

证券研究报告—动态报告/行业快评

纺织服装

海外跟踪系列十

超配

(维持评级)

2021年03月22日

NikeQ3: 大中华区增长强劲, 全渠道协同深化 DTC 发展

证券分析师: 丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040004

事项:

2021年3月18日, Nike披露2021财年第三季度业绩, 营业收入103.6亿美元, 同比增加2.5%; 毛利率为45.6%, 同比增加1.3 p.p.; 净利润为14.5亿美元, 同比增长71%; EPS 0.90美元, 同比增长70%。

(业绩披露链接 <https://investors.nike.com/investors/news-events-and-reports/?toggle=earnings>)

国信观点: 1) FY21Q3: 收入较为平稳, 利润率提升, 库存周转保持健康; 2) 分地区: 大中华区收入增长42%, 其他地区受到不同因素暂时影响, 线上驱动全球业务增长; 3) 战略展望: DTC 强调线上线下协同, 看好女性业务潜力, 继续推动可持续业务发展; 4) 业绩指引: Q4 收入大幅反弹, 毛利率提升, SG&A 恢复疫情前投入水平; 5) 风险提示: 海外疫情反复, 门店恢复不及预期; 行业库存去化慢于预期, 品牌恶性竞争; 市场系统性风险。6) 投资建议: Nike 大中华区增长强劲, 未来仍在加快投资, 强化数字化转型, 提供线上线下无缝消费体验, 并开发本土化的产品系列等, 体现了对中国运动市场机遇的较强信心。同时, 公司在对未来的指引方面也强调了疫后实现收入的反弹和毛利率的恢复, 同时相关费用开支投入会恢复到疫情前的水平, 对相关品牌公司的战略和财务表现提供了一定指引作用。我们看好受益品牌持续进行 DTC 转型, 对供应链快速反应能力诉求加强, 深度合作的龙头供应商申洲国际; 同时我们看好受益大中华区运动市场高度景气, 经营表现能力突出的中国运动品牌集团安踏体育、李宁; 以及我们看好国际品牌核心合作伙伴, 实现 DTC 战略的延伸, 同步进行数字化转型的龙头零售商滔搏、宝胜国际。

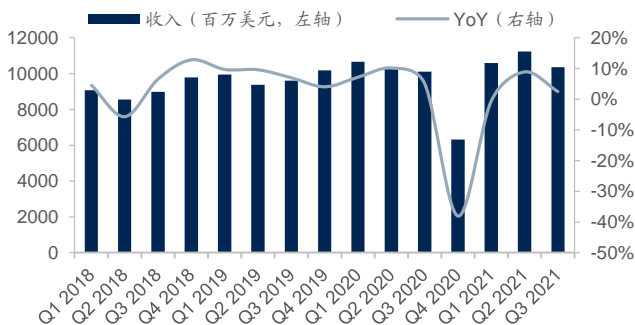
评论:

■ FY21Q3: 收入较为平稳, 利润率提升, 库存周转保持健康

收入小幅增加, 利润大增71%, 扣非后利润增长16%。公司Q3单季度实现营业收入103.6亿美元, 同比增加2.5%, 汇率中性下同比下降1%。NIKE Direct 在强劲的NIKE Digital 增长的带动下增长16%, 但因为北美地区的全球供应链挑战, 批发出货时间的减少以及欧洲、中东和非洲地区的强制性门店关闭, 导致批发业务下降, 抵消了DTC的增长。

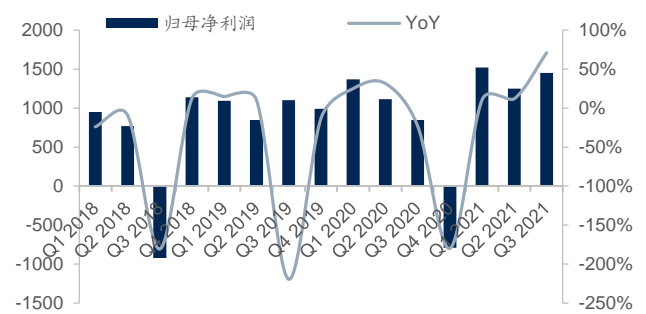
归母净利润14.5亿美元, 同比大增71%; EPS 0.90美元, 同比增长70%。归母净利润和EPS增长幅度大主要由于公司去年同期扣除了在南美向战略分销商模式转变相关的每股0.25美元的非现金费用, 若不计该费用的扣除, 归母净利润也实现了15.5%的同比增长, 优于Q2/Q1分别12.2%/11.0%的增幅。

图 1: Nike 季度收入规模与增长情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 2: Nike 季度净利润规模增长情况

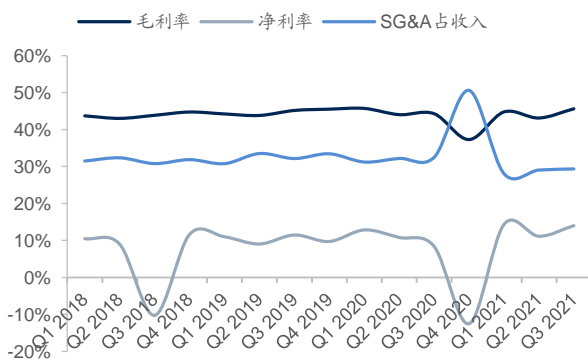


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

毛利率与净利率双双提升, 现金流状况优良。公司 Q3 毛利率 45.6%，同比增加 1.3 p.p., 比 FY19Q3+0.5p.p., 主要得益于公司全价产品占比的提高, 有利的 NIKE 数字化销售组合, 以及部分地理位置组合因素。公司 Q3 净利率 14.0%，同比增加 5.6 p.p., 比 FY19Q3+2.5p.p., 主要原因系去年同期每股的 0.25 美元非现金费用以及受疫情影响促销活动减少导致的 SG&A 费用下降 7%。SG&A 占收入比例维持低位, 在 29.4%，同比-3.1p.p., 比 FY19Q3 -2.8p.p.

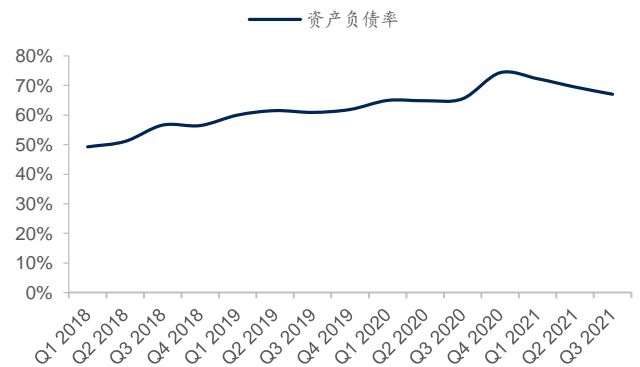
现金及等价物和短期投资 125 亿美元, 比去年同期大增 93 亿美元, 主要系去年 Q4 公司债券发行收益获得自由现金流量, 部分抵消现金股利的发放。截至 2 月 28 日, 流动资金总额为 162 亿美元, 包括现金及等价物、短期投资, 以及尚未动用的承诺信贷工具。

图 3: Nike 毛利率与净利率水平



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

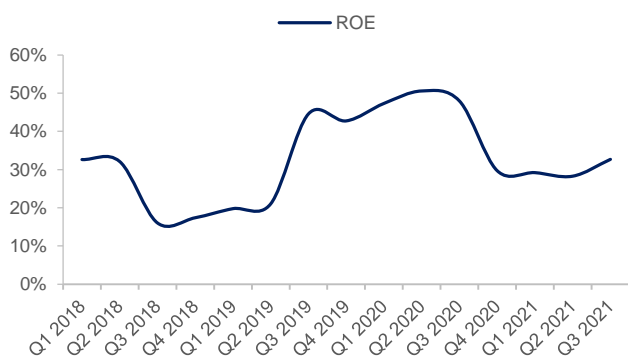
图 4: Nike 资产负债率水平



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

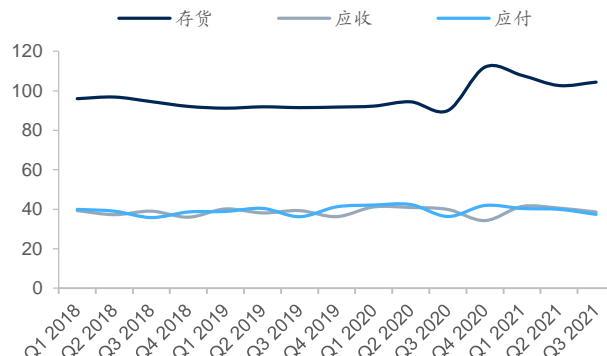
投资回报率预计下季度回归正常, 库存周转保持稳定。21 财年 Q3 公司 ROE 32.7%，同比下降 15.3 p.p., 环比增加 4.4 p.p., 同比下降较多主要由于 20 财年 Q4 归母净利润大幅亏损 7.9 亿美元, 拖累了过去一年的总净利润。因此, 预计从下个季度开始 ROE 将会反弹到正常水平。Q3 库存为 66.9 亿美元, 同比增长 15.3%, 环比前一季度上升 9.9%, 主要由于全球集装箱短缺和美国港口拥堵, EMEA 地区因疫情大量门店关闭使得 Q3 库存延迟三周以上。存货周转天数 104 天, 环比仅增加 1 天, 保持在相对健康水平。应收账款和应付账款周转天数分别为 39 天和 37 天, 稳定维持在健康水平。

图 5: Nike 季度 ROE 水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: Nike 季度营运资金周转天数



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

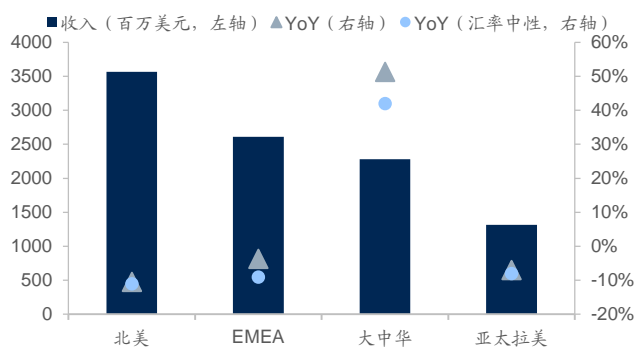
■ 分地区: 大中华区收入增长 42%, 其他地区受到不同因素暂时影响, 线上驱动全球业务增长

大中华收入和利润增长亮眼, 北美受港口拥堵影响供应, 欧洲疫情反弹引发关店。21 财年 Q3 不同地区的情况具有以下共性: 1) 线上大增驱动收入和利润修复、会员活动和参与度, 转化率持续增加; 2) 收购 Datalogue 后, 数字化能力大大提升, 通过分析数据, 有效优化库存和动态调整产品定价, 为消费者提供极致的服务。3) 女性业务表现好于总体, Jordan 品牌增速较高; 4) EMEA 地区关店率较高影响收入, 但预计 4 月中旬封锁政策放缓。在管理不确定性风险下, 公司将做好成本费用和库存管控, 聚焦长期健康发展。具体分地区来看:

- 1、大中华区:** 收入规模为 22.79 亿美元, 同比增长 51%, 在汇率中性的基础上收入增长了 42%, 对比 19 财年 Q3 也实现了 44% 的增长, EBIT 同比增长 75%; 其中直营零售店收入增长 60%, 经销零售店收入增长双位数, 线上业务收入增长也达到了 40%。在农历新年期间, 公司创造并推出了高质量的新产品 Dunk Low 和女子产品 Dunk Disrupt, 推出后它们都很快售罄。公司重视女性消费者业务, 开设两家 Nike Live 新店, 与女性消费者们产生了深刻的交流和共鸣, 女性消费业务同比大增 60%。在数字化领域, 公司专注于通过直播和社交媒体等新营销, 新渠道去吸引和服务会员。在会员方面, 春节期间公司的高价值会员数量增加了一倍, 同时会员的留存率也得到了有效的提升。公司看好大中华区的发展前景, 正在加快对大中华地区的投资, 包括在本地消费者数字化体验, 新零售概念以及自营和经销商店的全渠道整合。
- 2、北美地区:** 收入规模为 35.64 亿美元, 同比下降 10.4%, 汇率中性则同比下降 11%; EBIT 同比增长 4%。由于去年有效的供需管理, 公司在圣诞节假期期间获得了强劲的零售销售增长, 并有效推动市场库存的清理。但是, 从去年 12 月下旬开始, 集装箱短缺和西海岸港口拥堵使库存供应的运输时间增加 3 个多星期, 结果供应不足, 批发商的发货延迟导致 Q3 季度收入增长低于预期, 公司预计北美地区将在 Q4 获得这个延迟的收入。得益于毛利率较高的线上业务首次实现超过 10 亿美元的收入, NIKE Direct (直营) 在货币中性收入实现 15% 增长, 以及其中 NIKE Digital (线上直营) 的增长超过了 50%, 北美地区收入降幅得到一定的控制, EBIT 也实现了同比增长。在数字化方面, 第三季度公司加强数字分析能力, 做到动态调整产品价格和制定有效策略, 以便能更好地平衡消费者需求, 库存和盈利水平。随着春季期间强劲的消费者需求爆发, 市场库存较去年下降了两位数, 尽管短期的供应链中断造成库存水平上升, 但公司预计产品依然可以保持全价格势头。
- 3、EMEA 地区:** 收入规模为 26.09 亿美元, 收入下降 3.7%, 货币中性收入下降 9%, 报告的 EBIT 下降 7%。收入的下降主要由于在西欧的大多数国家地区, 政府限制导致商店关闭的速度加快, 在 Q3 季度的最后两个月, 公司约有 45% 的 NIKE 的商店关闭, 截止到目前, 公司仍然有约 35% 的 NIKE 自有商店关门, 而且这种情况仍在继续。但在恶劣的大环境下, 公司发挥优秀的数字化能力, 利用 Express Lane 预测供需, 校准市场库存, EMEA 地区的多余库存得到有效管理, 并比第一波疫情封锁期间的库存要低。公司认为若疫情封锁限制在 4 月中旬开始放松, 则 EMEA 的库存将在 22 财年 Q1 恢复正常。同时, 公司有效推动线上销售修复业绩的力度, NIKE Digital (线上自营) 实现了货币中性 60% 的增长, 其中 NIKE App 业务在本季度增长三位数, 在线下门店不得已大量关闭的情况下, 做到有效缩小收入和利润的降幅。
- 4、亚太拉美地区:** 收入规模为 13.15 亿元, 同比下降-8%, EBIT 同比增加 5.4%, 拉美地区暂时受到了巴西业务向战

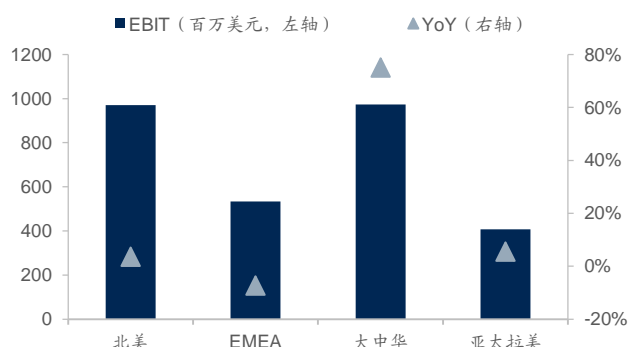
略分销商模式过渡的影响，但这个影响在一定程度上被韩国和太平洋地区强大的增长实力所抵消。线上业务带动增长，NIKE Digital（线上自营）在货币中性的基础上大增70%，其中墨西哥地区线上业务增长200%+，同时公司计划于22财年上半年推出NIKE移动APP，进一步推动线上业务增长。在会员方面，公司努力提高会员参与度，扩大会员服务，举办会员日活动，例如，在日本，公司举办会员周活动，在SNKRS上启动了实时媒体播放，有效地和消费者进行互动，并成功激活了O2O新功能。

图 7: FY21Q3 Nike 分地区收入规模与同比变化情况



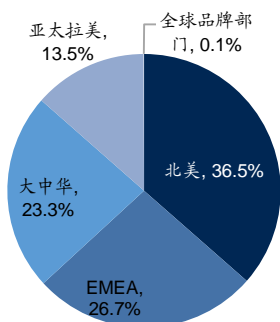
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 8: FY21Q3 Nike 分地区 EBIT 规模与同比变化情况



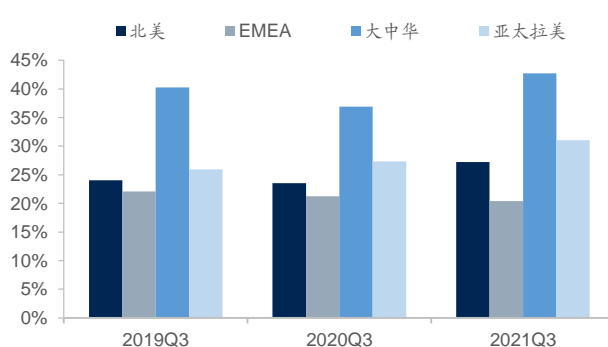
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 9: Nike FY21Q3 分地区收入占比



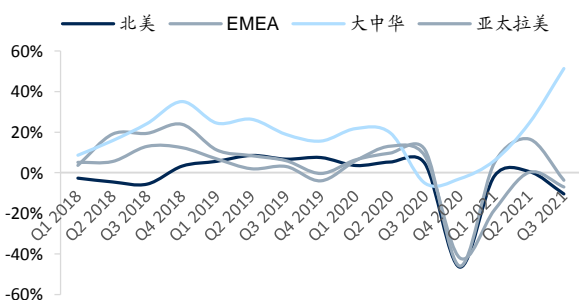
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 10: Nike FY19~21Q3 分地区经营利润率



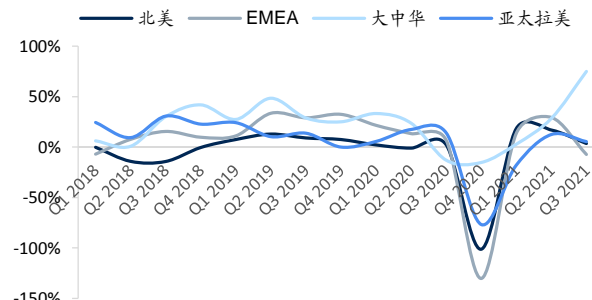
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 11: 单季度各地区报告收入增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 12: 单季度各地区报告 EBIT 增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

■ 战略展望：DTC 强调线上线下协同，看好女性业务潜力，继续推动可持续业务发展

1. 继续推动 DTC、数字化发展：首先，在 DTC 的线上方面，各个地区线上业务表现出强劲的增长，目前公司线上业务（自营的和合作伙伴数字化业务）占总业务比例达到 35%，比同期增加超过 10p.p.，公司将持续加强线上渠道的建设，增加线上会员活动，并利用社交媒体新渠道和内容营销方式，提高会员的规模和留存率，长期目标是线上占比 50%。在数字化建设方面，Q3 公司收购 Datalogue，极大强化数字化服务能力，具体看有两个重要意义：

- 1) 为消费者提供极致的服务体验：**NIKE 公司一直的宗旨是以消费者需求为核心，Datalogue 使用机器学习算法，把收集到大量的消费者行为的数据进行建模分析，能够通过消费者行为和画像，有效给消费者提供新服装和新鞋子等个性化的推荐，提供极致个性化消费者服务，从而最终提高会员的规模，留存率和复购率。
- 2) 优化库存管控和产品定价：**Datalogue 可以通过分析历史数据，建模预测供需水平，告诉公司应该在何时何地放置多少库存，优化生产效率，同时对产品做出动态的定价决策。更优秀的库存管控水平和定价决策将更有效满足消费者的需求，提升公司的生产效率，优化 SG&A 费用，给公司带来极大的财务价值。

其次，公司认为 **DTC 的实体店是推动公司的直接面向消费者业务加速发展的另一个关键因素**。公司认为单品牌店铺扩张策略为 NIKE 创造了增量市场机会。Live, Rise 和 Unite 等新零售概念将在市场上创造独特，真实，优质的 NIKE 消费者体验。公司将对批发业务进行重组，与战略合作伙伴共同把握线下消费机遇，并且加速线上线下融合。本季度在大中华区开设的两个新的 Nike Live 概念店提供了很好的例子，其会员结帐率达到 90%，为连接的会员和会员主导的线上增长铺平道路。我们期待将这些新零售概念继续扩展到 22 财年。关于直营实体店与批发合作伙伴店铺的关系，公司希望与少量的战略合作伙伴合作，分享会员数据，为消费者提供无缝体验，建立 “One Nike Marketplace”。

2. 加大女性业务投资，有望成为公司主要增长动力之一：公司重视女性业务的发展，瞄准女性这个广阔的市场，过去的一年中，公司在女性创新方面的投资增加了一倍，例如 Q3 推出的新跑鞋 React Escape，它的轮廓，材料和设计细节都完全针对女跑步运动员，很好地考虑了男性和女性身体之间的生理差异。Q3 是连续第八个季度公司女性业务的增长超过了整体的增长，其中 NIKE Digital 女性业务的增长率高达 86%，实体零售店也增长了两位数，大中华区本季度女性业务增长超过 60%。目前公司已经在女性市场获得一定的份额，但这块业务仍有很广阔的增长空间，因此未来会继续投资，女性业务有望成为公司增长驱动力。

3. 重视可持续发展：在可持续发展方面，公司提出 Move to Zero 倡议，指导公司朝零浪费和零碳的方向前进。本季度上个月在 Move to Zero 倡议中，公司推出了第一款功能鞋 Cosmic Unity，它有 25% 的重量可以回收循环利用，这款球鞋受到广泛的欢迎，目前也被 Anthony Davis 等 NBA 顶尖球星在球场上使用。公司重视并将在可持续发展材料和生产措施的持续投入，在《2020 财年影响力报告》中提出，到 2025 财年公司有望实现自有及自营设施的温室气体排放量减少 70%；实现 10 倍数量的成品废弃物将用于翻新、回收或捐赠的目标。

■ 业绩指引：Q4 收入大幅反弹，毛利率提升，SG&A 恢复疫情前投入水平

公司对品牌长期发展具有较好的信心，短期也预期出现逐季好转的业绩表现。具体指引如下：

- 1. 收入：**由于 20 财年 Q4 基数低，**21 财年 Q4 预计同比增长 75%，21 财年全年预计增长低到中双位数**，因为欧洲政府强制执行的限制措施从 4 月份开始放宽，而北美的库存运输时间则在缓慢改善。线上业务和 DTC 业务占比有望进一步提高。
- 2. 毛利率：**包括外汇汇率的 35 个基点的负面影响在内，**预计 Q4 同比增长 75 个基点**，主要是由于公司已经转向利润更高的 NIKE Direct 业务，部分被较高的物流和货运成本以及为清算 EMEA 地区多余库存进行的降价促销措施抵消；
- 3. SG&A：****预计金额同比略有上升**，主要由于公司计划投入水平恢复至疫情前水平，并继续进行加快数字化转型的投入力度；
- 4. 有效税率：****21 财年全年有效税率处于低到中双位数水平。**
- 5. 股东回报：****将从第四季度开始适度恢复股票回购。**

■ 投资建议：中国市场表现强劲，全球市场库存去化顺利，利好运动产业链龙头

Nike 大中华区增长强劲，未来仍在加快投资，强化数字化转型，线上线下无缝消费体验，开发本土化的产品系列，体现了对中国运动市场机遇的较强信心。同时，公司在对未来的指引方面也强调了疫后实现收入的反弹和毛利率的恢复，同时相关费用开支投入会恢复到疫情前的水平，对相关品牌公司的战略和财务表现提供了一定指引。我们看好受益品牌持续进行 DTC 转型，对供应链快速反应能力诉求加强，看好深度合作的龙头供应商**申洲国际**；同时我们看好受益大中华区运动市场高度景气，经营表现能力突出的中国运动品牌集团**安踏体育**、**李宁**；以及我们看好国际品牌核心合作伙伴，实现 DTC 战略的延伸，同步进行数字化转型的龙头零售商**滔搏**、**宝胜国际**。

■ 风险提示

1、海外疫情反复，门店恢复不及预期；2、行业库存去化慢于预期，品牌恶性竞争；3、市场系统性风险。

表 1：重点覆盖公司盈利预测与估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币元	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
02313	申洲国际	买入	142.75	3.39	3.40	4.29	42.1	42.0	33.3	8.5
02020	安踏体育	买入	100.92	1.99	1.91	2.86	50.8	52.9	35.3	13.6
02331	李宁	买入	39.77	0.62	0.70	0.95	64.2	56.7	42.0	12.9
06110	滔搏	买入	11.18	0.41	0.40	0.51	27.4	27.8	21.8	6.6
03813	宝胜国际	买入	1.48	0.16	0.06	0.19	9.3	23.3	8.0	1.0

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《海外跟踪系列九: AdidasFY20&5 年战略: 业绩全面恢复, 未来五年 DTC、大中华区、运动休闲驱动持续成长》
 ——2021-03-14
- 《海外跟踪系列八: NikeFY21Q2&AdidasFY20Q3: 业绩依次复苏》 ——2020-12-22
- 《海外跟踪系列七: NikeQ1: 中国增长强劲, 库存去化顺利, 逐季加速增长》 ——2020-09-25
- 《海外跟踪系列六: Adidas20Q2: 库存见顶业绩见底, 迎接 2021 体育大年》 ——2020-08-11
- 《海外跟踪系列五: NikeFY20: 大中华区强势复苏, 全球迎接触底回升》 ——2020-07-04

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

- 1.本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
- 2.本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观的出具本报告, 并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
- 3.本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有, 仅供我公司客户使用, 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内(不包括港澳台地区)的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人(如有), 无论是否曾经或现在为我公司客户, 均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则, 接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任; 如果因此给我公司造成任何损害的, 接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准, 采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不

构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032