

纺织服装

2023年07月01日

耐克收入及去库存超预期，看好产业链受益标的表现

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

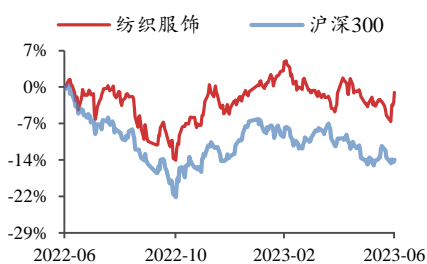
lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《复盘海内外各板块受损及恢复进程，疫后复苏布局时点已至——行业投资策略》-2022.12.5

《国内户外行业深度：露营风起，户外景气有望延续——行业深度报告》-2022.11.10

《“消费降级”背景下从“性价比”到“品价比”的品牌机会——行业投资策略》-2022.10.23

● FY2023Q4 收入和去库存表现超预期，看好耐克产业链受益标的表现

耐克发布 FY2023Q4 (2023.3-2023.5) 业绩公告，公司实现营收 128.3 亿美元 (+5%)，货币中性下同比增长 8%，FY2023 实现营收 512.2 亿美元 (+10%)，货币中性下同比增长 16%。耐克 FY2023Q4 收入和去库存表现超市场预期，看好以耐克为代表的国际品牌复苏，继续推荐耐克产业链上下游受益标的滔搏、申洲国际、华利集团、开润股份。

● FY2023Q4 收入拆分：大中华区表现超预期，DTC 业务收入持续增长

(1) 分品牌看，耐克/匡威品牌分别实现收入 122.3/5.9 亿美元，货币中性下分别同增 8%/1%；(2) 耐克品牌分地区看，北美市场/EMEA 市场/APLA 市场/大中华区分别实现收入 53.6/33.5/17.0/18.1 亿美元，货币中性下分别同增 5%/7%/1%/16%，其中大中华区收入表现超预期，库存状况恢复健康，未来有望实现可持续长期增长，FY2023Q4 鞋/服/配饰货币中性下分别同增 22%/36%/19%；Nike Direct 货币中性下同增 19%，其中电商渠道货币中性下同比下降 12%，主要系 FY2023Q4 电商高基数叠加疫后线下销售反弹，618 销售表现良好，同比增长双位数。大中华区销售增长势头回归，健康库存状况也将加速全价增长。(3) 耐克品牌分渠道看，Nike Direct (负责耐克所有 DTC 业务，包括耐克官网、直营店等) 收入增长 18%，其中电商/线下直营收入增长 14%/24%，批发渠道收入增长 2%，批发终端按计划收紧供应以恢复终端库存至健康水平。(4) 耐克品牌分品类看，鞋/服/配饰分别实现收入 85.5/32.3/4.3 亿美元，货币中性下分别同增 10%/3%/14%。

● 盈利能力短期承压，存货恢复至健康水平，去库存表现超预期

盈利能力： FY2023Q4/FY2023 毛利率为 43.6% (-1.4pct) /43.5% (-2.5pct)，主要系产品投入成本上升、货运和物流成本上升、降价幅度加大以及净外币汇率持续不利所致，部分负面影响被定价策略和大中华区较高的库存减值储备所抵消。FY2023Q4/FY2023 期间费用率为 34.1% (+1.1 pct) /32.0% (+0.3pct)，净利率为 8.0% (-3.7pct) /9.9% (-3.0pct)。**营运能力：** 截至 FY2023Q4 末，存货金额 84.5 亿美元，同比基本持平，环比减少 5%，加速去库存表现超预期；分品类看，服装库存金额同比下降 20%+，鞋类和服装的数量下降双位数；分地区看，北美和大中华区的库存金额同比下降高单，数量下降双位数。

● FY2024 指引：推动全价增长，改善盈利能力

收入端： 公司指引全年收入中单增长，其中 Q1 收入持平或低单增长；成本提升下 ASP 提升低单。**利润端：** 公司指引毛利率同比提升 1.4-1.6pct(剔除-0.5pct 汇率影响)，主要系海运价格改善、折扣改善所致，SG&A 增长略高于收入；其中 Q1 毛利率同比下降 0.5-0.75pct (剔除-1pct 汇率影响)，SG&A 增长低双位数。

● **风险提示：** 耐克全价增长推进不及预期、消费者信心恢复不及预期。

目 录

1、FY2023Q4 收入及去库存超预期，盈利能力短期承压.....	3
1.1、收入端：大中华区表现超预期，各板块共同发力可持续增长.....	3
1.1.1、收入拆分：大中华区表现超预期，DTC 业务收入持续增长.....	3
1.1.2、大中华区：库存状况恢复健康，未来有望实现可持续长期增长.....	4
1.1.3、产品端：全球足球、篮球、跑步三大板块共同发力，拓宽体育领域.....	5
1.2、盈利能力短期承压，去库存表现超预期.....	5
1.3、FY2024 指引：推动全价增长，改善盈利能力.....	6
2、盈利预测与投资建议.....	6
3、风险提示.....	7

图表目录

图 1：FY2023Q4 耐克品牌收入货币中性下同增 8%.....	3
图 2：FY2023Q4 匡威品牌收入货币中性下同增 1%.....	3
图 3：全球足球、篮球、跑步三大板块共同发力，拓宽体育领域.....	5
图 4：FY2023Q4 毛净利率分别下降 1.4/3.7pct.....	6
图 5：FY2023Q4 存货同比持平，去库存超预期.....	6
表 1：大中华区收入表现超预期，实现较快增长（单位：百万美元）.....	3
表 2：DTC 业务收入持续增长，电商收入贡献持续增长.....	4
表 3：FY2023 鞋贡献主要收入，货币中性下同同比增长 20%（单位：百万美元）.....	4
表 4：FY2023 鞋贡献主要收入，货币中性下同同比增长 20%（单位：百万美元）.....	5
表 5：建议关注耐克产业链上下游标的滔搏、申洲国际、华利集团、开润股份.....	6

1、FY2023Q4 收入及去库存超预期，盈利能力短期承压

耐克发布 FY2023Q4 (2023.3-2023.5) 业绩公告，公司实现营收 128.3 亿美元 (+5%)，货币中性下同比增长 8%，FY2023 实现营收 512.2 亿美元 (+10%)，货币中性下同比增长 16%。耐克 FY2023Q4 收入和去库存表现超市场预期。

1.1、收入端：大中华区表现超预期，各板块共同发力可持续增长

1.1.1、收入拆分：大中华区表现超预期，DTC 业务收入持续增长

(1) 分品牌看，FY2023 耐克/匡威品牌分别实现收入 487.6/24.3 亿美元，货币中性下分别同增 16%/8%。FY2023Q4 耐克/匡威品牌分别实现收入 122.3/5.9 亿美元，货币中性下分别同增 8%/1%。

图1：FY2023Q4 耐克品牌收入货币中性下同增 8%

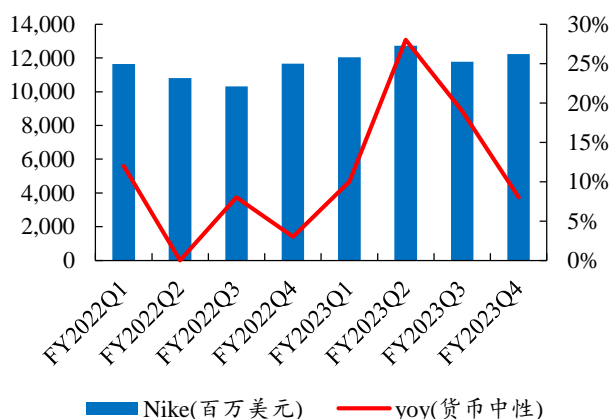
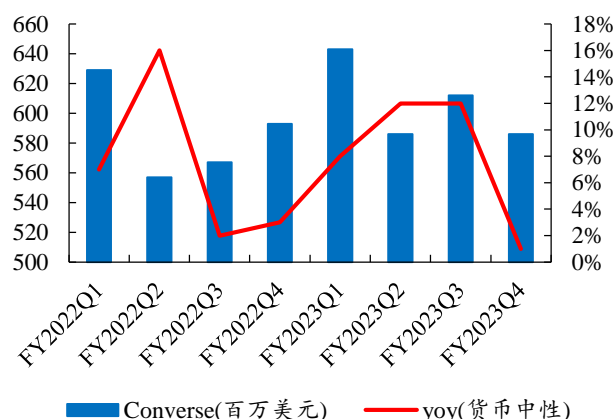


图2：FY2023Q4 匡威品牌收入货币中性下同增 1%



数据来源：耐克公司官网、开源证券研究所

数据来源：耐克公司官网、开源证券研究所

(2) 耐克品牌分地区看，

北美市场 FY2023/ FY2023 Q4 分别实现收入 216.1/53.6 亿美元，货币中性下分别同增 18%/5%，主要系积极管理终端库存导致春夏季销售减少，目前库存已经恢复至健康水平，叠加强大产品组合与常态化供应链，对北美发展具备信心。

EMEA 市场 FY2023/ FY2023 Q4 分别实现收入 134.2/33.5 亿美元，货币中性下分别同增 21%/7%；分系列看，耐克的 performance 系列和 lifestyle 系列市场份额不断增加；分渠道看，线上流量双位数增长叠加转化率提升，电商持续拉动增长；线下客流恢复强劲。此外，布局巴黎、伦敦马拉松等体育赛事和 Air Max Day 等文化输出拉动销售。

APLA 市场 FY2023/ FY2023 Q4 分别实现收入 64.3/17.0 亿美元，货币中性下分别同增 17%/1%，FY2023Q4 整体平稳增长，东南亚和印度全年收入同比增长超 40%；分系列看，Jordan 实现双位数增长，女装 lifestyle 和男装 performance 增长势头强劲。

大中华区 FY2023/ FY2023 Q4 分别实现收入 72.5/18.1 亿美元，货币中性下分别同增 4%/16%；大中华区收入表现超预期，实现较快增长。

表1：大中华区收入表现超预期，实现较快增长（单位：百万美元）

地区	FY2023Q1	FY2023Q2	FY2023Q3	FY2023Q4	FY2022	FY2023
北美	5,510	5,830	4,913	5,355	18,353	21,608

地区	FY2023Q1	FY2023Q2	FY2023Q3	FY2023Q4	FY2022	FY2023
yoy(货币中性)	13%	31%	27%	5%	7%	18%
EMEA	3,333	3,489	3,246	3,350	12,479	13,418
yoy(货币中性)	17%	33%	26%	7%	12%	21%
亚太及拉丁美洲	1,535	1,599	1,601	1,696	5,955	6,431
yoy(货币中性)	16%	34%	15%	6%	16%	17%
大中华区	1,656	1,788	1,994	1,810	7,547	7,248
yoy(货币中性)	-13%	6%	1%	25%	-13%	4%

数据来源：耐克公司官网、开源证券研究所

(3) 耐克品牌分渠道看，FY2023 Nike Direct（负责耐克所有 DTC 业务，包括耐克官网、直营店等）实现收入 213.1 亿美元，货币中性下同比增长 20%，其中电商收入贡献占比从 2019 财年的 10% 提升至 2023 财年的 26%；批发渠道实现收入 274.0 亿美元，货币中性下同比增长 14%。FY2023Q4 Nike Direct 收入同比增长 18%，其中电商/线下直营收入同比增长 14%/24%，批发渠道收入同比增长 2%，批发终端按计划收紧供应以恢复终端库存至健康水平。

表2: DTC 业务收入持续增长，电商收入贡献持续增长

渠道	FY2023Q1	FY2023Q2	FY2023Q3	FY2023Q4	FY2022	FY2023
Nike Direct	14%	25%	22%	18%	15%	20%
电商	23%	34%	24%	14%		
直营		11%		24%		
批发	8%	30%	18%	2%	-1%	14%

数据来源：耐克公司官网、开源证券研究所（均为货币中性下增速）

(4) 耐克品牌分品类看，FY2023 鞋/服/配饰分别实现收入 331.4/138.4/17.3 亿美元，货币中性下分别同增 20%/8%/13%。FY2023Q4 鞋/服/配饰分别实现收入 85.5/32.3/4.3 亿美元，货币中性下分别同增 10%/3%/14%。

表3: FY2023 鞋贡献主要收入，货币中性下同比增长 20%（单位：百万美元）

地区	FY2023Q1	FY2023Q2	FY2023Q3	FY2023Q4	FY2022	FY2023
鞋	8,114	8,504	7,970	8,547	29,143	33,135
yoy(货币中性)	12%	36%	25%	10%	4%	20%
服	3,434	3,794	3,381	3,234	13,567	13,843
yoy(货币中性)	7%	14%	10%	3%	6%	8%
配件	486	408	403	430	1,624	1,727
yoy(货币中性)	12%	17%	8%	14%	18%	13%

数据来源：耐克公司官网、开源证券研究所

1.1.2、大中华区：库存状况恢复健康，未来有望实现可持续长期增长

FY2023Q4/FY2023 大中华区耐克品牌分别实现收入 18.1/72.5 亿美元，货币中性下分别同增 25%/4%。大中华区销售增长势头回归，健康库存状况也将加速全价增长。

分品类看，FY2023Q4 鞋/服/配饰货币中性下分别同增 22%/36%/19%；分渠道看，Nike Direct 货币中性下同增 19%，其中电商渠道货币中性下同比下降 12%，主要系 FY2023Q4 电商高基数叠加疫后线下销售反弹，618 销售表现良好，同比增长双位数。

表4: FY2023 鞋贡献主要收入, 货币中性下同比增长 20% (单位: 百万美元)

地区	FY2023Q1	FY2023Q2	FY2023Q3	FY2023Q4	FY2022	FY2023
大中华区	1,656	1,788	1,994	1,810	7,547	7,248
yoy(货币中性)	-13%	6%	1%	25%	-13%	4%
分品类						
鞋	-11%	21%	5%	22%	-10%	8%
服	-18%	-24%	-8%	36%	-21%	-7%
配件	-10%	-39%	-31%	19%	-6%	-18%
分渠道						
Nike Direct	-2%	4%	3%	19%		
Digital	-5%	9%	-11%	-12%		

数据来源: 耐克公司官网、开源证券研究所 (均为货币中性下增速)

1.1.3、产品端: 全球足球、篮球、跑步三大板块共同发力, 拓宽体育领域

全球足球: FY2023 收入同比增长 25%, 其中女性和儿童业务增长较快, 发力女足世界杯, 推出 Phantom Luna 和女性运动服。

篮球: NIKE、Jordan、Converse 构建品牌矩阵, 持续提升篮球领域的影响力, 三个品牌的球星首次均进入 NBA 最佳阵容; 签名鞋方面, FY2023 推出的 LeBron 20、Sabrina 1 表现良好, 将在今年 8 月 24 日重新推出 KoBe 品牌。Jordan 品牌持续主导高端街头运动服饰, Tatum 1、Luka 系列、Zion 系列和 game shoe 构筑护城河, 多数地区 Jordan 的渗透率较北美地区低 10%, 具备较大发展潜力。

跑步: FY2023 收入同比增长 10%; 产品方面, 重振跑鞋系列, 陆续推出竞速跑鞋 Vaporfly 3、越野跑鞋 Peg Trail 4、Invincible 3; 随着巴黎奥运会的到来, 将推出更多产品, 如 Infinity Run 4、Vomero 5、Motiva 等, 持续发力跑步业务。

图3: 全球足球、篮球、跑步三大板块共同发力, 拓宽体育领域



资料来源: 耐克公司官网、京东官方旗舰店、搜狐体育、开源证券研究所

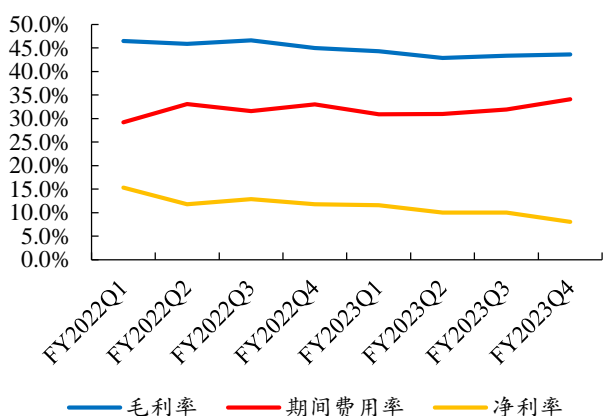
1.2、盈利能力短期承压, 去库存表现超预期

盈利能力: 毛利率: FY2023Q4/FY2023 毛利率分别为 43.6% (-1.4pct) /43.5%

(-2.5pct)，主要系产品投入成本上升、货运和物流成本上升、降价幅度加大以及净外币汇率持续不利所致，部分负面影响被定价策略和大中华地区较高的库存减值储备所抵消。**期间费用率**：FY2023Q4/FY2023 销售与管理费用率分别为 34.1%(+1.1 pct)/32.0% (+0.3pct)；**净利率**：FY2023Q4/FY2023 净利率分别为 8.0% (-3.7pct) /9.9% (-3.0pct)，略低于预期。

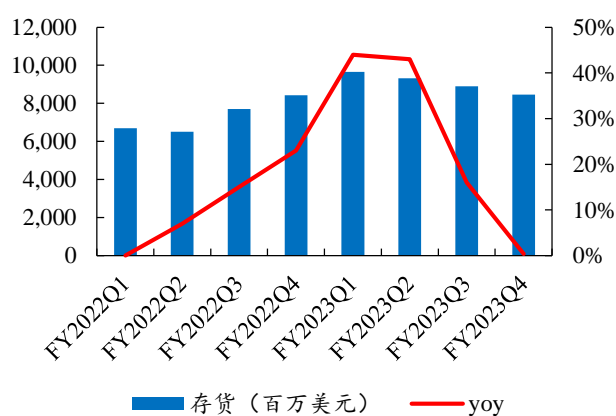
营运能力：截至 FY2023Q4 末，存货金额 84.5 亿美元，同比基本持平，环比减少 5%，加速去库存表现超预期；**分品类看**，服装库存金额同比下降 20%+，鞋类和服装的数量下降双位数；**分地区看**，北美和大中华区的库存金额同比下降高单，数量下降双位数。

图4: FY2023Q4 毛净利率分别下降 1.4/3.7pct



数据来源：耐克公司官网、开源证券研究所

图5: FY2023Q4 存货同比持平，去库存超预期



数据来源：耐克公司官网、开源证券研究所

1.3、FY2024 指引：推动全价增长，改善盈利能力

收入端：公司指引全年收入中单增长，其中 Q1 收入持平或低单增长；成本提升下 ASP 提升低单。

利润端：公司指引毛利率同比提升 1.4-1.6pct(剔除-0.5pct 汇率影响)，主要系海运价格改善、折扣改善所致，SG&A 增长略高于收入；其中 Q1 毛利率同比下降 0.5-0.75pct (剔除-1pct 汇率影响)，SG&A 增长低双位数。

2、盈利预测与投资建议

耐克 FY2023Q4 收入和去库存表现超市场预期，看好以耐克为代表的国际品牌复苏，继续推荐耐克产业链上下游受益标的滔搏、申洲国际、华利集团、开润股份。

表5: 建议关注耐克产业链上下游标的滔搏、申洲国际、华利集团、开润股份

公司	评级	市值 (亿元)	EPS			PE			2023-2025 年净	
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	利润 CAGR	
滔搏	买入	421	0.4	0.5	0.6	15.5	12.8	11.1	18%	
申洲国际	买入	1,124	3.2	4.0	4.7	21.5	17.2	14.7	22%	
华利集团	买入	569	2.6	3.3	3.9	18.9	15.0	12.6	23%	
开润股份	买入	39	0.6	0.9	1.1	25.9	18.7	14.4	34%	

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：盈利预测均来源于开源证券研究所，收盘截止时间为 2023/06/30；滔搏预测期间为 FY2024E-FY2026E；2023 年 6 月 30 日汇率港币：人民币=1:0.93

3、风险提示

耐克全价增长推进不及预期、消费者信心恢复不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn