

# Nike (NKE.US/NKE US)

## 營運復甦較預期緩慢

### 持有·維持

收盤價 March 31 (US\$)	52.8
3 個月目標價 (US\$)	53.6
12 個月目標價 (US\$)	55.8
前次目標價 (US\$)	59.4
調降 (%)	-6.1
上漲空間 (%)	5.6

### 焦點內容

- Nike (美) 3Q FY26 (財年止於 5 月) 本業獲利符合預期。
- 歐非中東、大中華區、亞太及拉美庫存去化將延續。
- 考量總經環境不利與 Nike 產品尚未重獲消費者青睞，未來獲利存在下修風險。

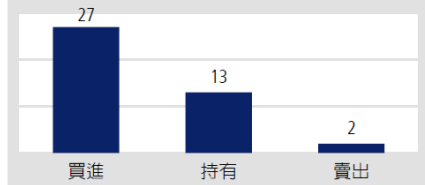
### 交易資料表

市值: (US\$bn)	78.2
流通在外股數 (百萬股):	1,191
機構持有比例 (%):	86.5
3M 平均成交量 (百萬股):	16.3
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	51.0-80.2

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(17.1)	(28.8)	(18.4)
相對表現 (%)	(12.5)	(26.1)	(34.3)

### 市場綜合評等

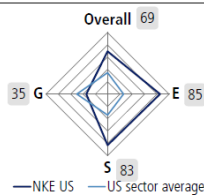
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	35	70	120
潛在報酬 (%)	(33.7)	32.4	127.2

資料來源: Bloomberg

### ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

### 重要訊息

Nike 3Q FY26 (財年止於 5 月; 12-2 月) 本業獲利符合預期。然而，受中東中東戰事與運動服裝銷售乏力影響，歐非中東、大中華區、亞太及拉美庫存皆面臨挑戰。管理層預期，1H FY27 營收將延續年減低個位數。

### 評論及分析

**3Q FY26 獲利優於預期，係因業外貢獻。** 3Q FY26 稅後淨利年減 35%、季減 34% 至 5.2 億美元，折合每股盈餘 0.35 美元，高於市場共識之 0.29 美元，主要來自業外法律和解毒收益挹注，本業獲利則符合預期。營收年持平、季減 9% 至 112.8 億美元，大中華區與 Converse 品牌為主要拖累，抵銷自北美、歐非中東、亞太及拉美之微幅成長。受到美國關稅、促銷壓力及員工遣散一次性費用提列影響，營利率年減 2.1、季減 3.2 個百分點至 4.9%。

**復甦之路漫漫。** 管理層對組織調整方向保持信心，但坦承有些環節的進展較預期緩慢，主因內外部阻力仍大。儘管 3Q FY26 庫存週轉天數 101 天看似健康 (約當過去八年平均水準)，但除北美庫存狀況較佳外，其餘市場皆面臨挑戰。在中東戰事與運動服裝銷售乏力影響下，公司預計歐非中東 4Q FY26 庫存水準將攀升。加上大中華區、亞太及拉美庫存過剩問題尚待解決，未來數季將持續減少拉貨。1H FY27 營收指引年減低個位數令投資人失望。

**大中華區需求為癥結點。** 短期而言，公司預計 4Q FY26 營收將年減 2-4%；其中：(1) 大中華區減幅將擴大至 20%，且庫存去化延伸將壓抑 FY27 銷售復甦；(2) 歐非中東需求承壓；及 (3) 北美銷售將微幅成長。我們將 FY26-28 每股盈餘預估分別下修至 1.55、2.17、2.52 美元；考量到總經環境不利與 Nike 產品尚未重獲消費者青睞，我們預期未來獲利仍存在下修風險。

### 投資建議

Nike 營運面臨內外部逆風，復甦較預期緩慢；未來獲利下修風險尚不利評價回升。我們維持「持有」評等，目標價下調至 55.8 美元，係根據 FY26-27 平均每股盈餘預估 30 倍推算得出，對比歷史本益比區間為 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-25A	May-26F	May-27F	May-28F
營業收入 (US\$百萬)	51,362	46,309	46,301	46,850	48,948
營業毛利 (US\$百萬)	22,887	19,790	18,868	19,771	20,901
營業利益 (US\$百萬)	6,311	3,702	2,814	3,936	4,600
EBITDA (US\$百萬)	7,107	4,477	3,613	4,780	5,489
稅後淨利 (US\$百萬)	5,700	3,219	2,289	3,218	3,732
每股盈餘 (US\$)	3.76	2.18	1.55	2.17	2.52
營業收入成長率 (%)	0.3	(9.8)	(0.0)	1.2	4.5
每股盈餘成長率 (%)	16.9	(42.0)	(29.0)	40.6	16.0
毛利率 (%)	44.6	42.7	40.8	42.2	42.7
營業利益率 (%)	12.3	8.0	6.1	8.4	9.4
EBITDA margin (%)	13.8	9.7	7.8	10.2	11.2
淨負債比率 (%)	7.6	26.9	17.9	0.2	淨現金
股東權益報酬率 (%)	40.1	23.3	16.5	20.9	21.3

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

註: 財年止於 5 月

### Nike 4月1日法說會重點摘要

- Nike 3Q FY26 3Q FY26 本業獲利符合預期，包括：(1) 營收 112.8 億美元，年持平、季減 9%；(2) 受到美國關稅與促銷壓力影響，毛利率年減 1.3、季減 0.4 個百分點至 40.2%，主要；及 (3) 一次性費用提列 (員工遣散費約 2.3 億美元) 導致營利率年減 2.1、季減 3.2 個百分點至 4.9%。然而，在業外法律和解收益之挹注下，稅後淨利年減 35%、季減 34% 至 5.2 億美元，折合每股盈餘 0.35 美元，高於市場共識之 0.29 美元。
- 市場別營收：北美 (佔總營收 45%) 轉弱至年增 3%；其中，批發銷售年增 11%，抵銷直接銷售年減 5%。歐非中東 (25%) 年增 2%；排除匯率貢獻為年減 7%，直接銷售年減 13% 為主要拖累 (客流量下滑造成實體店銷售年減達 20%，線上通路年減 6%)，批發業務則年減 4%。大中華區 (14%) 年減 7%，反映庫存清理持續。亞太及拉美 (14%) 則年增 1%；排除匯率貢獻為年減 3%。
- 品牌別營收：Nike (佔總營收 98%) 年增 1%；但 Converse (2%) 年減 35%，弱勢延續。
- 產品別營收：鞋類 (佔總營收 65%) 年增 2%；其中，跑鞋表現亮眼，年增超過 20%，經典鞋款滯銷庫存清理影響整體營收約 5 個百分點。服飾 (28%) 年持平；其中，各地運動服裝需求疲軟，年減達雙位數。配件 (4%) 則年減 2%。
- 通路別營收：批發銷售年增 5%，儘管低於預期，但 2 月有所改善。直接銷售年減 4%，反映數位化業務及實體店分別年減 9%、5%。
- 3Q FY26 庫存週轉天數年減 4%、但季增 5% 至 101 天，與過去八年平均 102 天約當；整體庫存看似健康，但區域分布不均。除北美庫存狀況較佳外，其餘市場皆面臨挑戰。管理層預計，歐非中東 4Q FY26 庫存水準將攀升，主要受運動服裝銷售乏力與中東戰事影響。此外，大中華區、亞太及拉美將持續減少拉貨，致力解決庫存過剩問題。
- 4Q FY26 展望：(1) 營收將年減 2-4%；其中，大中華區年減達 20% 為主要拖累，歐非中東表現欠佳，北美則略有成長；及 (2) 毛利率將年減 0.25-0.75 個百分點至 39.6-40.0% (關稅影響約 2.5 個百分點)，低於市場預期之 40.7%。
- 管理層表示，儘管公司訂單有所改善，但終端銷售趨勢未達預期，且線上促銷競爭仍然激烈。公司正在依逐個品牌、逐個運動項目、逐個國家、逐個合作夥伴重新塑造業務，有些環節的進展較預期來得慢。預計 1H FY27 營收將延續年減低個位數。
- 目前北美消費尚未受到中東戰事影響。此外，預計 1Q FY27 將為美國關稅對毛利率造成顯著影響之最後一個季度。在大中華區，庫存去化將延伸至 FY27，壓抑營收復甦力道，但應有利獲利能力更快觸底。

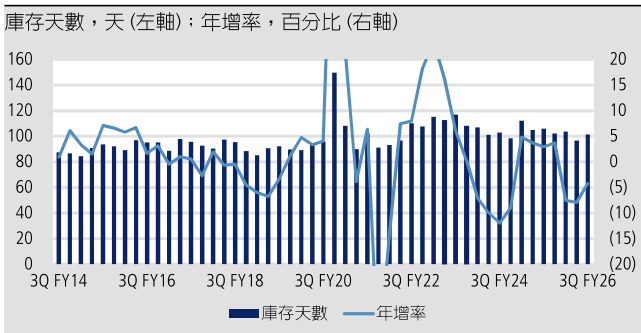
- 為迎接 2026 年世足賽，Nike 3Q FY26 推出 Tiempo 鞋款，並將在 6 月發布新款 Mercurial。服裝方面，公司將為 Nike 合作協會提供 Aero-FIT 套裝，包括為巴西隊設計的 Jordan 客場球衣。

**圖 1：Nike 3Q FY26 財報、4Q FY26-FY26 公司財測暨市場共識比較**

百萬美元	3Q FY26						4Q 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	11,279	(9.2)	0.1	年減低個位數	11,238	0.4	年減2-4%	11,326	0.4	2.1	46,721	0.9
毛利	4,530	(10.2)	(3.1)		4,471	1.3		4,612	1.8	3.2	19,069	(3.6)
營業利益	553	(45.0)	(29.8)	OPEX: 年增低個位數	556	(0.5)	OPEX: 年持平至微幅年減	457	(17.3)	42.4	2,918	(21.2)
稅前獲利	650	(34.9)	(23.0)		542	19.9		468	(28.0)	47.2	2,916	(25.0)
稅後淨利	520	(34.3)	(34.5)		432	20.4		351	(32.6)	66.2	2,326	(27.8)
每股盈餘(元)	0.35	(34.3)	(34.5)		0.29	20.4		0.24	(32.6)	66.2	1.57	(27.8)
毛利率 (%)	40.2	(0.4)ppts	(1.3)ppts	39.3-39.8	39.8	0.4 ppts	39.6-40.0	40.7	0.6 ppts	0.4 ppts	40.8	(1.9)ppts
營利率 (%)	4.9	(3.2)ppts	(2.1)ppts		4.9	(0.0)ppts		4.0	(0.9)ppts	1.1 ppts	6.2	(1.7)ppts
淨利率 (%)	4.6	(1.8)ppts	(2.4)ppts		3.8	0.8 ppts		3.1	(1.5)ppts	1.2 ppts	5.0	(2.0)ppts

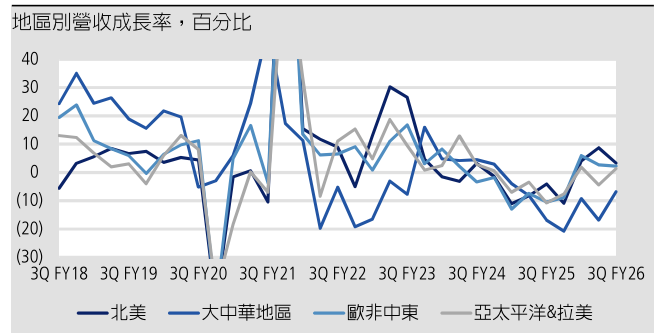
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

**圖 2：整體庫存天數穩定，但區域差異甚大**


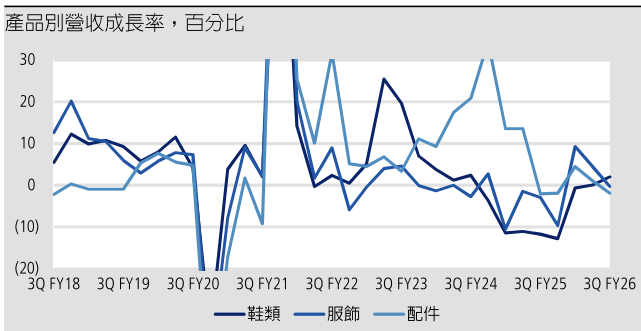
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

**圖 3：北美及歐非中東銷售轉弱，大中華區仍低迷**


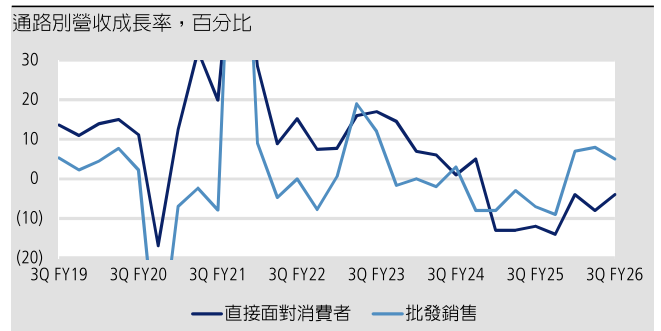
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

**圖 4 運動服裝需求欠佳**


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

**圖 5：批發業務回溫不如預期**


資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Nike 財年止於5月

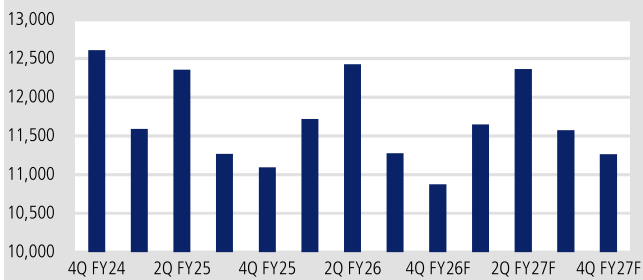
**圖 6: 公司概況**

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 8: 季營收**

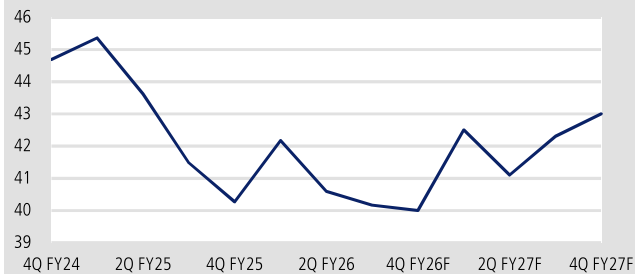
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

**圖 10: 毛利率**

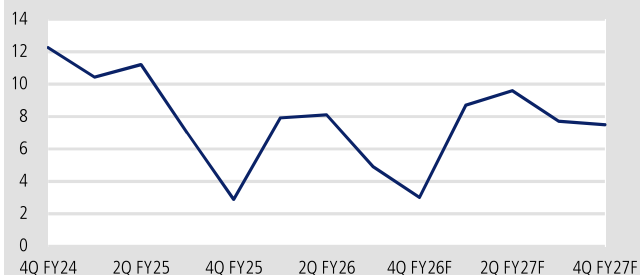
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 12: 營業利潤率**

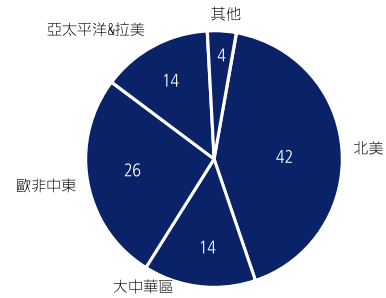
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 7: 營收來源地區多元**

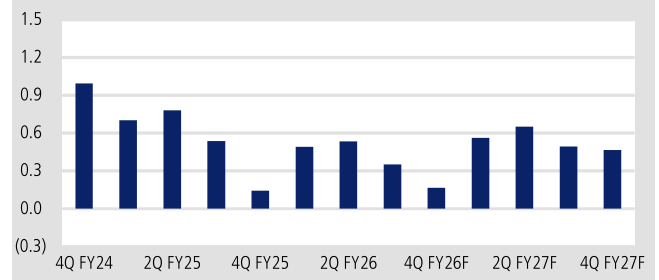
FY25 地區別營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 9: 每股盈餘**

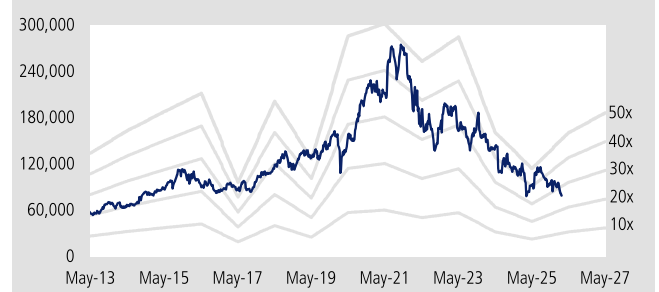
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基

**圖 11: 未來 12 個月預估本益比**

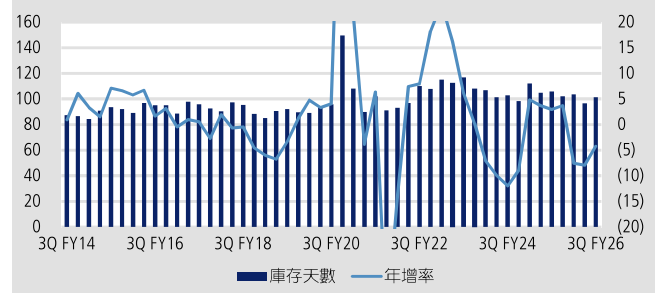
市值，百萬美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：彭博；凱基

**圖 13: 庫存天數與年增率**

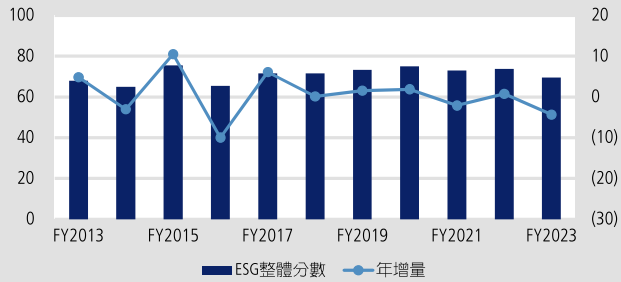
庫存天數(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

**圖 14：ESG 整體分數**

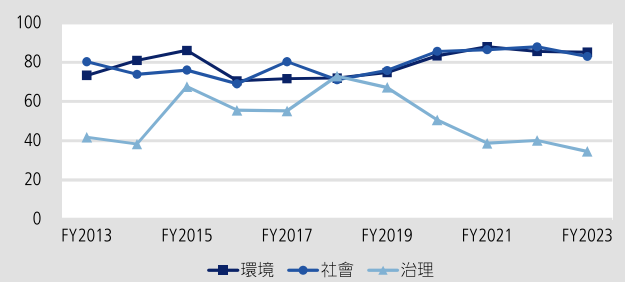
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 15：ESG 各項分數**

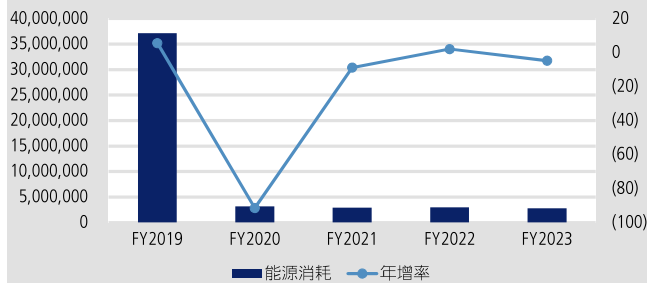
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 16：能源消耗**

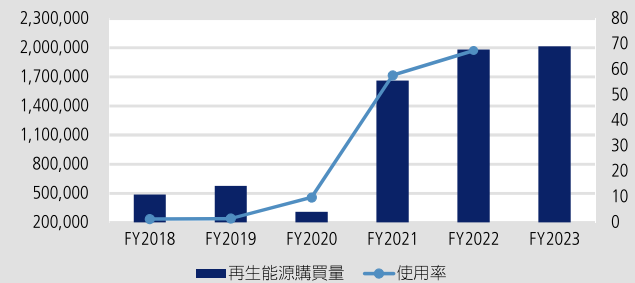
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 17：再生能源使用**

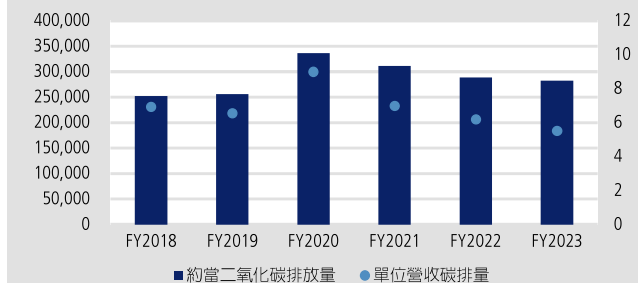
再生能源使用量，十億焦耳 (左軸)：使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 18：碳排放量**

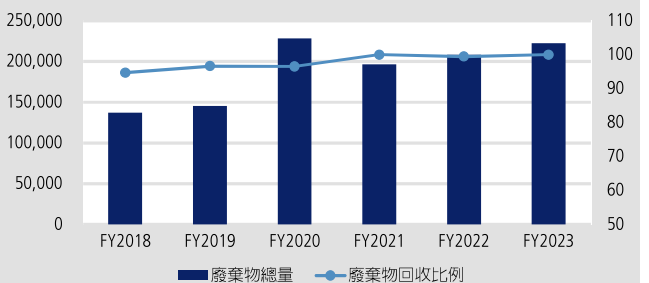
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收排碳量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 19：廢棄物總量**

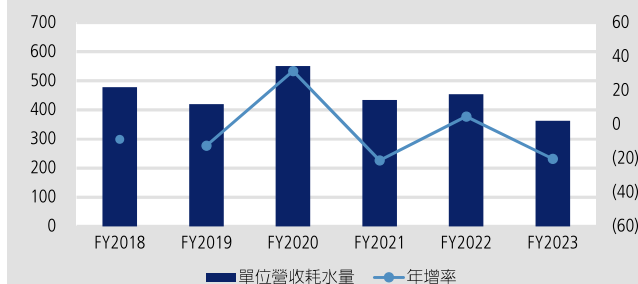
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 20：耗水量**

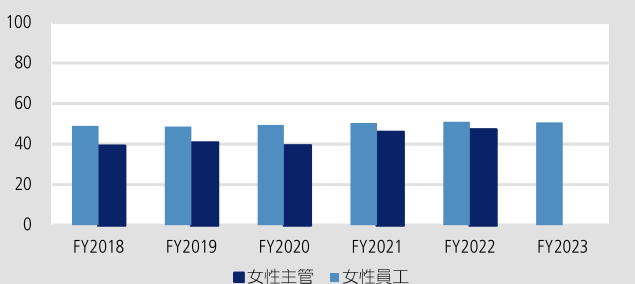
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

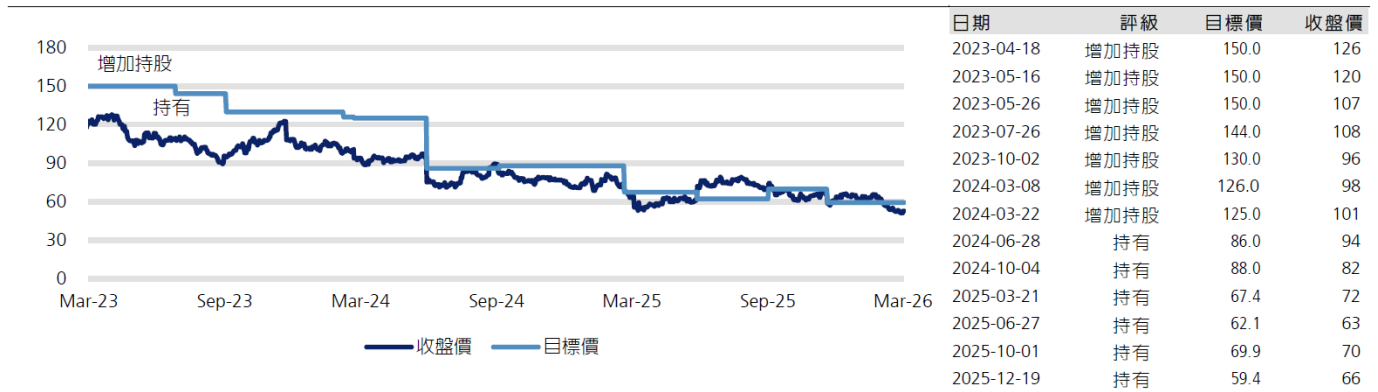
**圖 21：性別多樣性**

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](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有。