

证券研究报告—动态报告/行业快评

纺织服装

海外跟踪系列十四

超配

(维持评级)

2021年09月27日

NikeQ1: 供应短缺下调全年指引, 预计 FY23 供应改善

联系人: 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9月23日, Nike披露截至2021年8月31日的FY22第一季度业绩, 营业收入122.5亿美元, 同比增加15.6%; 毛利率为46.5%, 同比增加1.7 p.p.; 归母净利润为18.8亿美元, 同比增长23%; EPS为1.16美元, 同比增长22%。
(业绩披露链接 <https://investors.nike.com/investors/news-events-and-reports/?toggle=earnings>)

国信观点: 1) FY22Q1 业绩: 收入略低于预期, DTC 引领增长, 利润率提升, 库存维持低位; 2) 分地区: 大中华区受疫情反复影响, 货币中性收入增长1%, 其余地区增长强劲, 数字化持续快速增长; 3) 经营状况: 数字化战略落实情况较好, 供应链状况恶化、预计进入23财年将改善; 4) 业绩指引: 供应链短期影响导致FY22和Q2指引下调, 但仍维持2025财年的目标; 5) 风险提示: 疫情反复, 影响时间与程度大于预期; 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 在全球零售环境不确定性较强的情况下仍实现稳健的增长, 库存进入健康水平, 但未来几个月内将面临一定的供应链影响, 长期看公司仍对2025财年的目标保持充分的信心。我们看好Nike核心供应商申洲国际、华利集团在全球供应紧缺背景下产能逆势扩张带来未来业绩高增长的确性, 同时我们看好国产品牌在国潮需求与供给稳定的环境下持续展现增长优势, 另外我们建议关注国际品牌核心经销商滔搏、宝胜国际估值偏低而未来业绩恢复的机会。

评论:

■ Q1 业绩: 收入略低于预期, DTC 引领增长, 利润率提升, 库存维持低位

收入增长15.6%低于预期, DTC 线上线下同步增长, 利润增速高于收入。公司Q1单季度实现营业收入122.5亿美元, 同增15.6%, 汇率中性下同同比增长12%, 低于市场预期(预期124.6亿美元)。其中, DTC业务增长25%, 主要是由于线下实体店增长24%, 超过了20Q1(疫情前)的水平; Nike Digital同比增长25%, 持续了强劲增长, 北美地区增速为43%。分品牌看, Nike牌/Converse牌收入分别为116.4/6.3亿美元, 分别同增16%/12%, 货币中性收入分别同增12%/10%。归母净利润为18.8亿美元, 同增23%; EPS为1.16美元, 同增22%。

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

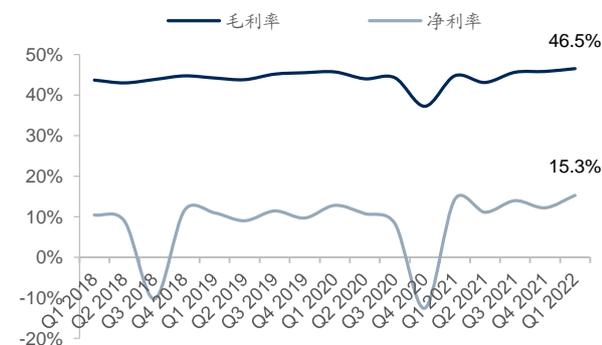


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

DTC 转型和全价销售占比的增加推动毛利率提升, 费用率正常化。公司 Q1 的毛利率为 46.5%, 同增 1.7 p.p., 比 FY20Q1 提升 0.8 p.p., 主要是由于 DTC 业务毛利率的提升、全价占比销售的提高, 运费的上涨对毛利率有一定的不利影响。SG&A 占收入 29.2%, 同比略微上升 1.1 p.p., 比 FY20Q1 减少 2.0 p.p., 主要是由于费用的正常化、数字化投入和 DTC 业务相关费用的影响。净利率为 15.3%, 同增 1.0 p.p., 比 FY20Q1 提升 2.5 p.p.。

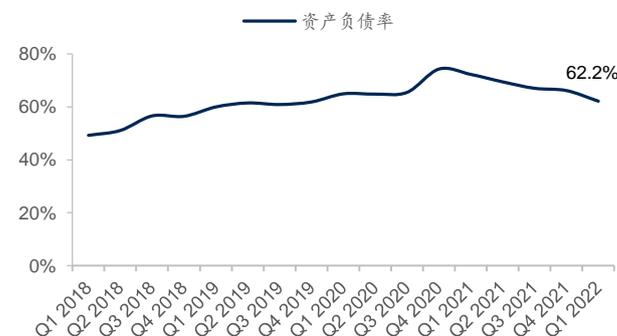
资产负债率为 62.2%, 同比减少 10.1 p.p., 比 FY20Q1 减少 2.8 p.p.。截至 8 月 31 日, 现金及等价物和短期投资为 137 亿美元, 比去年上升 42 亿美元, 主要是由于强劲的自由现金流, 部分被现金股息 (4.4 亿美元) 和股票回购 (7.4 亿美元) 抵消。

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

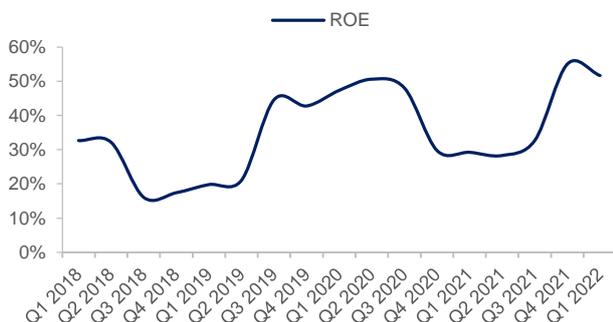
图 4: Nike 资产负债率水平



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

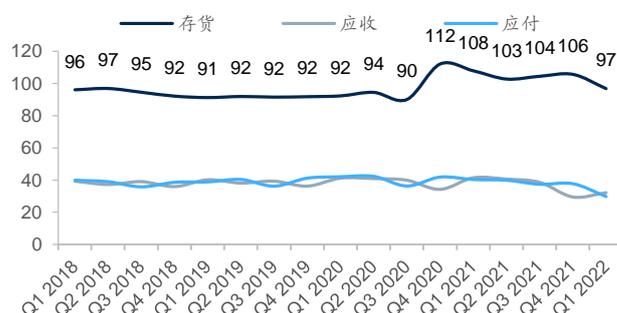
投资回报率回升, 周转情况改善, 处于十分健康的水平。ROE 为 51.6%, 同比增长 22.4%, 比 FY20Q1 增长 4.3 p.p.。存货有所改善, Q1 库存为 67 亿美元, 同比持平, 主要是由于强劲的消费者需求, 包括由于供应链中断在途库存上升的影响。存货周转天数为 97 天, 同比减少 11 天; 应收账款周转天数和应付账款周转天数分别为 32 天和 30 天, 分别同比减少 9 天和 11 天, 处于健康水平。

图 5: Nike 季度 ROE 水平



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 6: Nike 季度运营资金周转情况 (天数)



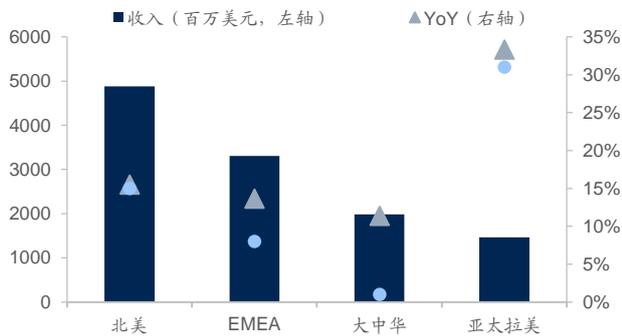
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

■ 分地区: 大中华区受疫情反复影响, 货币中性收入增长 1%, 其余地区增长强劲, 数字化持续快速增长

大中华区收入利润受疫情与天气影响, 数字化和 DTC 驱动大部分地区快速增长, 各地区将面临供应短缺。具体分地区看:

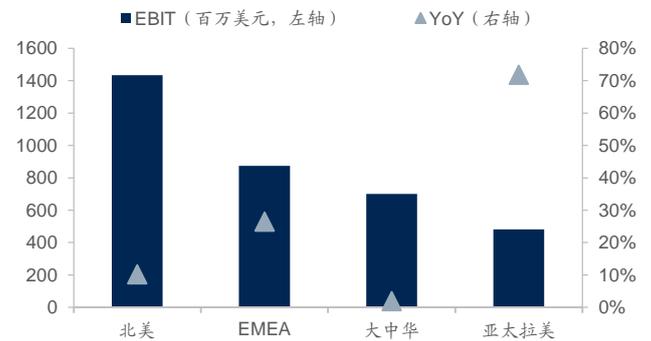
1. **大中华区: 受疫情反复影响, 收入增长 11.3%, 其中 DTC 下降 3%, 电商下降 6%, 库存正常化实现预期。** 一季度大中华区收入为 19.8 亿美元, 占比 17.0%, 同增 11.3%, 货币中性收入同增 1%, 符合公司预期; EBIT 为 7.0 亿美元, 同增 1.9%; EBIT margin 为 35.4%, 同减 3.3 p.p.。分渠道看, DTC 业务同比下跌 3%, 受 7-8 月关店影响, 疫情导致区域关闭或客流限制。线上方面, Nike Digital 同比下跌 6%, 但全价销售有双位数的增长、SNKRS 应用的需求增长 130% 以上; “618” 期间公司表现强劲, 线上收入同增接近 10%, 在天猫上仍是第一名的运动品牌。经验丰富的团队帮助地区实现目标中的库存正常化。
2. **北美地区: 直营门店和数字化业务推动收入强劲增长, 未来产品供应尤其批发渠道预计造成影响。** 一季度北美地区收入为 48.8 亿美元, 占比 41.9%, 同增 15.5%, 货币中性收入同增 15%; EBIT 为 14.3 亿美元, 同增 26.4%; EBIT margin 为 29.4%, 同减 1.4 p.p.。分渠道看, DTC 业务增长 45% 以上, 主要由于实体零售的回归推动了耐克门店增长超过 50%。线上方面, Nike Digital 增长超过 40%, 占比 26%, 维持强劲的增长势头。库存方面, 由于北美运输时间恶化, 库存同比增加 12%, 将对整个市场尤其是批发渠道的产品供应造成一定的影响。
3. **EMEA: DTC 增长慢于整体收入, 库存双位数下降, 但未来产品可用性将受一定影响。** 一季度 EMEA 地区收入为 33.1 亿美元, 占比 28.4%, 同增 13.6%, 货币中性收入同增 18%; EBIT 为 8.8 亿美元, 同增 26.4%; EBIT margin 为 26.5%, 同增 2.7 p.p.。DTC 业务货币中性收入增长 10%, 其中数字化业务增长 2% 但其中全价产品需求增长接近 30%。库存方面, 截至 8 月底耐克库存下降 14%, 清仓库存双位数下降。货品供应方面, 由于运输时间恶化在途库存水平上升, 将对未来的产品供应产生一定影响。
4. **APLA: 部分地区仍受疫情影响, 但数字化业务增长迅猛, 二季度将面临供应短缺。** 一季度 APLA 地区收入为 14.7 亿美元, 占比 12.6%, 同增 33.3%, 货币中性收入同增 31%; EBIT 为 4.8 亿美元, 同增 71.8%; EBIT margin 为 32.8%, 同增 7.4 p.p.。收入的增长主要是由 SOCO、日本、墨西哥和韩国带动, 而太平洋地区、东南亚和印度由于新冠疫情限制和政府强制, 增长较为缓慢。该地区线上有较好的表现, 数字化业务货币中性增长超过 60%, 主要得益于 Nike App 的扩展, 6 月 Nike App 在墨西哥和东南亚其他 6 个国家上线, 在本季度创造了 300 万的本地下载量。产品供应方面, 亚洲地区二季度将面临产品的短缺。

图 7: FY22Q1 Nike 分地区收入规模与同比变化情况



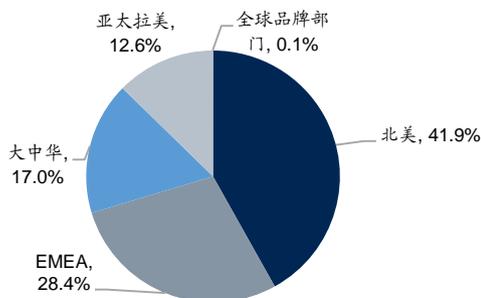
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 8: FY22Q1 Nike 分地区 EBIT 规模与同比变化情况



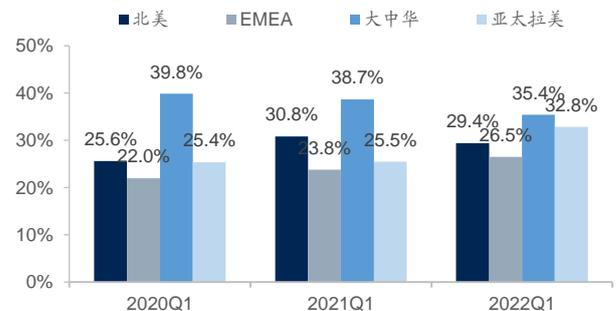
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 9: FY22Q1 Nike 分地区收入占比



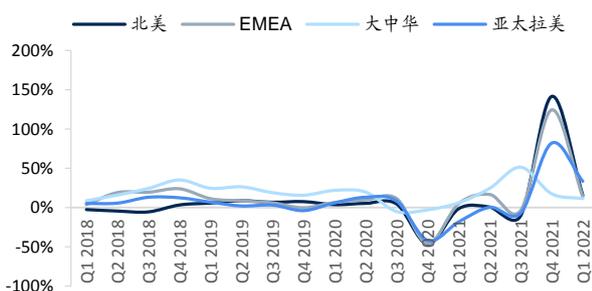
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 10: FY20-22Q1 分地区经营利润率



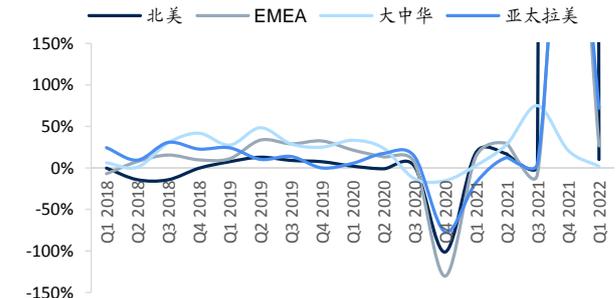
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 11: 单季度各地区报告收入增速



资料来源: 公司资料, 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: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

■ 经营状况: 数字化战略落实情况较好, 供应链状况恶化、预计进入 23 财年将改善

数字化战略提升消费者体验, 未来仍将为主要增长动力。本季度数字业务收入增长 29%, 货币中性收入增长 25%。Nike 的数字化优势可以同时体现在数字零售领域和实体零售领域。数字零售的强劲增长是由大量的会员购买带动的, 渗透率增长 14 p.p., 数字化使得公司能够对会员进行分析, 并提供个性化的产品和体验, 本季度已取得一定成效, 复购的会员数量同比增长 70% 以上。在实体零售领域, 公司利用数字优势提升实体门店的购物体验, 公司将 Nike Live 店开到韩国首尔, 并在店内推出 RFID 桌, 消费者只需把任两只鞋放在桌子上, 就可以比较它们的细节。本季度 Nike Live 店的收入增长超过 70%。此外, Nike App 店内购物功能和 O2O 服务也提升了消费者的购物体验。

供应链: 公司的供应链状况在本季度有所恶化,将在短期内对收入造成不利影响。由于港口拥堵和劳动力短缺,北美和 EMEA 的运输时间增加。在供应端,一季度越南和印尼工厂突然停产,9月23日起印尼工厂已全面投入使用,而越南自7月中旬以来损失10周的产量,预计从10月开始分阶段重新开工,并在几个月内实现全面投产,预计2023财年所有地区的货品供应将会恢复正常。

■ **业绩指引: 供应链短期影响导致 FY22 和 Q2 指引下调,但仍维持 2025 财年的目标**

由于供应链的影响,公司下调 FY22 和 FY22 Q2 的指引,但 2025 财年的目标没有改变。具体来看:

收入: 公司原本预计 22 财年收入将实现低双位数的同比增长,现在下调至增长 5%左右。其中,预计 Q2 收入将持平或下降低个位数,主要是由于工厂关闭影响了假日季和春季的生产及交货时间,亚洲地区将开始面临缺货。

毛利率: 公司预计 22 财年 will 实现 1.25 p.p. 的同比增长(原指引为 1.25-1.5 p.p. 的毛利率增长,现指引处于原指引的低段),主要是由于 DTC 转型、更多的全价销售和外汇的正面影响。但是由于假日季空运费的增加,预计 Q2 的毛利率增速将低于全年。

SG&A: 预计 SG&A 金额将增加中高双位数。公司将保持投资的步伐以便在长期保持行业领先地位。

2025 财年规划: 尽管有短期的经营动态,但公司仍维持 2025 财年的目标。

■ **投资建议: 看好核心供应龙头产能释放后业绩高增长,看好国产品牌供需占优的成长性优势,建议关注国际品牌核心经销伙伴业绩拐点**

Nike 在全球零售环境不确定性较强的情况下仍实现稳健的增长,库存进入健康水平,但未来几个月内将面临一定的供应链影响,长期看公司仍对 2025 财年的目标保持充分的信心。我们看好 Nike 核心供应商申洲国际、华利集团在全球供应紧缺背景下产能逆势扩张带来未来业绩高增长的确定性,同时我们看好国产品牌在国潮需求与供给稳定的环境下持续展现增长优势,另外我们建议关注国际品牌核心经销商滔搏、宝胜国际估值偏低背景下业绩恢复后的投资机会。

■ **风险提示**

1、疫情恢复不及预期; 2、全球经济与消费需求产生大幅度下滑; 3、行业竞争加剧; 4、系统性风险。

附表：相关公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
02020	安踏体育	买入	118.21	1.92	3.00	3.81	61.6	39.4	31.1	13.3
02331	李宁	买入	73.68	0.69	1.50	1.80	106.5	49.0	40.8	21.1
06110	滔搏	买入	7.59	0.45	0.52	0.62	17.0	14.6	12.3	4.9
03813	宝胜国际	买入	1.12	0.06	0.20	0.27	19.5	5.6	4.1	0.8
01368	特步国际	买入	9.50	0.21	0.34	0.43	45.6	28.1	21.9	3.4
01361	361度	无评级	3.07	0.20	0.20	0.24	15.3	15.6	13.0	1.0
03818	中国动向	无评级	0.68	0.31	0.16	0.10	2.2	4.4	6.8	0.3
NKE	耐克	无评级	969.12	23.06	27.24	31.99	42.0	35.6	30.3	28.9
LULU	露露柠檬	无评级	2802.66	29.25	44.26	54.65	95.8	63.3	51.3	28.9
ADS	阿迪达斯	无评级	2131.62	17.25	57.53	76.31	123.5	37.1	27.9	8.1
02313	中洲国际	买入	133.74	3.40	3.40	4.81	39.3	39.3	27.8	7.4
00551	裕元集团	无评级	13.24	-0.37	1.26	1.59	-36.0	10.5	8.3	0.8
02232	晶苑国际	无评级	2.31	0.25	0.36	0.43	9.3	6.4	5.4	0.9
02678	天虹纺织	无评级	9.32	0.57	2.48	2.21	16.4	3.8	4.2	1.1
601339	百隆东方	增持	86.39	1.79	2.36	2.97	48.3	36.5	29.1	9.1
000726	鲁泰 A	无评级	5.59	0.25	0.63	0.66	22.4	8.8	8.4	1.1
300577	开润股份	买入	6.04	0.11	0.48	0.84	54.9	12.6	7.2	0.7
603558	健盛集团	无评级	20.03	0.36	0.65	0.81	55.6	31.0	24.8	3.2
002042	华孚时尚	无评级	9.98	-1.31	0.63	0.83	-7.6	15.7	12.0	1.7
1476	儒鸿	无评级	4.84	-0.31	0.32	0.39	-15.6	15.0	12.3	1.3
1477	聚阳实业	无评级	141.63	3.57	4.93	5.78	39.7	28.7	24.5	9.3
9910	丰泰企业	无评级	57.00	-0.02	2.64	3.06	-3535.7	21.6	18.6	10.9
300979	华利集团	无评级	50.78	1.27	1.84	2.18	39.9	27.6	23.3	9.8
300888	稳健医疗	买入	81.61	9.80	3.77	4.51	8.3	21.6	18.1	3.3
002563	森马服饰	买入	8.06	0.30	0.65	0.81	26.9	12.5	10.0	1.9
600398	海澜之家	增持	7.17	0.41	0.69	0.77	17.5	10.4	9.3	2.4
603877	太平鸟	无评级	40.65	1.51	2.21	2.75	26.9	18.4	14.8	5.0
002029	七匹狼	无评级	6.17	0.28	0.37	0.41	22.0	16.8	15.0	0.8
601566	九牧王	无评级	14.17	0.64	0.62	0.70	22.1	22.8	20.3	1.9
002293	罗莱生活	无评级	11.91	0.71	0.85	0.99	16.9	13.9	12.0	2.3
01234	中国利郎	买入	3.91	0.47	0.55	0.63	8.4	7.2	6.3	1.3
03998	波司登	买入	4.83	0.16	0.19	0.24	30.5	25.4	19.9	-
ITX.MA	Inditex	无评级	242.66	8.85	7.73	9.02	27.4	31.4	26.9	6.7
9983	迅销	无评级	4564.32	52.40	126.10	142.00	87.1	36.2	32.1	8.2
002832	比音勒芬	增持	25.79	0.91	1.15	1.41	28.3	22.4	18.3	5.9
603808	歌力思	增持	13.99	1.34	1.10	1.30	10.4	12.8	10.8	2.1
603587	地素时尚	无评级	20.78	1.31	1.44	1.64	15.9	14.4	12.7	2.9
603839	安正时尚	无评级	8.20	0.50	0.77	0.86	16.4	10.6	9.5	1.2
03306	江南布衣	无评级	12.44	1.25	1.31	1.48	10.0	9.5	8.4	4.3
03709	赢家时尚	无评级	9.22	0.67	0.80	0.95	13.7	11.5	9.7	1.8
01913	普拉达	无评级	35.43	-0.17	0.49	0.78	-210.2	72.2	45.6	4.0
MC.PA	LVMH	无评级	4953.96	107.93	129.41	148.59	45.9	38.3	33.3	8.8
KER.PA	Kering	无评级	4947.90	139.36	178.08	208.77	35.5	27.8	23.7	6.9
CFR.SIX	历峰集团	无评级	715.92	37.37	17.39	24.33	19.2	41.2	29.4	57.4
RMS.PA	Hermes	无评级	9978.35	152.07	138.11	158.30	65.6	72.2	63.0	18.8

数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理预测

注：未评级公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期。

相关研究报告:

《纺织服装海外跟踪系列十三: AdidasQ2: 大中华下降 16%, 供应链 8 月下旬恢复, 业绩指引上调》
 ——2021-08-09

《纺织服装海外跟踪系列十二: Nike FY21: 大中华区逐步恢复, 新 5 年增长目标提速》 ——2021-06-26

《纺织服装海外跟踪系列十一: AdidasQ1: 新疆棉事件影响见底, 全年指引上调》 ——2021-05-09

《纺织服装海外跟踪系列十: NikeQ3: 大中华区增长强劲, 全渠道协同深化 DTC 发展》 ——2021-03-22

《纺织服装海外跟踪系列九: 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

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

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。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。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司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, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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