24.3)
毛利率 (%)	42.2	1.9 ppts	(3.2)ppts	年減3.50-4.25個百分點	41.7	0.5 ppts	年減3.00-3.75個百分點	41.4	(0.8)ppts	(2.2)ppts	41.9	(0.8)ppts
營利率 (%)	7.9	5.0 ppts	(2.5)ppts		4.5	3.4 ppts		7.6	(0.3)ppts	(3.6)ppts	6.5	(1.5)ppts
淨利率 (%)	6.2	4.3 ppts	(2.9)ppts		3.8	2.4 ppts		6.2	0.0 ppts	(3.2)ppts	5.3	(1.6)ppts

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

圖 2：庫存管理持續

庫存天數，天 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)

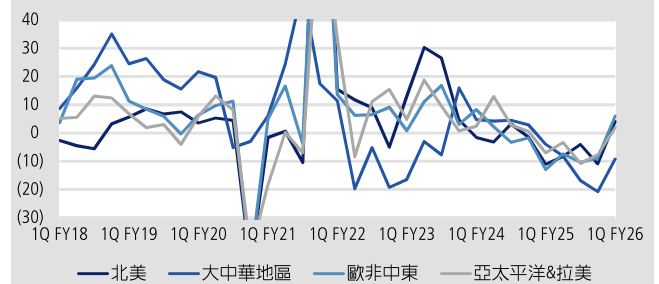


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

圖 3：各地銷售動能改善，低基期為主要因素之一

地區別營收成長率，百分比

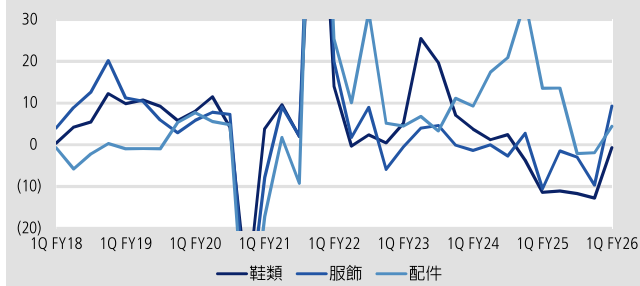


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

圖 4：鞋類需求平平，對比服飾及配件反轉為正成長

產品別營收成長率，百分比

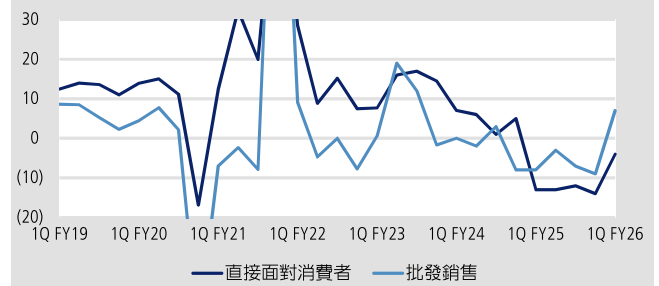


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

圖 5：批發業務將為 FY26 營收止穩回升之主要推手

通路別營收成長率，百分比



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

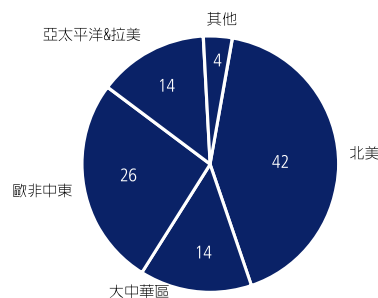
圖 6: 公司概況

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 64%，其次為服飾的 28% 及其他配件 8%。北美為最大的營收來源市場，FY25 營收佔比達 42%，歐洲、中東及非洲為 26%，大中華區 14%，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 7: 營收來源地區多元

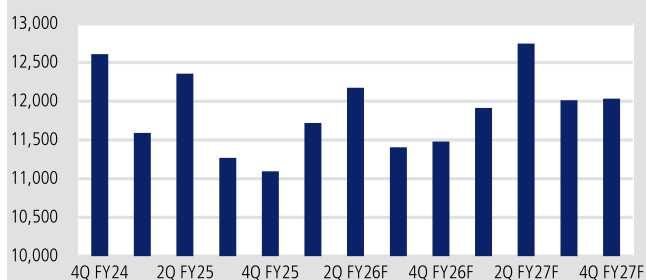
FY25 地區別營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 季營收

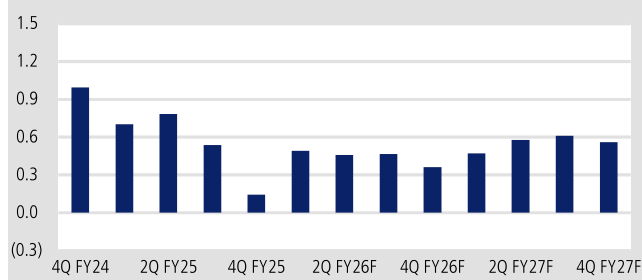
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 每股盈餘

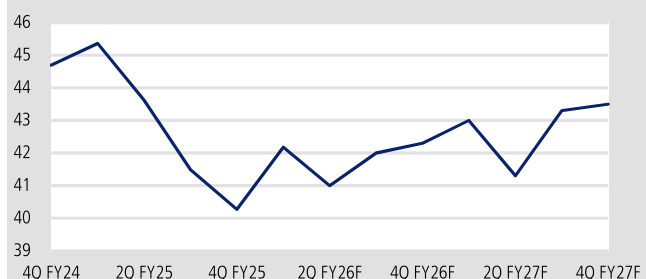
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 毛利率

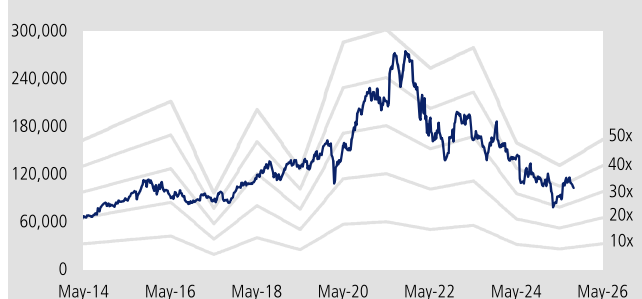
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 未來 12 個月預估本益比

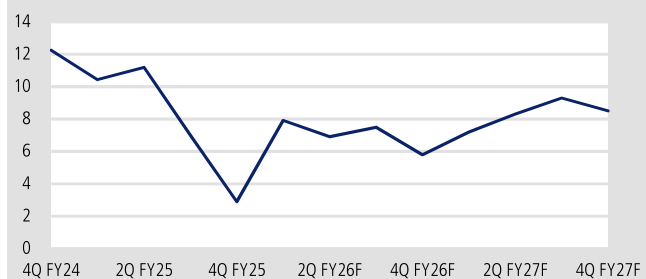
市值，百萬美元 (左軸)；本益比，倍 (右軸)



資料來源：彭博；凱基

圖 12: 營業利潤率

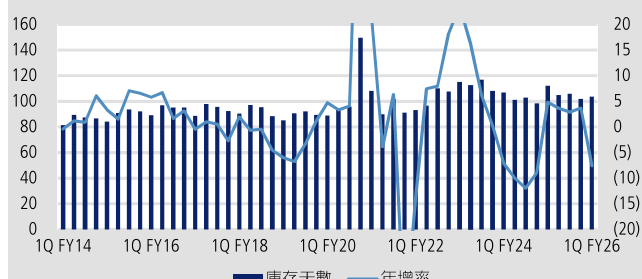
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 庫存天數與年增率

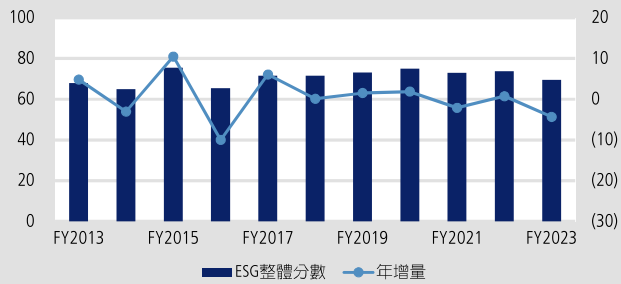
庫存天數 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 14：ESG 整體分數

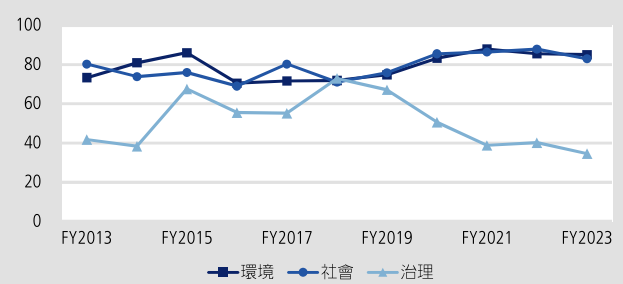
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：ESG 各項分數

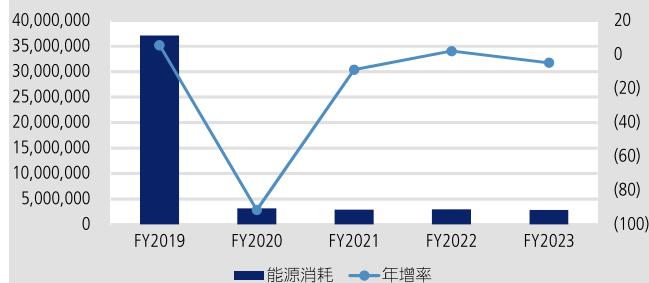
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：能源消耗

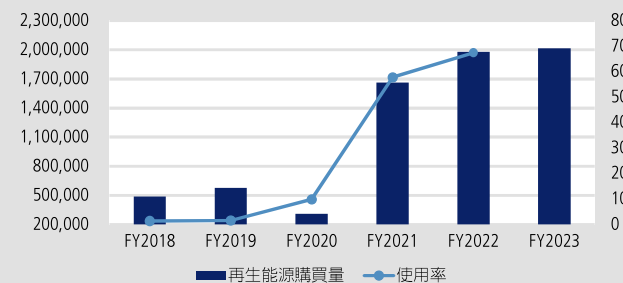
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：再生能源使用

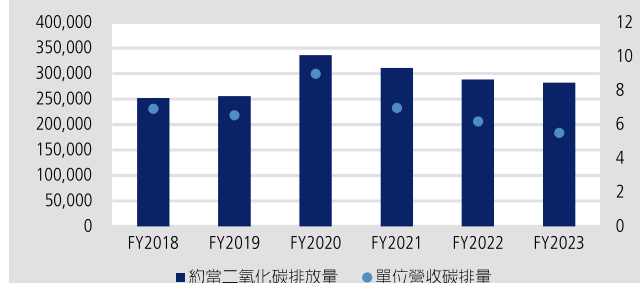
再生能源使用量，十億焦耳 (左軸)；使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：碳排放量

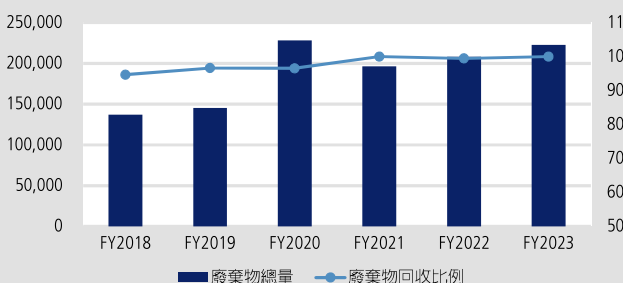
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：廢棄物總量

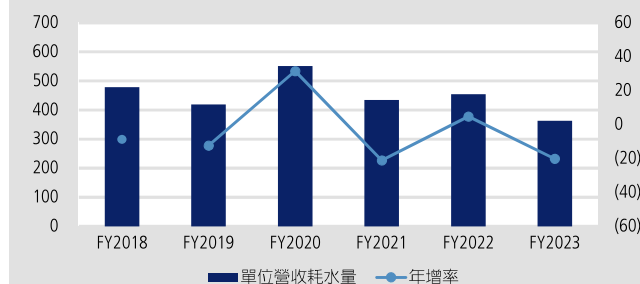
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：耗水量

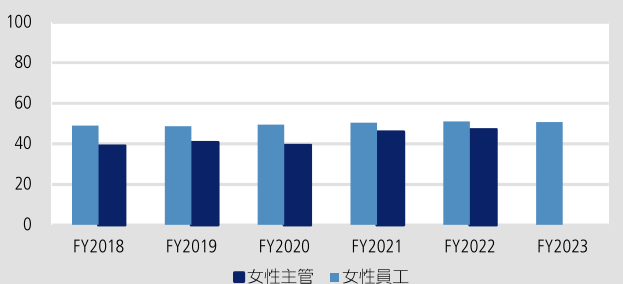
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：性別多樣性

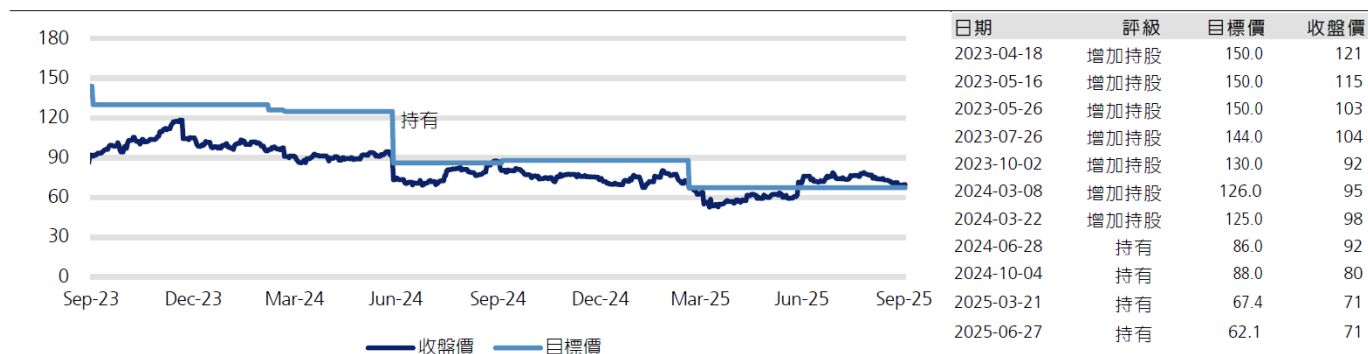
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

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 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。