

## 纺织服装海外跟踪系列二十七

## 耐克三季度收入增长 19%，库存预期财年末回归正常

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 纺织服装

## ◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn  
联系人： 刘璇 0755-81982887 liucan5@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004

## 事项：

公司公告：2023年2月21日，耐克披露截至2023年2月28日的2023财年第三季度业绩，第三季度公司收入123.9亿美元，同比增长14%；归母净利润12.4亿美元，同比下降11%。

**国信纺织观点：**1) 2023财年第三季度业绩：单季度收入货币中性增长19%，库存金额较二季度回落5%；2) 分地区：大中华区疫情挑战下仍实现正增长、库存保持健康水位，其他地区均实现双位数增长；3) 业绩指引：上调2023财年收入报告口径至高单位数增长，毛利率预期下降2.5个百分点；4) 投资建议：库存预期于年末回归至健康水平，看好板块行情进入上行通道。本次业绩耐克收入增长强劲，全年收入指引小幅上调，进一步加强市场信心。库存如期回落，其中大中华区维持健康水平，并预计于年末各市场回归至健康水平，公司下调毛利率指引反映四季度加大库存清理力度。看好未来品牌库存周转率先行回升和供应商订单回暖的利好将持续催化兑现，重点推荐核心供应商**华利集团**、**申洲国际**。大中华区方面，耐克销售于1月转正、2月增势进一步加速，线下消费复苏趋势明显，且健康的库存水位助力企业加速新品上市服务消费者。看好核心零售商**滔搏**受益于品牌势能及库存轻装上阵加速零售增长，迎来低估值反弹机遇。同时，消费复苏、折扣环境改善大趋势下看好运动高景气赛道的消费复苏机遇，推荐**李宁**、**安踏体育**、**特步国际**。

## 评论：

## ◆ 2023 财年第三季度业绩：单季度收入货币中性增长 19%，库存金额较二季度回落 5%

三季度收入货币中性增长 19%，超出管理层预期，北美、EMEA、亚太拉美双位数增长，大中华区在疫情相对挑战的经营环境下增长 1%。耐克 2023 财年第三季度收入为 123.9 亿美元，同比增长 14%，货币中性收入同比增长 19%，其中销售量同比增长 10%，ASP 提升中单位数。

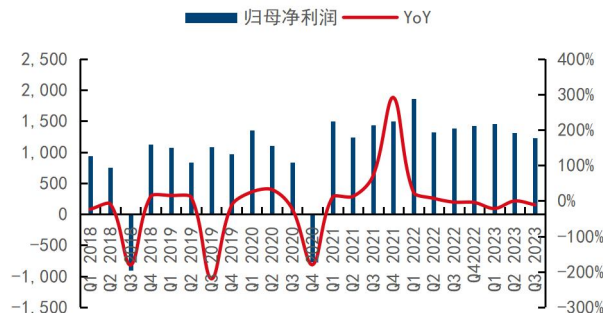
1. 分渠道看，Nike Direct 货币中性收入增长 22%，主要因会员购买频次提升以及各市场门店销售增长所致；Nike Digital 货币中性收入增长 24%，线上生意占比提升至 24%，主要受益于线上流量双位数增长，NIKE 线下同增 19%。批发业务货币中性增长 18%，连续两个季度实现超额增长，主要因：1) 批发商因终端销售加速需求较好，2) 本季度库存供应改善、零售商采购开放，3) 去年同期因供应限制形成低基数。
2. 分品牌看，Nike 牌收入 118 亿美元，货币中性条件下同比增长 19%，全部市场实现增长，其中北美、EMEA、亚太拉美双位数增速，疫情挑战下大中华区实现 1%增长；匡威牌收入 6 亿美元，货币中性收入同比+12%，主要是北美各渠道双位数增长被亚洲市场收入下降部分所抵消。
3. 分品类看，鞋、服货币中性口径分别同比增长 25%、10%。

图1：公司历年单季度收入与变化情况



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

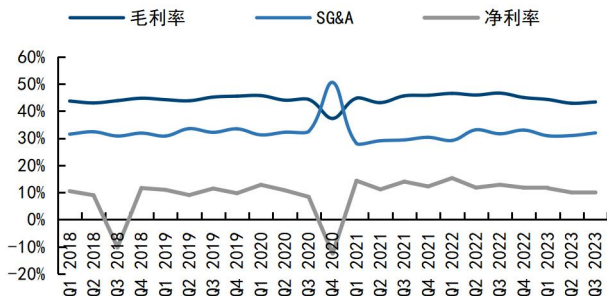
图2：公司历年单季度净利润与变化情况



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

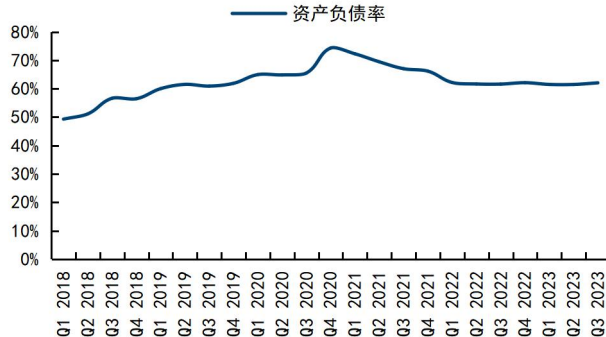
清库存高折扣力度、外汇逆风及生产成本提升致毛利率下降约 3.3 个百分点，SG&A 费率保持稳定。公司第三季度毛利率减少 3.3 个百分点至 43.3%，符合上轮指引预期，主要由高折扣力度以清理库存、持续外汇逆风、物流及原材料成本上升导致，战略性定价改善抵消部分负面影响。SG&A 费用率小幅上涨 0.3 个百分点至 32.0%，费用金额同比增长 15%至 40 亿美元，其中需求创造费用增长 8%至 9 亿美元，主要为广告与营销活动，运营管理费用增加 17%至 30 亿美元，主要由于薪酬费用、NIKE Direct 相关可变成本增加导致。本季度有效税率 16%，与去年同期基本一致（16.4%）。最终实现净利率 10.0%，同比下降 2.8 个百分点。

图3：公司历年单季度毛利率、费用率与净利率水平



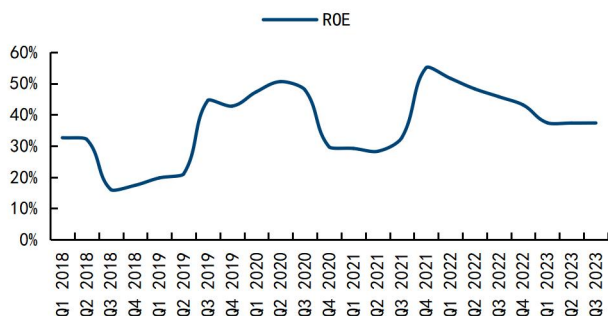
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图4：公司历年季度资产负债率水平

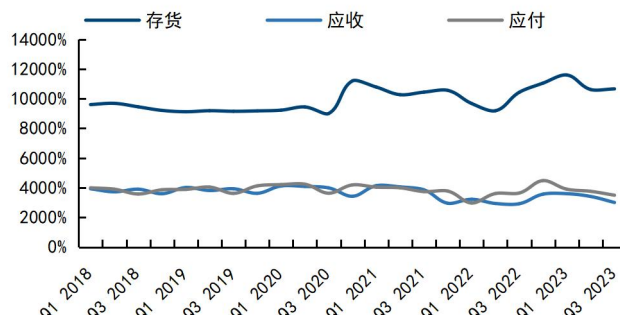


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

库存同比增长 16%，库存清理计划进展良好，环比下降 5%。库存金额为 89 亿美元，同比增加 16%，主要由于原材料及物流成本上升所致。公司库存去化效果显著：1）库存金额与库存量环比下降显著；2）分地区来看，北美库存金额同比+14%，公司对于批发渠道去库进展较为满意，终端售出大于进货；大中华区同比-4%，库存处于健康水平，为市场销售增长和新品上市奠定良好基础；3）分品类来看，服饰库存量实现同比下降，公司持续加大过剩服饰库存清理力度，其中北美市场服饰库存量下降高单位数。服饰库存问题为货品送到时间长，错过当季销售时间，本季度公司加强对于当季产品送达时间的关注，目前逐步接近疫情前水平；4）基于当前客流趋势，并且此前已削减春夏季货品采购，公司更加有信心在财年底各市场库存回归至健康水平，并且预计到年末库存量实现超计划下降。周转天数方面，存货周转天数为 107 天，同比+2 天，环比+1 天；应收账款周转天数为 30 天，同比+1 天；应付账款周转天数为 35 天，同比-1 天。ROE 为 37.3%，同比下降 8.4 个百分点，比 2021 财年第三季度增加 4.7 个百分点。

**图5: 公司历年单季度ROE与变化情况**


资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

**图6: 公司历年单季度运营资金周转情况**


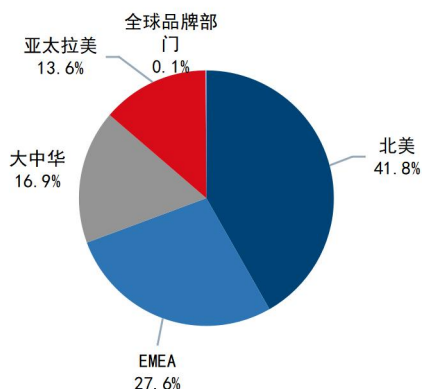
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

### ◆ 分地区：大中华区疫情挑战下仍实现正增长、库存保持健康水位，其他地区均实现双位数增长

收入端，大中华区收入同比增长 1%；其他地区实现货币中性收入双位数增长，消费需求强劲。利润端，息税前利润率同比下降 4 个百分点，各市场利润率均有小幅下降。营运端，北美地区库存金额同比增加 14%，库存去化进展良好；大中华区库存同比下降 4%，保持健康水平，为新品发售奠定较好基础。具体看：

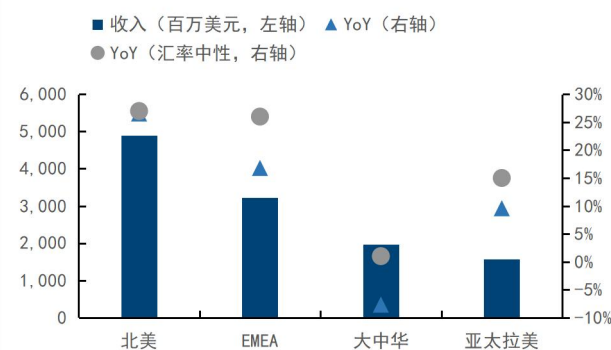
- 1) 大中华区：第三季度收入 19.9 亿美元（占比 16.9%），同比下滑 7.7%，货币中性口径同比增长 1%，疫情挑战下仍具备增长韧性。分渠道来看，NIKE Direct 货币中性收入增加 3%，其中 NIKE Digital 下降 11%，主要因疫情优化政策调整消费者回归线下消费。12 月因疫情高峰门店普遍关闭运营，下滑高个位数；1 月线下客流复苏，增速转正，春节期间及前后零售增长势头强劲；2 月在去年同期有春节的情况下增长势能相比 1 月加速。当前库存处于健康水位，有利于公司更好地进行新品上市服务消费者。息税前利润 7.0 亿美元，同比下降 10%；息税前利润率为 35.2%，同比下滑 1.1 个百分点。库存金额同比下降 4%。
- 2) 北美地区：第三季度收入 49.1 亿美元（占比 41.8%），实现同比增长 27%，货币中性收入增长 27%。2022 年末假期销售增长强势，趋势延续至 2023 年。分渠道来看，NIKE Direct 增长 23%，其中 NIKE Digital 同比增长 25%；线上销售中会员复购双位数增长，广告投入回报率持续改善。产品方面，运动表现系列和休闲生活系列均受益于强劲的消费需求获得较快增长；LeBron、Giannis、Luka 产品双位数增长，推动篮球品类实现份额提升；Invincible 2 发行表现亮眼，线上销售规模是 Invincible 2 销售的两倍；AIR Max 双位数增长，Jordan 品牌尤其受女性消费者欢迎实现双位数增长。息税前利润 11.9 亿美元，同比+23%；息税前利润率 24.2%，同比下跌 0.7 个百分点。库存金额方面，金额同比增加 14%。
- 3) EMEA 地区：第三季度收入 32.5 亿美元（占 27.6%），同比增长 17%，货币中性收入增长 26%。西欧国家市场（包括英国）均实现强劲增长。收入分渠道看，NIKE Direct 货币中性收入增长 39%；其中 NIKE Digital 同比增长 43%，线上流量双位数增长，平均客单价中个位数增长，NIKE.com 在新增会员数量方面表现领先，NIKE APP 会员活跃度双位数增长。公司持续优化线上消费体验，通过 O2O 业务、加强最后一公里配送、减少分次配送等提升线上盈利能力。EMEA 地区息税前利润 7.9 亿美元，同比增长 10%；息税前利润率 24.2%，同比下降 1.5 个百分点。
- 4) 亚太拉美地区：第三季度收入 16.0 亿美元（占比 13.6%），同比增长 10%，货币中性收入增长 15%，其中智利、阿根廷、乌拉圭业务向经销模式过渡带来 8 个百分点的外汇逆风。分渠道看，NIKE Direct 增长 22%，其中 NIKE Digital 同比+23%。产品方面，足球受益于 Phantom GX 的成功上市、12 月世界杯期间的强劲销售表现以及今年夏天女子世界杯的预热实现双位数增长；跑步销售增势强劲，其中 Invincible、Infinity 和 Pegasus 产品实现双位数增长。3 月公司于韩国首次引入 NIKE APP，后续还将在东京开设全新零售概念店 World of Flight，驱动乔丹品牌的国际化增长。息税前利润 4.9 亿美元，同比增长 1%；息税前利润率为 30.3%，同比下降 2.4 个百分点。

图7: FY2023第三季度分地区收入结构



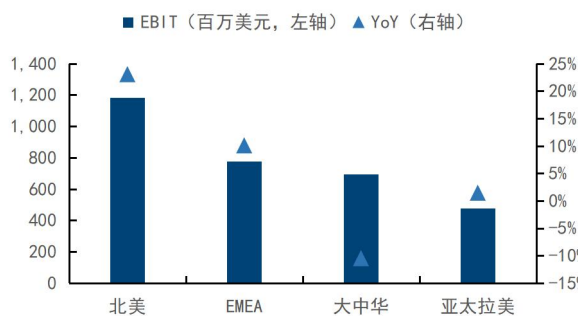
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图8: FY2023第三季度分地区收入规模与变化



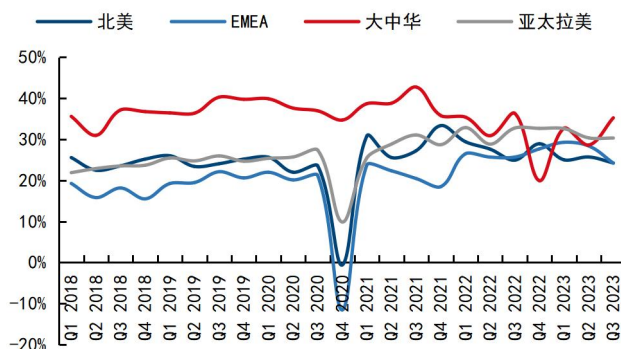
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图9: FY2023第三季度分地区EBIT规模与变化



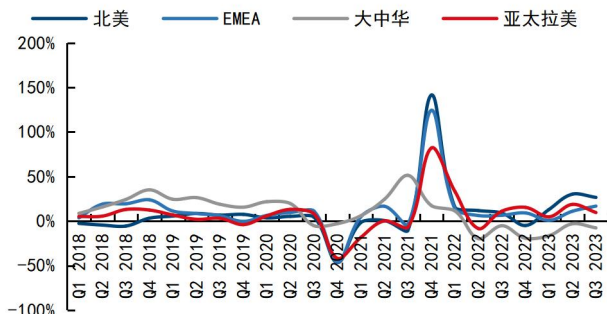
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图10: FY2021-FY2023第三季度分地区经营利润率



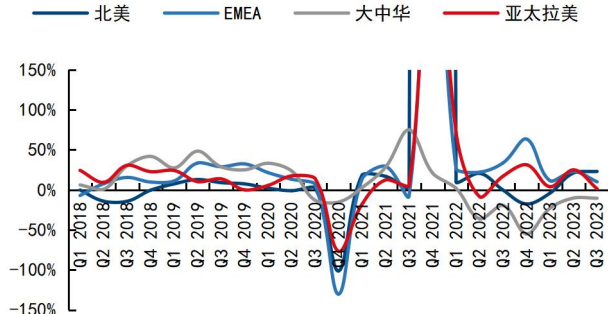
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司单季度各地区报告收入增长



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司单季度各地区报告EBIT增速



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

◆ 业绩指引: 上调 2023 财年收入报告口径至高单位数增长, 毛利率预期下降 2.5 个百分点

## 2023 财年指引：

- 收入：再次上调全年收入报告口径同比增速，预计实现高单位数增长（此前：中单位数增长）；本轮指引再次下调汇率不利影响，由上轮 700 基点下降至 600 基点。单看四季度，收入报告口径预期持平或低单位数增长；因前期减少春夏货品采购，使得公司和零售商处理当前过剩库存和提前到货库存，预期未来几个季度批发渠道增速较缓。
- 毛利率：预计同比下降 2.5 个百分点（此前：下降 2~2.5 个百分点），反映了 1）持续并加大库存清理；2）物流成本上涨（包括北美供应链成本上升）；3）外汇逆风影响约 100 基点。2024 财年预计影响毛利率的暂时性成本（海运费上涨、库存清理费用投入）将会修复。
- SG&A：上调指引，预计全年 SG&A 同比增长 10%（此前：高个位数），主要因优先库存清理、使市场重回健康的需求拉补模式，加大数字化转型、NIKE 运营模式创新的相关投入。2024 财年将继续关注费用管控和员工人数增长控制。
- 所得税：维持指引，预计全年有效税率在 10%~20% 高段（high-teens），主要因股权激励摊销本年减少。
- 库存：基于当前客流趋势，并且此前已削减春夏季货品采购，公司更加有信心在财年底各市场库存回归至健康水平，并且预计到年末库存量实现超计划下降。

## ◆ 投资建议：库存预期于年末回归至健康水平，看好板块行情进入上行通道

本次业绩耐克收入增长强劲，全年收入指引小幅上调，进一步加强市场信心。库存如期回落，其中大中华区维持健康水平，并预计于年末各市场回归至健康水平，公司下调毛利率指引反映四季度加大库存清理力度。看好未来品牌库存周转率先行回升和供应商订单回暖的利好将持续催化兑现，重点推荐核心供应商**华利集团、申洲国际**。

大中华区方面，耐克销售于 1 月转正、2 月增势进一步加速，线下消费复苏趋势明显，且健康的库存水位助力企业加速新品上市服务消费者。看好核心零售商**滔搏**受益于品牌势能及库存轻装上阵加速零售增长，迎来低估值反弹机遇。同时，消费复苏、折扣环境改善大趋势下看好运动高景气赛道的消费复苏机遇，推荐**李宁、安踏体育、特步国际**。

## ◆ 风险提示

疫情反复，下游需求不及预期，市场的系统性风险，国际政治经济风险。

## 相关研究报告：

- 《纺织服装双周报（2306 期）-服装社零同比转正，看好复苏下景气赛道成长》——2023-03-19
- 《纺织服装双周报（2305 期）-品牌服饰线上增长亮眼，板块回调后买点显现》——2023-03-12
- 《纺织服装海外跟踪系列二十六-阿迪达斯业绩下滑 71%，展望今年夏季库存明显改善》——2023-03-09
- 《纺织服装品牌力跟踪月报 202302 期-节后品牌营销积极，国际运动品牌热度回升》——2023-03-05
- 《纺织服装 3 月投资策略-品牌服饰加速复苏，制造出口边际向好》——2023-03-03

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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所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。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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