



海外运动行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告(深度)
 证券研究报告

前瞻研究组

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：杨欣（执业 S1130522080010）
 zhaozhongping@gjzq.com.cn yangxin1@gjzq.com.cn

联系人：王译
 wangyi9@gjzq.com.cn

耐克：巨头转身，期待二次增长

耐克业绩持续下滑，背后有自身和行业双重原因推动：

从运动行业竞争三维度看：①产品：运动行业历史上反复出现受新产品冲击领先者份额大幅下滑案例，1970-1980 年耐克美国市场份额从 0% 升至 35%，而 Adidas 份额从 70% 降至 5% 以下。1980-1987 年英国品牌锐步 Reebok 在美国 5 年之内拿到超 25% 份额，而耐克从 35% 降至 10% 左右。行业领导者无法完全在产品端实现持续领先，尤其是头部品牌产品力差距越来越窄情况下。认识到产品力差距缩窄以及新产品进攻的可能性，是理解运动品牌行业竞争的关键之一，这将进一步影响头部品牌如何确定营销方式，并且理解近些年新锐高端品牌和中低端品牌对于耐克市场份额发起的冲击。②品牌：赛事&运动明星锁定是传统打法，但该优势并非不可撼动。得益于篮球赛事的高集中度，耐克依靠 NBA 统治力维持了篮球鞋领域绝对品牌优势。但目前全球最重要的运动市场大多面临老龄化加速抬升，长期利好跑步需求，利空篮球需求。对于未来长期行业成长性更强的跑鞋赛道，田径明星全球影响力缺乏和赛事高分散度，导致没有品牌可以通过明星代言获取绝对优势，这正在削弱耐克竞争优势。③渠道：线上占比提升是渠道竞争大背景，但经销仍占主导地位。品牌价格水平最终决定经销商渠道的重要性，尽管耐克是运动行业最有价值品牌，但也不能忘记它中端定位的本质，在耐克进一步全球化扩张中，经销商重要性将越来越高。其过去几年对经销体系的忽略最终带来了业绩反噬。

尽管耐克业绩面临下滑，但仍具备相当的竞争优势：

①产品端：尽管行业技术仍在更迭，但高研发费用&优秀供应链绑定支持耐克产品力追赶。即使耐克在某个产品方向阶段性地落后于竞品，绝对的研发费用优势和优秀的供应链伙伴绑定可以支持耐克最终制作出技术相当的产品，这在本身技术难度并不高的运动行业是可以实现的。②品牌端：篮球赛道仍具统治力，跑步等领域优势下滑，但我们相信耐克可以学会跑步鞋不同于篮球鞋的营销传播方式来建立该领域的影响力，叠加强大资金优势，配合更好的跑鞋产品最终可以改变目前在跑鞋领域影响力的相对弱势地位。③渠道端：由于前期耐克存在对经销商渠道的有意控货，因此随着对经销商重视度提高，这部分由核心产品带来的销售额有望在经销商渠道回归，但是由昂跑、Hoka 抢走的高端需求领域，只能依靠新产品优势夺回。④管理层：管理层变更是推动改革成功的重要支撑，更具业务思维的老将回归，将提升公司整体战略和管理能力。

在现存竞争优势基础上，从短中长期视角看耐克业绩复苏动力：

①短期：渠道战略转向，推动经销渠道份额的回归。耐克已将经典系列球鞋供应向经销商倾斜；恢复与更多经销商合作；扩大新产品对经销渠道供给，用高质量新产品填充经销商货架；降低直营渠道（电商和实体直营店）的促销力度，将直营渠道功能进一步聚焦品牌力打造。②中期：推动新一轮产品创新周期，以创新应对竞争。24 财年下半年开始耐克已推动预期持续多年的产品创新周期，跑鞋产品创新已得到重视和执行，2022 年底开始耐克跑鞋造型和技术开始提升，产品差距已经大幅缩窄，但跑鞋重新获得市场领导权还需等到消费认知的进一步渗透以及旧产品库存的进一步消化。③长期：进一步全球化拓张，抓住印度、印尼等新兴市场的需求。耐克在全球仍旧具备明显影响力优势，是其他运动品牌难以比肩的，这是支撑耐克长期价值增长的根本。

在外部竞争内部改革背景下，短期业绩还将下滑，期待未来拐点到来：

①推动经销渠道复兴的战略背后，是对直营渠道的主动抑制。这将带来对业绩的短期冲击，尤其是体量最大，直营占比最高的北美。②推动产品创新周期的战略背后，是对传统经典产品线的供应控制。短期内这将对直营和经销渠道业绩均带来冲击。

风险提示

宏观经济不稳定带来的风险；行业竞争加剧的风险；新产品销售不及预期的风险

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费



内容目录

一、引言：耐克的式微，是百年前故事的重现吗？	5
二、运动品牌的竞争方式	7
2.1、如何看待产品力在运动品牌竞争中的角色？	7
2.2、如何看待品牌力在运动品牌竞争中的角色？	10
2.3、如何看待渠道力在运动品牌竞争中的角色？	15
三、如何看待耐克此时的投资价值？	17
3.1、耐克仍旧具备的竞争优势	17
3.2、推动耐克业绩恢复的三大动力	21
3.2.1、短期：渠道战略转向，推动经销渠道份额的回归	21
3.2.2、中期：推动新一轮产品创新周期，以创新应对竞争	22
3.2.3、长期：进一步全球化拓张，抓住印度、印尼等新兴市场的需求	23
3.3、近期业绩表现	23
3.3.1、分品牌表现	23
3.3.2、分地区表现	24
四、风险提示	25

图表目录

图表 1： 耐克过去 5-10 年在全球多个市场的份额出现下滑或停滞（%）	5
图表 2： 过去 5 年全球前 20 大市场中运动鞋份额提升最高的竞品品牌（%）	6
图表 3： 2021 年底至今耐克股价不断下探（%）	6
图表 4： 2023 财年以来耐克收入利润出现明显下滑（%）	6
图表 5： 1920-2010 年美国运动鞋市场主要品牌的更迭及市占率的变化（%）	7
图表 6： Reebok 在美国一炮而红的 Freestyle 系列	8
图表 7： Reebok 推出的风靡全美的 Pump 篮球鞋	8
图表 8： Adidas Yeezy 系列标志	8
图表 9： Adidas Yeezy Boost 350	8
图表 10： 头部多个品牌均已依靠自有技术生产出供主力 NBA 球星使用的篮球鞋	9
图表 11： 1970s 年代的 NBA 球星海报凸显了阿迪达斯的影响力	10
图表 12： 1970s 初阿迪达斯主导 NBA 时期的 Superstar Original 系列篮球鞋	10
图表 13： 1977 年 Nike 赞助的“开拓者”球队第一次获得 NBA 总冠军	10
图表 14： 1982 年耐克赞助的 28 名球星合影	10
图表 15： Jordan 代表北卡大学打入 NCAA 决赛现场画面	11



图表 16:	1984 年 10 月 Nike 与 Jordan 正式签约	11
图表 17:	2022 年世界运动鞋品牌市场份额耐克明显领先	12
图表 18:	2023 年 NBA 各品牌球鞋使用时长耐克遥遥领先	12
图表 19:	Reebok 的篮球鞋主要代言人——艾伦·艾弗森	12
图表 20:	Reebok 的篮球鞋主要代言人——奥尼尔	12
图表 21:	直接导致科比与阿迪达斯合作破裂的一款科比签名鞋	13
图表 22:	和阿迪达斯签约时的詹姆斯	13
图表 23:	世界 Top20 运动市场及规模 (百万美元)	13
图表 24:	世界主要运动市场国家的老龄化率均快速提升 (%)	13
图表 25:	美国篮球参与率在 18 岁后迅速下滑 (%)	14
图表 26:	老龄化时代日本各年龄段男性跑步参与率整体均有提升 (%)	14
图表 27:	美国 NBA 总决赛收视人数及收视率不断下降 (百万, %)	14
图表 28:	美国篮球比赛决赛收视率从 2000 年后不断下降 (%)	14
图表 29:	世界主流品牌跑步鞋代言人影响力局限在各国	15
图表 30:	足球鞋的专业性限制了明星对销量的实际影响	15
图表 31:	世界各国运动鞋服销售线上化率不断提升 (%)	15
图表 32:	运动品牌线上线下渠道分类	15
图表 33:	各运动及户外品牌跑鞋价格带分布比较 (元)	16
图表 34:	2022 年中国各线城市品牌门店占比 (%)	16
图表 35:	耐克各地区收入占比 (%)	16
图表 36:	2023 年全球各地区人口数量 (亿人)	16
图表 37:	2024 年运动品牌直营收入占比 (%)	17
图表 38:	2024 年运动品牌线下直营收入估测占比 (%)	17
图表 39:	2023 财年以来耐克资本化的研发费用投入明显增长 (亿美元)	17
图表 40:	耐克中国的代工厂示意图	18
图表 41:	耐克在越南的南河越南鞋业代工厂	18
图表 42:	耐克分类型产品销售收入变化 (百万美元)	18
图表 43:	耐克分类型产品销售收入复合增速 (%)	18
图表 44:	耐克篮球鞋内部 2 大品牌销售收入变化 (百万美元)	19
图表 45:	耐克篮球鞋内部 2 大品牌销售收入增速 (%)	19
图表 46:	耐克跑步鞋销售额从 2016 年后不断下降	19
图表 47:	《跑者世界》评选的 2024 年跑鞋 top13	19
图表 48:	耐克豪华的全球运动明星代言阵容	20
图表 49:	耐克 logo 和标语的识别度仍旧最高	20
图表 50:	耐克占美国最大鞋类经销商的销售比重近些年迎来下滑 (%)	20



图表 51: 2024 年 1-5 月美国球鞋经销商 Dick's 的耐克份额下滑, 昂跑/Hoka 持续提升 (%)	20
图表 52: 耐克新旧 CEO 履历对比——新任 CEO 长期深耕耐克业务一线	21
图表 53: 耐克北美/大中华区直营业务占比最高 (%)	22
图表 54: 耐克 EMEA/APLA 地区直营业务占比更低 (%)	22
图表 55: 耐克旗下跑步鞋从 2022 年末迎来了设计和技术的明显提升	22
图表 56: 2023 年东南亚/南亚代表性国家经济增速 (%)	23
图表 57: 耐克品牌经销和直营渠道收入历史增速 (%)	23
图表 58: 匡威品牌经销和直营渠道收入历史增速 (%)	23
图表 59: 北美地区经销和直营渠道收入历史增速 (%)	24
图表 60: EMEA 地区经销直营渠道收入历史增速 (%)	24
图表 61: 大中华地区经销直营渠道收入历史增速 (%)	24
图表 62: APAL 地区经销直营渠道收入历史增速 (%)	24
图表 63: Nike 直营渠道各地区历史增速 (%)	25
图表 64: Nike 经销渠道各地区历史增速 (%)	25



一、引言：耐克的式微，是百年前故事的重现吗？

成立于 1972 年的耐克，发展至今已有 50 多年，如果从 1984 年耐克签下乔丹走入长期份额提升的起点算起，至今有 40 年时间。40 年品牌的长期优势已经几乎让人认为耐克的竞争优势地位不可撼动，然而在近 5-10 年的时间之内，我们看到耐克的竞争优势地位受到了其他品牌的挑战，也受到了资本市场的质疑。

1) 过去 5-10 年，耐克在全球多个市场的份额出现停滞或下滑

在过去 5-10 年间，耐克在全球重要市场球鞋领域的市场份额出现了不同程度的下滑。在最重要的美国市场，耐克过去 10 年份额下降 8.9%，在市场规模第二大的中国市场，耐克过去 5 年的份额下滑 3.1%。2020-2024 年期间，纵观全球最大的 20 个国家市场，除了德国、韩国、巴西、澳大利亚、土耳其之外，耐克在其余 15 个市场的份额都面临下滑。

图表1：耐克过去 5-10 年在全球多个市场的份额出现下滑或停滞 (%)

国家	2015-2020	2020-2024	2015-2024
USA 美国	-6.2%	-2.7%	-8.9%
China 中国	4.8%	-3.1%	1.7%
Germany 德国	-2.9%	4.3%	1.4%
United Kingdom 英国	4.4%	-6.8%	-2.4%
Japan 日本	3.2%	-1.8%	1.4%
France 法国	-1.5%	1.6%	0.1%
India 印度	-1.8%	1.2%	-0.6%
Canada 加拿大	-0.1%	-1.5%	-1.6%
Mexico 墨西哥	3.3%	-1.2%	2.1%
South Korea 韩国	6.2%	3.9%	10.1%
Italy 意大利	3.7%	-2.6%	1.1%
Spain 西班牙	5.3%	-10.6%	-5.3%
Brazil 巴西	0.1%	0.4%	0.5%
Russia 俄罗斯	-0.2%	-7.9%	-8.1%
Australia 澳大利亚	2.3%	2.5%	4.8%
Poland 波兰	1.9%	-3.6%	-1.7%
Turkey 土耳其	-1.4%	10.6%	9.2%
Netherlands 荷兰	0.5%	-3.0%	-2.5%
South Africa 南非	3.1%	-4.4%	-1.3%
Argentina 阿根廷	-0.9%	-0.1%	-1.0%

来源：欧睿，国金证券研究所（该份额变化仅代表耐克在运动鞋 Sports Footwear 市场的份额表现）

2) 耐克面临的挑战者不仅包括新晋高端品牌，还包括传统运动品牌

我们梳理了这 20 个市场中运动鞋份额提升最明显的竞品品牌，发现除了市场讨论较多的新晋品牌昂跑 (On) 之外，还出现了几个老面孔，他们均在耐克份额下滑的同时，实现了品牌份额的明显提升。昂跑 (On) 是美国、日本、加拿大过去 5 年份额提升最明显的品牌，Puma 是德国、法国、印度过去 5 年份额提升最明显的品牌，Reebok 是英国、墨西哥、西班牙、巴西、澳大利亚、波兰、南非、阿根廷 8 个国家过去 5 年份额提升最明显的品牌。

因此我们看到耐克业绩的下滑背后，面临的冲击不仅来自于更高端的品牌，还来自于中低端品牌。



图表2: 过去5年全球前20大市场中运动鞋份额提升最高的竞品品牌(%)

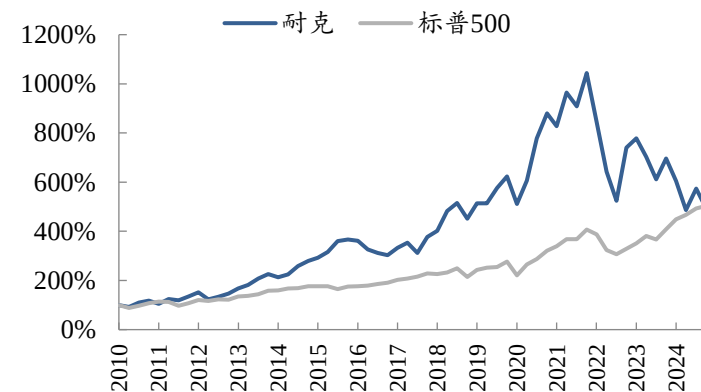
国家	品牌	2020-2024份额变化	同期耐克份额变化
USA 美国	On	4.0%	-2.7%
China 中国	Li-Ning	3.4%	-3.1%
Germany 德国	Puma	6.1%	4.3%
United Kingdom 英国	Reebok	2.4%	-6.8%
Japan 日本	On	2.5%	-1.8%
France 法国	Puma	1.3%	1.6%
India 印度	Puma	4.1%	1.2%
Canada 加拿大	On	2.7%	-1.5%
Mexico 墨西哥	Reebok	1.2%	-1.2%
South Korea 韩国	New Balance	5.7%	3.9%
Italy 意大利	Mizuno	0.6%	-2.6%
Spain 西班牙	Reebok	3.1%	-10.6%
Brazil 巴西	Reebok	3.6%	0.4%
Russia 俄罗斯	Sportmaster	4.7%	-7.9%
Australia 澳大利亚	Reebok	3.3%	2.5%
Poland 波兰	Reebok	2.4%	-3.6%
Turkey 土耳其	Adidas	13.7%	10.6%
Netherlands 荷兰	Skechers	0.2%	-3.0%
South Africa 南非	Reebok	2.0%	-4.4%
Argentina 阿根廷	Reebok	6.8%	-0.1%

来源: 欧睿, 国金证券研究所

3) 耐克的股价和业绩先后迎来下滑

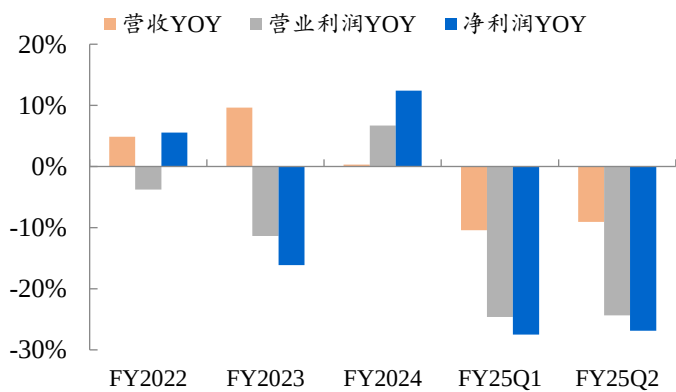
耐克的股价于2021年底到顶后持续下降, 2010年至今的收益率即将被标普500超过。从收入利润来看, 利润和收入表现从2022财年开始逐渐恶化, 2025财年的前两个季度, 营收和利润都迎来了大幅下降, 净利润下滑幅度超过25%。

图表3: 2021年底至今耐克股价不断下探(%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所 (图示为2010年至今的耐克&标普500股价涨幅)

图表4: 2023财年以来耐克收入利润出现明显下滑(%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所 (财年截止日为5.31, FY22截止于22.05.31)

持续几年的业绩低迷, 是耐克的一次短期调整, 给投资者一次低价买入优秀公司的机会? 还是代表竞争优势的丧失, 长期发展势能的转向? 这是关乎到此刻耐克投资价值的关键分歧所在。



我们发现答案可能隐藏在历史之中，回顾运动品牌的百年历史，曾经反复出现过“巨头衰落，新王诞生”的故事：

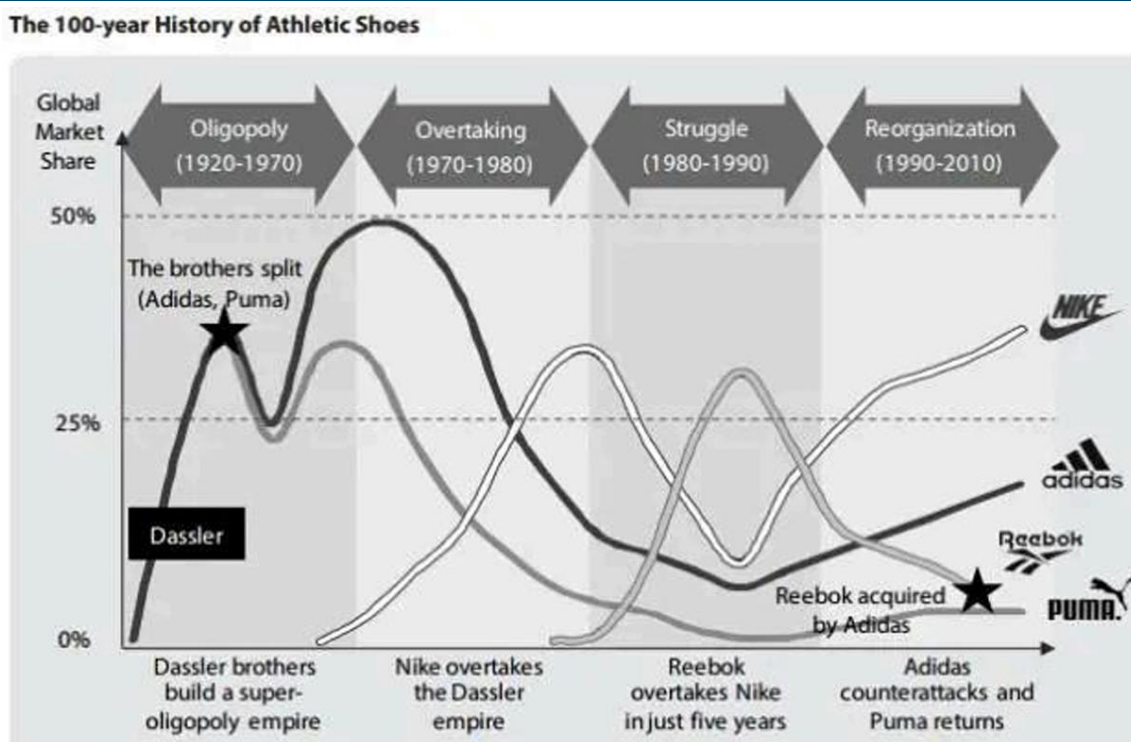
1970-1980 年：新品牌耐克崛起，在美国市场份额从 0% 提升至 35%。而 Adidas 的份额从 70% 下降至 5% 以下。

1980-1987 年：英国品牌锐步 Reebok 进入美国，5 年之内销售额增长 300 倍，拿到超过 25% 的份额，而耐克的份额从 35% 降低至 10% 左右。

1987-2010 年：锐步 Reebok 份额从超 25% 下降至不到 10%，耐克市场份额从 10% 提升至 40%。

百年来运动品牌的竞争方式本质上并无太大的变化，本次研究我们将结合历史上的品牌兴衰，去挖掘竞争优势在运动品牌之间转移的原因和规律，并结合此刻我们所处的时代背景和耐克公司的表现，提供针对于耐克的投资建议。

图表5：1920-2010 年美国运动鞋市场主要品牌的更迭及市占率的变化 (%)



来源：Samsung Economic Research Institute，国金证券研究所

二、运动品牌的竞争方式

2.1、如何看待产品力在运动品牌竞争中的角色？

1) 瞄准细分市场的“爆款”产品可助力新品牌份额的迅速提升

没有一个市场是不能靠一款绝对出色的球鞋攻破的，但历史级产品出现的概率较低。从产品的角度看，领先运动品牌并未有足够深的产品护城河，以完全抵御新品牌发起的进攻。一方面产品多样性非常丰富，优势品牌不可能拥有所有的优势品类，这就给予了新品牌依靠新产品发起进攻的空间。另外一方面，运动赛道也不像其他同质化绝对高的消费品赛道，导致所有玩家只能在渠道端和品牌端进行竞争，因此领先运动品牌在产品端只能取得相对优势，而不是绝对优势。这样的后来者故事在品牌发展历史中表现地非常彻底，无论是 20 世纪 Reebok 推出的 Freestyle 系列，还是 21 世纪 Adidas 发展的 Yeezy 系列，都是通过新产品抢到了大量的领先品牌的份额，而且我们相信未来还会有这样的故事发生。

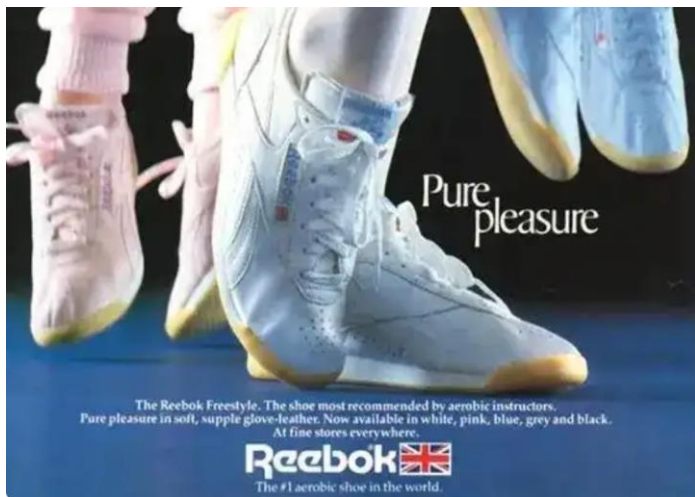
■ Reebok——Freestyle 横空出世

作为一个外来的英国品牌，在耐克市占率高达 30% 的背景下，1982 年 Reebok 依靠一款瞄准女性运动市场的运动鞋彻底打开了美国市场，并最终成为了市占率第一的运动品牌。Reebok 洞察到当时正有一股女性健美操的流行风潮席卷美国，然而市场上并没有专门面

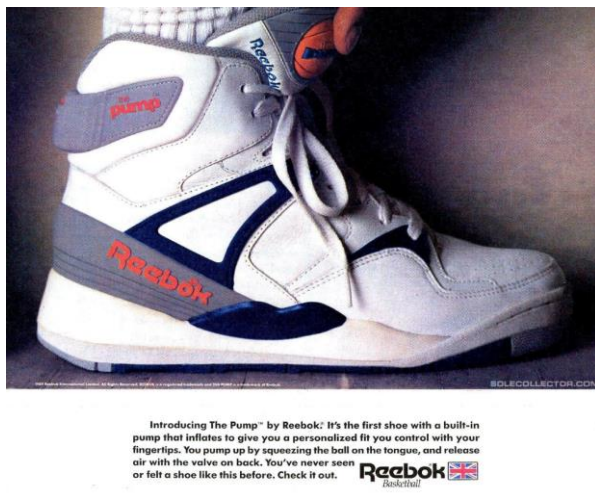


向该群体设计发布的产品，因此于 1982 年推出了品牌历史上第一双女性休闲健美鞋——Reebok Freestyle，全新的设计和精准的定位推动了销售额的爆发，1983 年锐步销售额为 1280 万美元，1985 年增加到 3.1 亿美元，1986 年锐步成为美国鞋类销售市场份额第一的品牌。此后 Reebok 还发布了经典的 Pump 篮球鞋系列，打入了美国篮球鞋市场。

图表6: Reebok 在美国一炮而红的 Freestyle 系列



图表7: Reebok 推出的风靡全美的 Pump 篮球鞋



来源: Reebok 官网, 国金证券研究所

来源: Reebok 官网, 国金证券研究所

■ Adidas——从 Nike 手中夺来的大热款 Yeezy 系列

Yeezy 系列出现的时间较晚，创始于 2009 年，但最终成为了 Adidas 旗下几乎可以匹敌耐克 Jordan 系列的存在。Yeezy 系列创始于 2009 年，早期选择和耐克合作，2013 年合作终止后 Adidas 开始了和 Yeezy 的长期合作，最终成为阿迪达斯的“销量之王”，在阿迪达斯 2021 年销售额中占比高达 8%，达到 17 亿美元，同比增长 31%，2022 年该系列为 Adidas 贡献了 7% 的利润。

图表8: Adidas Yeezy 系列标志



图表9: Adidas Yeezy Boost 350



来源: Adidas 官网, 国金证券研究所

来源: Adidas 官网, 国金证券研究所

2) 头部品牌之间产品力的差距已越来越窄

不得不承认在这个已经发展接近 100 年的运动行业中，头部品牌之间的产品力差距已经明显缩窄。以制造难度更高、结构更复杂、产品应用场景要求更高的篮球鞋为例，耐克之外的其他品牌已拥有足够成熟的技术，来生产出供 NBA 主力球星使用的篮球鞋，如安德玛利用 HOVR 技术生产的库里系列，Adidas 利用 Boost 技术生产的哈登系列，6 进总决赛 4 次夺冠的库里已经用结果证明了 HOVR 技术的可靠性。



图表10: 头部多个品牌均已依靠自有技术生产出供主力 NBA 球星使用的篮球鞋

	Nike	Adidas	Under Armour
球鞋系列	 Jordan系列	 Harden Vol.系列	 Curry系列
赞助球星	 乔丹	 哈登	 库里
防震技术	 Air技术	 Boost技术	 Hovr技术

来源: 耐克、阿迪达斯、安德玛官网, 国金证券研究所整理

况且当年耐克签下乔丹的时代, 业界并未认为耐克的球鞋技术达到了阿迪达斯的水平。在耐克创始人传记《鞋狗》中提到“1979 年我们逐渐走入正轨, 销售额达 1.4 亿美元。更让人欣喜的是, 我们的质量也在快速提升。行业内部的人写了很多文章, 称赞我们“终于”生产出比阿迪达斯好的鞋。就我看来, 这些内行人认识到这一点太晚了。除了早期一些小失误, 我们的质量在数年间一直名列前茅, 而且我们从未停止过创新”。足以可见支撑一个 NBA 巨星成功的核心仍在于球星本人的素质与能力, 而不是球鞋的技术, 球鞋技术达到基础标准就足够对球星构成支持。

认识到产品力差距的缩窄以及新产品的进攻可能性, 是理解运动品牌行业竞争的关键之一, 因为这将进一步影响到头部品牌如何确定营销方式, 并且理解近些年包括新锐高端品牌和中低端品牌对于耐克市场份额发起的冲击。

3) 专注带来专业, 产品定位摇摆不定往往是运动品牌丧失消费者的主要原因

随着行业产品供给不断增加, 在眼花缭乱的产品当中, 专业性是吸引消费者的利器。一方面专注能够使公司更加聚焦某一个细分方向, 从而保证产品技术研发上的高水平。另外一方面, 尤其是随着近些年品牌间产品力本质上相差不大的时代下, 品牌专注的战略会带给消费者“专业性”的标签。因此当近些年初生的新晋品牌瞄准一个细分需求, 做好扎实的产品制造和品牌推广后, 天然具备相比传统优势品牌更强的“专业性”, 因为传统品牌的产品线过宽, 而消费者往往因为新品牌更加聚焦, 而觉得其更加专业。

Reebok 在 90 年代末的没落, 带给我们的重要启示之一, 就是摇摆不定的品牌定位最终会失去消费者的青睐。Reebok 在美国的兴起源于休闲健美鞋, 因此消费者的固有印象仍旧在休闲鞋领域, 而 90 年代的 Reebok 尝试同时期向多个细分赛道进行扩张, 频繁改变鞋子的款式, 由于短时间开拓的方向过多, 导致每一个细分方向都没有得到足够的产品研发和技术支持, 而呈现给消费者的定位混乱, 最终不仅没有在篮球、橄榄球等新赛道站稳脚跟, 也没有守住原有的休闲鞋领域的优势地位, 最终失去了品牌自身的独特定位和品牌调性。



2.2、如何看待品牌力在运动品牌竞争中的角色？

1) 重要赛事和运动明星的锁定是传统打法，但优势并不是不可撼动

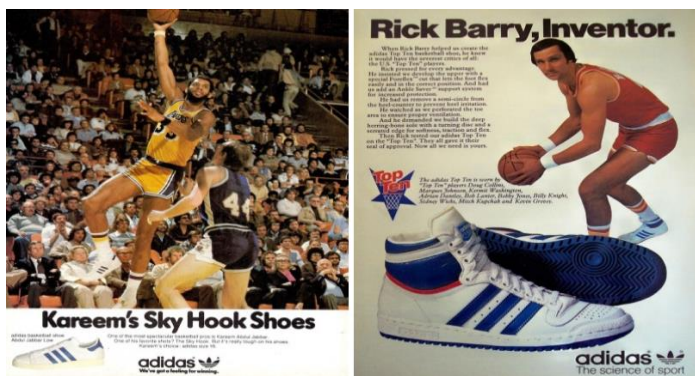
锁定重要赛事和关键运动明星是所有运动品牌的打法，我们认为历史上这个战略下新品牌如何超过优势老品牌的案例，具备更高的研究意义。主要包括2段历史，第一段是1970s-1980s年代期间，在阿迪达斯具备统治力的NBA市场，耐克最终获得绝对优势的历史。第二段是1990年代后Reebok、Adidas尝试在NBA冲击耐克但最终收效甚微的历史。

■ 第一段：耐克如何在NBA建立超越阿迪达斯的影響力？

➢ 1970s年代早期，NBA中超过75%的球员习惯穿阿迪达斯球鞋

只赞助已经证明实力的顶级球星，是阿迪达斯的核心策略。这个策略看起来稳固而有效，依靠现有的成熟顶级球星，来实现对于篮球的影响力。NBA的核心球星全都成为阿迪达斯的合作对象，包括1970年代NBA最具统治力的中锋之一贾巴尔、纽约尼克斯队传奇后卫弗雷泽、1970年代ABA/NBA双料巨星欧文，在这样的影响力之下，还未成为巨星的乔丹在高中时期最喜欢的品牌就是阿迪达斯，这就是阿迪达斯赞助策略的实施效果，实际上这些穿阿迪达斯球鞋的球员当中，有不少并未得到阿迪达斯的直接赞助。

图表11：1970s年代的NBA球星海报凸显了阿迪达斯的影響力



图表12：1970s初阿迪达斯主导NBA时期的Superstar Original系列篮球鞋



来源：阿迪达斯官网，国金证券研究所

来源：阿迪达斯官网，国金证券研究所

➢ 1973-1984期间，耐克依靠赞助低流量新人和高中篮球队实现影响力的提升

“Pay to wear”战略帮助耐克逐渐积累在NBA的影响力，耐克选择那些还未崭露头角的新人进行赞助，并且稳步开拓各个地区的高中篮球队，为球队免费提供篮球鞋和服装，从而逐步提升自身影响力，这些是阿迪达斯主动忽略的地区，因为这些球员都还没有验证自己的市场影响力。最终耐克赞助的开拓者球队，首次进入季后赛就爆冷获得NBA总冠军。耐克在NBA的影响力得到第一次明显提升，阿迪达斯的统治力出现了缝隙。

图表13：1977年Nike赞助的“开拓者”球队第一次获得NBA总冠军



图表14：1982年耐克赞助的28名球星合影



来源：耐克官网，国金证券研究所

来源：耐克官网，国金证券研究所



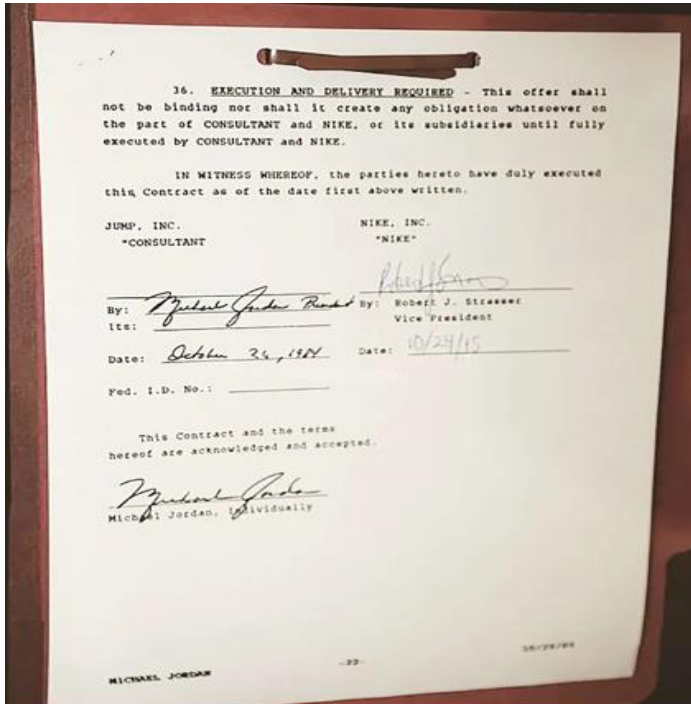
➤ 1984 年飞人乔丹的出现，彻底帮助耐克推翻阿迪达斯在 NBA 的统治地位

1984 年耐克放弃此前的大规模球员赞助策略，将大部分资金集中在乔丹一人身上，此次押注才是真正推动耐克影响力提升的关键。作为刚刚入选 NBA 的新人，耐克就提出为乔丹提供个人品牌，并且承诺球鞋收入的终身分成，均创了 NBA 历史先例。这些当时看来冒险的举措，最终换来的成果超出了所有人的预期，乔丹最终成为 NBA 历史上最闪耀的巨星，并且借由 1980s 之后全球 NBA 的转播成为了具备国际影响力的明星，这为耐克后期在全球的拓张奠定了竞品短期难以超越的消费者基础。

图表15: Jordan 代表北卡大学打入 NCAA 决赛现场画面



图表16: 1984 年 10 月 Nike 与 Jordan 正式签约



来源：耐克官网，国金证券研究所

来源：耐克官网，国金证券研究所

第一段历史证明了，领先品牌只能暂时垄断赛事和巨星，无法实现永久的统治地位，因为总会有新的巨星冒出来，而在他们的萌芽时刻，比拼的或许不是财力，而是眼光或者运气。层出不穷的新星，带给领先品牌持续的紧迫感，因为如果有竞品能够押注成功下一代巨星，那格局就可以完全被改变。

但对于耐克而言，我们认为乔丹级别的巨星出现的概率非常低，乔丹的高度不仅来自于个人的超强素质，还有当时的篮球热和 NBA 开始在全球传播的时代背景，乔丹是篮球史上缔造出的第一个全球巨星，并且同时具备了很高的个人素养，尽管退役多年，其个人形象仍旧保持良好，这进一步增加了 Jordan 品牌的稀缺性。

同时我们也看到耐克押注乔丹成功之后，并未再坚持押注个别明星的策略，仍旧实施了广泛的球员赞助覆盖政策，2023 年耐克包括乔丹品牌在 NBA 球员的占有率达到 75%，一定程度上进一步降低了竞品通过下一代巨星超越耐克的可能性。

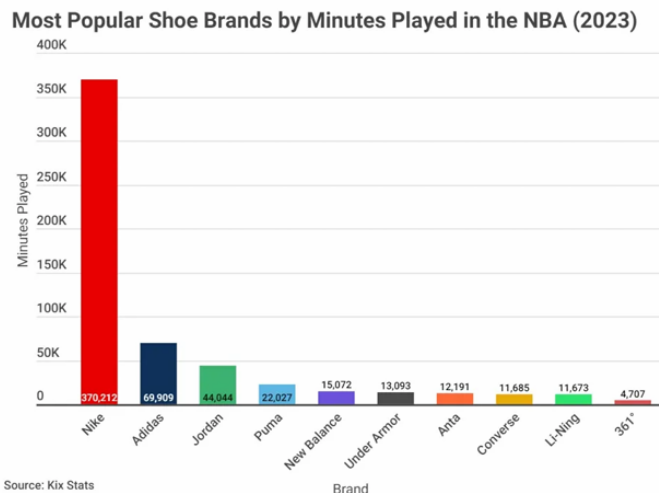


图表17: 2022 年世界运动鞋品牌市场份额耐克明显领先



来源: Statista, 国金证券研究所

图表18: 2023 年 NBA 各品牌球鞋使用时长耐克遥遥领先



来源: Kix Stats, 国金证券研究所

第二段: 90 年代后为何 Reebok 和 Adidas 始终未能在 NBA 超越耐克?

Reebok 在 90 年代进军篮球鞋市场, 并签约了艾伦·艾弗森和沙奎尔·奥尼尔, Adidas 在 90 年代签约科比, 2000 年初签约詹姆斯, 但最终都未能对耐克的领先地位产生大的影响, 我们认为这两个案例反映了体育明星代言中的两大要点:

第一, 除了体育明星的专业能力, 其精神素质和退役后的表现也大大影响品牌的长期影响力。尤其以 Reebok 签约的艾弗森为例, 艾弗森被认为是 NBA 历史上最伟大的得分手和最有影响力的球员之一, Reebok 与艾弗森签约时不仅看重了他的专业能力, 以及他所代表的“嘻哈文化”, 但随之而来的是艾弗森长期存在的酗酒问题, 以及被部分民众攻击的脏辫造型, 职业生涯结束后的几年内还穿出无法偿还欠款的负面新闻, 这些最终都影响到了其系列球鞋的市场地位。而 Reebok 的第二大主要代言人奥尼尔, 因为其外形对消费者印象产生了影响, 对于一双篮球鞋, 消费者更希望他们的代言人具备“飞人”一样的能力, 而不是绝对的大个子。

Reebok 对于代言球星选择的缺陷, 最终未能使其在 NBA 建立起足够的影响力, 也集中体现了什么才是优质的经得起历史检验的体育明星。

图表19: Reebok 的篮球鞋主要代言人——艾伦·艾弗森



来源: Reebok 官网, 国金证券研究所

图表20: Reebok 的篮球鞋主要代言人——奥尼尔



来源: Reebok 官网, 国金证券研究所



第二，对于优质的体育明星，能否保持稳定的合作，是拉开体育品牌差距的重要因素，而这方面我们认为和资金规模以及公司文化高度相关。阿迪达斯连续失去科比和詹姆斯的案例，集中体现了运动品牌在构建品牌力的关键环节——球星代言，是存在明显差距的，而个体的事件最终会影响到品牌在一个赛道中的全球影响力。阿迪达斯与科比的合作破裂，主要原因在于阿迪达斯对科比签名鞋系列的重视度不高，在球鞋设计环节并未足够尊重科比个人的意愿，草草设计，最终交付出了造型独特，并且销量大幅下滑的系列篮球鞋。并且在麦迪和科比的押注中选择了前者，最终科比选择支付违约金提前与阿迪达斯解约。而阿迪达斯未能与年少的詹姆斯签约成功，是因为临时将合同约定的金额从1亿美金修改为7000万美金，从而失去了詹姆斯的信任。

阿迪达斯连续失去科比和詹姆斯两个未来的篮球巨星，体现了“挖掘巨星”行为的难度之大。这个背后还有耐克（2000年收入90亿美元）、阿迪（2000年收入48亿美元）本身公司收入体量的差距，建立在明显收入优势上的耐克，拥有更多耐心，也可以承担更多的机会成本，再叠加耐克和阿迪管理层的文化差异，最终我们看到耐克在体育明星代言方面拥有着相当大的优势。

图表21：直接导致科比与阿迪达斯合作破裂的一款科比签名鞋



来源：阿迪达斯官网，国金证券研究所

图表22：和阿迪达斯签约时的詹姆斯



来源：阿迪达斯官网，国金证券研究所

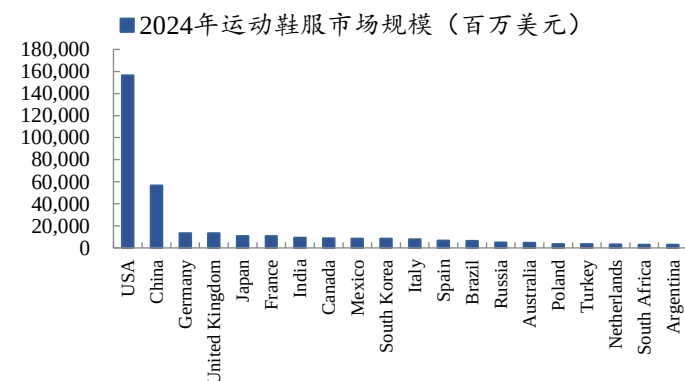
2) 篮球潮流的下降，跑步需求的崛起，正在冲击耐克的品优势

■ 未来很长时间内跑步鞋行业需求将强于篮球鞋

原因一：全球最重要的运动市场大多面临老龄化加速抬升，利好跑步需求，利空篮球

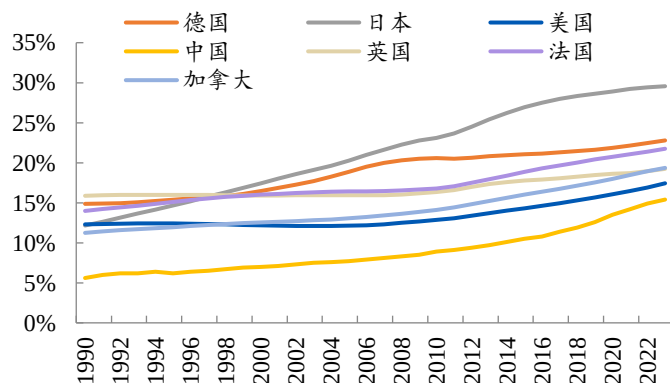
全球最大的运动市场分别是美国和中国，此外Top20的其他国家多数位于欧洲，截止2023年这些国家的老龄化率均已不低，并且已进入加速提升阶段。

图表23：世界Top20运动市场及规模（百万美元）



来源：欧睿，国金证券研究所

图表24：世界主要运动市场国家的老龄化率均快速提升(%)



来源：世界银行，中国国家统计局，国金证券研究所（此处的老龄化率为65岁

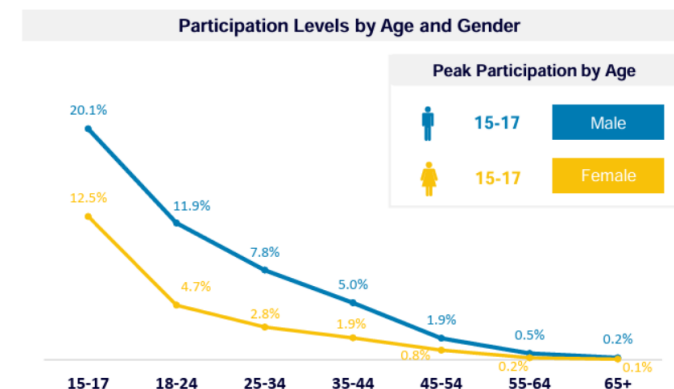


以上人口占比)

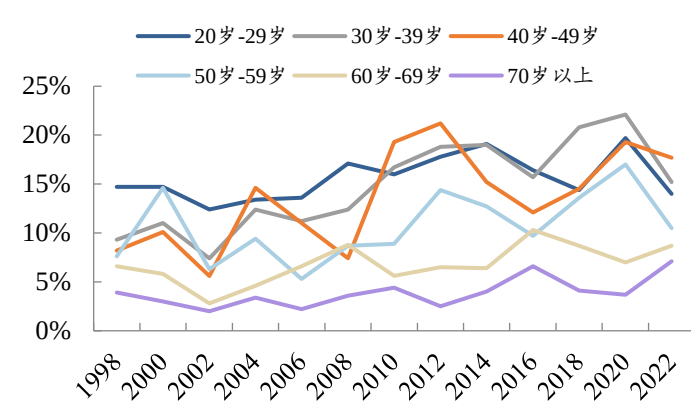
老龄化提升的趋势，利好的是跑步鞋的需求，而不是篮球鞋需求。我们以美国和日本的数据为例，篮球的参与率通常在 18 岁之前达到高峰，此后逐步下降，尤其在 30 岁以后参与率达到非常低的水平。而跑步需求有所不同，日本的数据呈现出 2 大趋势：第一，在日本老龄化率不断抬升的 30 年间，各年龄段的跑步参与率均有所提升，这来源于老龄化社会整体健康意识的提高；第二，30-50 岁人口的跑步参与率可以达到 20-29 岁人群的水平，跑步参与率并没有随着年龄增长而降低。因此随着主要国家老龄化率的加速提升，跑步需求将在全球长期跑赢篮球需求。

图表25：美国篮球参与率在 18 岁后迅速下滑 (%)

图表26：老龄化时代日本各年龄段男性跑步参与率整体均有提升 (%)



来源：SportAus，国金证券研究所



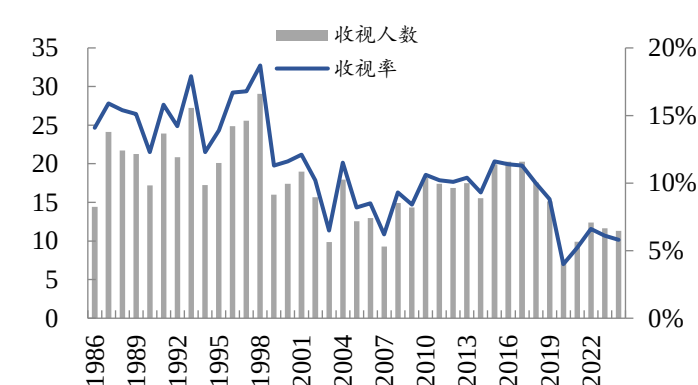
来源：笹川体育财团官网，国金证券研究所

原因二：流媒体发展、比赛对抗性降低等多种因素导致篮球比赛收视率逐步下降

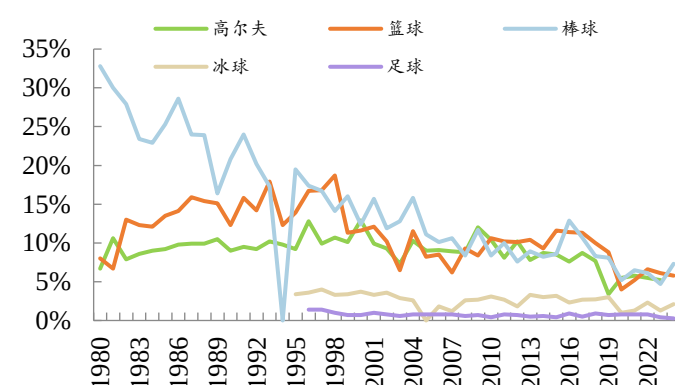
NBA 的收视率在 90 年代达到高峰，此后不断下降。收视率的下降由多种原因引起，首先是流媒体发展导致内容丰富性远超 90 年代，分流了原本注意力在篮球的非核心消费者；其次是 NBA 比赛好看度下降（三分球太多，篮下技术犯规以及身体对抗的减少）；还包括巨星缺乏以及广告太多等多种因素的影响。NBA 收视率在全球的下降，一定程度上降低了篮球明星代言的影响力。

图表27：美国 NBA 总决赛收视人数及收视率不断下降 (百万, %)

图表28：美国篮球比赛决赛收视率从 2000 年后不断下降 (%)



来源：Wikipedia，国金证券研究所



来源：Wikipedia，国金证券研究所



■ 田径明星缺乏篮球明星的全球影响力，耐克很难通过明星代言获取绝对心智优势

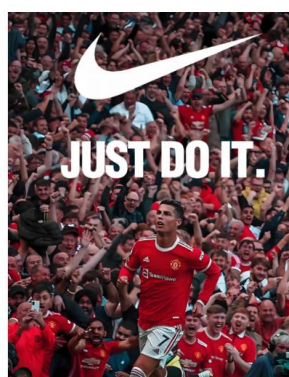
NBA 通过聚集全球最强的篮球队阵容，将篮球领域的话语权集中在几个核心球星身上。而跑步鞋的代言群体——明星田径运动员（大多是短跑、长跑及马拉松运动员）在全球呈现相当分散的分布，也没有集中性的联赛制度，这最终削弱了单一明星的全球影响力，因此当我们梳理各个品牌旗下跑鞋的代言人时，我们发现了众多感觉陌生的面孔。

而欧洲足球联赛的巨星梅西、C 罗常常被作为例子来反驳以上的理论，我们认为有些细节被大家忽略了。梅西和 C 罗确实具备和顶级 NBA 球星一样的全球影响力，但由于他们实际使用并代言的产品是足球鞋（往往是钉鞋），实际上并没有一双普通消费者可以使用的跑鞋是由这两位球星直接用来比赛的，因此最终他们并没有起到类似于乔丹、科比等篮球明星对旗下签名鞋销量的直接推动作用，品牌商在钉鞋方面的技术宣传也很难链接到跑步鞋产品上，足球明星在赛场的统治力也很难归因到跑步鞋的技术之上。

因此我们认为耐克在跑步鞋领域的品牌影响力优势远远不及篮球鞋，跑步鞋领域的品牌竞争相对更加分散化，某种程度上这给予了新品牌成长的机会。

图表29：世界主流品牌跑步鞋代言人影响力局限在各国

图表30：足球鞋的专业性限制了明星对销量的实际影响



来源：各品牌官网，国金证券研究所

来源：各品牌官网，国金证券研究所

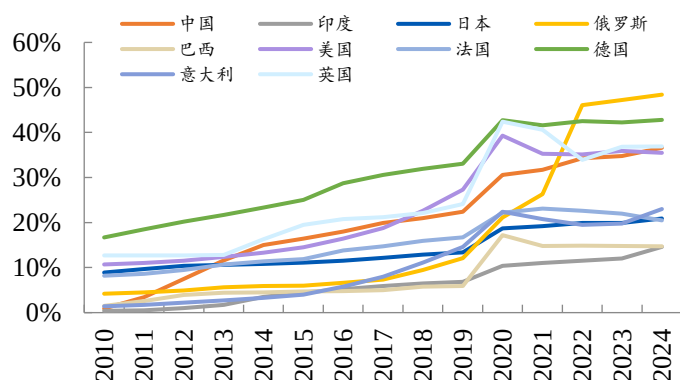
2.3、如何看待渠道力在运动品牌竞争中的角色？

1) 线上渠道占比已明显提升，是当今运动品牌渠道竞争的大背景

过去 10 年（2014-2024 年）大部分国家的运动鞋服线上渠道占比都实现了翻倍。在全球最大的一些运动市场国家中，美国线上占比从 13.3% 提升至 35.5%，中国线上占比从 15% 提升至 36.6%，日本线上占比从 10.8% 提升至 20.9%，其他国家的线上占比也有不同程度上涨。

图表31：世界各国运动鞋服销售线上化率不断提升（%）

图表32：运动品牌线上线下渠道分类



来源：欧睿，国金证券研究所

分类	细分渠道
线上	品牌官网
	第三方网购平台—官方店
	第三方网购平台—经销商店
线下	耐克工厂店（折扣销售）
	耐克概念直营店 经销商门店

来源：国金证券研究所整理



2) 品牌的价格水平最终决定经销商渠道的重要性

■ 中端价格定位导致耐克对经销商依赖度很高

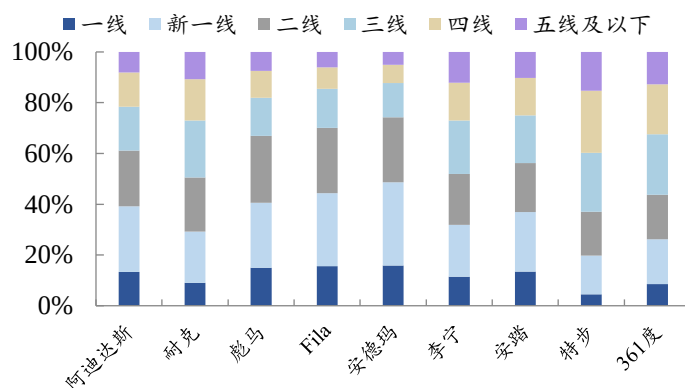
尽管耐克是全球运动行业最有价值品牌,但也不能忘记它中端定位的本质,这样的定位决定了耐克对经销商的高依赖度。以各品牌的跑鞋价格带为例,新晋品牌 On、HOKA、LuLuLemon、始祖鸟价格处于最高水平,李宁安踏等中国品牌的价格处于相对较低水平,而耐克的价格定位介于两个群体之间。

价格定位越高的品牌,其目标消费群体越少,消费者的地域集中度越高,对经销商依赖度相对越低。因为中低端品牌需要经销商网络帮助品牌覆盖广大的下线市场,以中国市场为例,耐克依靠广大的经销商网络,最终实现了堪比中国本土品牌的高覆盖率,在线上化率只有 30%的运动服饰行业,这是仅靠直营店和官方网店完全无法做到的覆盖水平。

图表33: 各运动及户外品牌跑鞋价格带分布比较(元)

图表34: 2022 年中国各线城市品牌门店占比(%)

	入门	中端	高端
耐克	300	500	800
阿迪达斯	300	500	800
亚瑟士	300	400	600
索康尼	300	500	800
李宁	200	400	800
安踏	200	400	600
特步	200	400	700
361度	200	400	600
On	1000	1300	1700
Hoka	1000	1500	2000
LuLuLemon	1000	1500	2000
始祖鸟	1000	1500	3000



来源: 天猫官网, 国金证券研究所整理

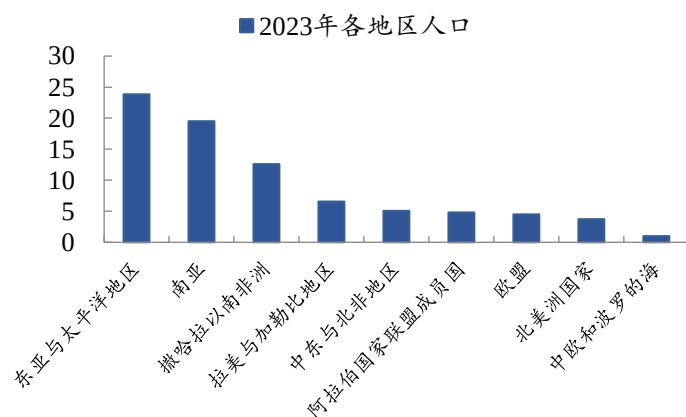
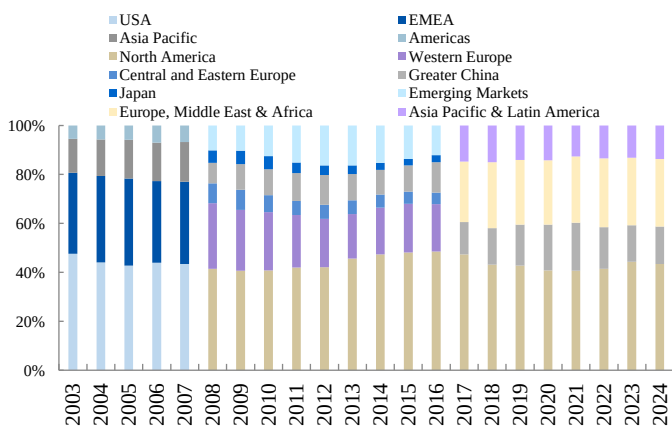
来源: 极光 Aurora, 国金证券研究所(统计的门店中包含经销商门店)

■ 按照耐克目前收入体量,过度重视直营店,模仿高端品牌并不利于自身的扩张

按照耐克目前收入体量,进一步全球拓张是在高基数之上寻求快速增长的最好甚至是唯一途径。随着美欧市场渗透率的提高,中国、东南亚、印度市场的重要性还将持续提高,目前耐克大中华区销售额占比仅为 15%左右,东南亚印度市场占比还很低,作为世界人口最多的两大区域,随着各地区经济的继续发展和运动健康意识的成熟,未来将在耐克的业务版图中占据更高的比重,也是耐克未来增长核心动力来源。而这些地区的深度扩张将进一步依赖于各地区的经销商网络。

图表35: 耐克各地区收入占比(%)

图表36: 2023 年全球各地区人口数量(亿人)



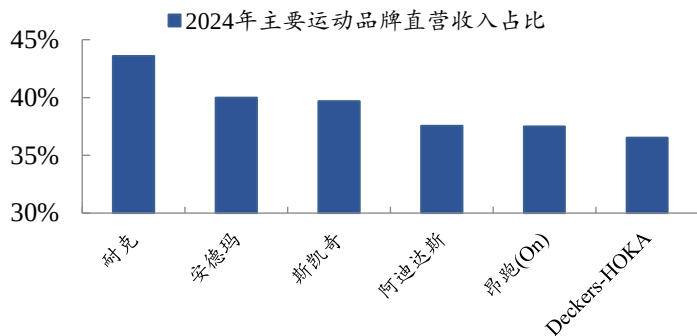
来源: 耐克年报, 国金证券研究所

来源: 世界银行, 国金证券研究所

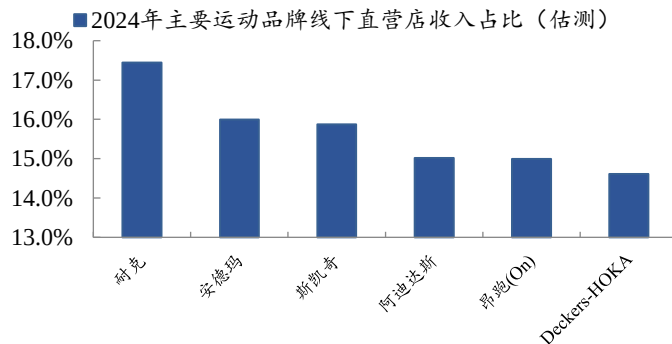


现在还没到直营重要性大于经销商的时刻，在进一步全球化渗透和扩张中，经销商的重要性将越来越高。近几年耐克北美地区的 DTC 战略执行过度，直营收入占比已达到接近 44% 的比重，超过了其他运动品牌。我们认为对于拓张空间已不足的市场来说，适度的直营化将一定程度上有利于业务利润率的提高，但北美的 DTC 战略执行过程中已出现刻意减少经销商供货来推高直营占比的情况，这已经不是一种自然的生长模式。更不要说将 DTC 战略进一步覆盖到中国等渗透率还未满，市场更加纵深，对经销商依赖度更高的地区，这并不是目前正确的拓张方式。

图表37：2024 年运动品牌直营收入占比 (%)



图表38：2024 年运动品牌线下直营收入估测占比 (%)



来源：各运动品牌年报，国金证券研究所

来源：各运动品牌年报，国金证券研究所（线下直营店收入估测占比=直营收入占比*（1-线上销售占比），此处线上销售占比参考耐克水平取 60%）

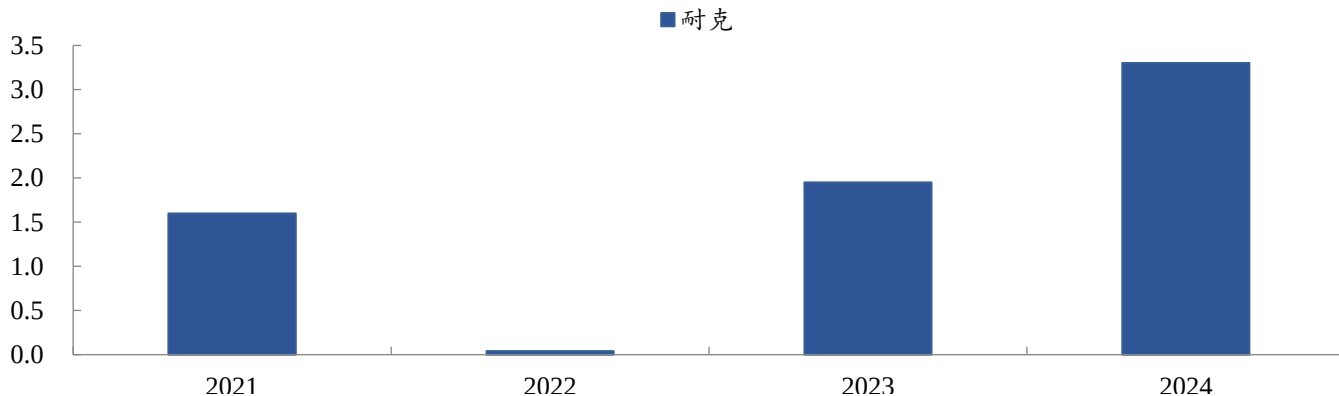
三、如何看待耐克此时的投资价值？

在充分认识和讨论行业竞争方式的基础上，接下来让我们重新审视耐克目前的投资价值。总体上我们认为耐克的长期投资价值仍在，增长故事还远未结束，但短期业绩仍处于持续下滑中，我们将结合耐克仍旧牢固的竞争优势，以及未来重点的增长方向：①短期看经销商渠道的回归；②中期看跑步鞋等新需求的表现；③长期看全球化的进展，最终对耐克此刻的投资价值进行判断。

3.1、耐克仍旧具备的竞争优势

1) 产品端：尽管行业技术仍在更迭，但高研发费用&优秀供应链绑定支持耐克产品力追赶。耐克不一定能够保证每款产品技术的领先，但建立在营收优势上的研发投入给与了快速追赶的可能。现代运动行业的产品经历了近百年的发展，已经度过了早期技术快速迭代的阶段，在整体技术更迭缓慢的时代，耐克明显的收入体量优势支持它投入大量的研发费用，2023 财年和 2024 财年耐克仅资本化的研发费用金额就分别达到 1.95 亿和 3.3 亿美元。即使耐克在某个产品方向阶段性地落后于竞品，绝对的研发费用优势可以支持耐克最终制出技术相当的产品，这在本身技术难度并不高的运动行业是可以实现的。

图表39：2023 财年以来耐克资本化的研发费用投入明显增长 (亿美元)



来源：耐克年报，国金证券研究所（耐克并未披露全部研发费用投入，此处数据为当年新增的资本化研发费用）



耐克作为体量最大的运动品牌，在供应链合作方面具备一定“排他性优势”，优先的产能供应/更好的研发对接将提高新产品研发生产的效率和质量。绝对体量优势&更强的品牌影响力在供应侧体现的更加明显，而且该优势可以覆盖所有产品线。尤其在耐克推动产品创新周期的阶段，新产品从研发到落地，将获得供应链端充分的支持，且耐克供应链关系非常稳定和持久，和供应商更高的契合度都将推动新产品的高效落地，并且保证产品的质量水平。

图表40：耐克中国的代工厂示意图



来源：polytpe.com，国金证券研究所

图表41：耐克在越南的南河越南鞋业代工厂



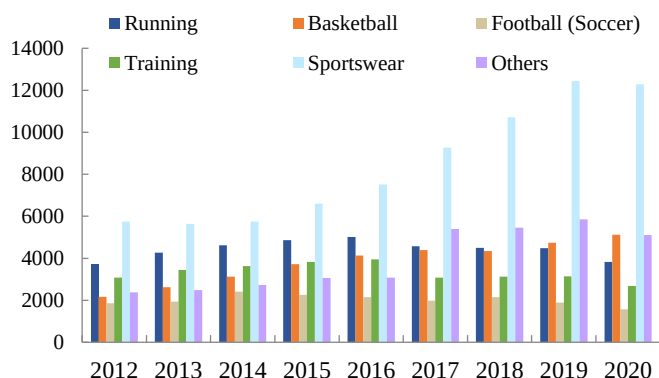
来源：中国皮革，国金证券研究所

2) 品牌端：篮球赛道仍具统治力，跑步等领域优势下滑，但全球影响力仍旧卓越

■ 耐克在篮球领域基本盘优势稳固

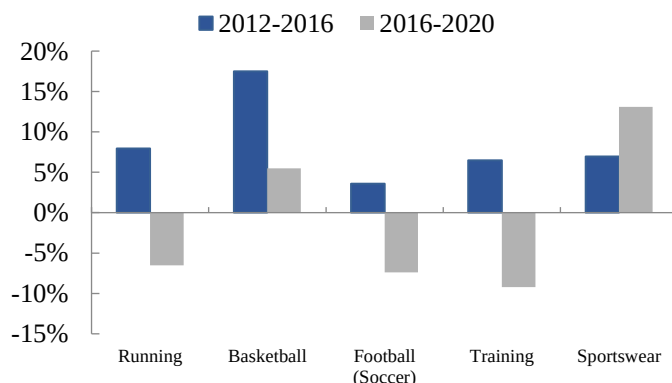
耐克在篮球领域建立的品牌影响力依然稳固，没有看到其他品牌在篮球领域影响力的明显威胁，反映到耐克业绩方面，篮球依然是鞋类当中增速最快，韧性最强的品类。由于2021年后耐克暂停公布运动品类的收入，从2016-2020年的品类销售数据来看，跑步鞋、足球鞋和训练鞋的增速都出现明显下滑，跑步鞋从2016年后营收就开始下滑，篮球鞋保持了5.5%的复合增长。

图表42：耐克分类型产品销售收入变化（百万美元）



来源：耐克年报，国金证券研究所（2021年开始耐克不再按照运动类型披露数据）

图表43：耐克分类型产品销售收入复合增速（%）

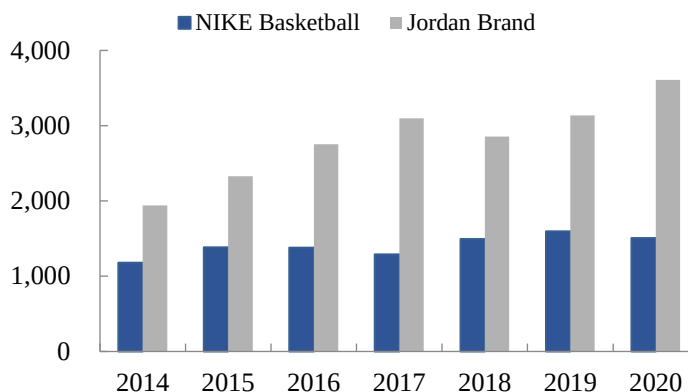


来源：耐克年报，国金证券研究所（2021年开始耐克不再按照运动类型披露数据）

从篮球鞋内部来看，Jordan系列增长强劲，Nike品牌增速放缓。篮球鞋内部品牌力最强，价位相对最高的Jordan系列增长强劲，尽管在近两年耐克业绩放缓的背景下，Jordan系列的表现依然很好，近两年耐克又不断更新科比系列、勒布朗系列，科比系列球鞋的市场热度快速上升。

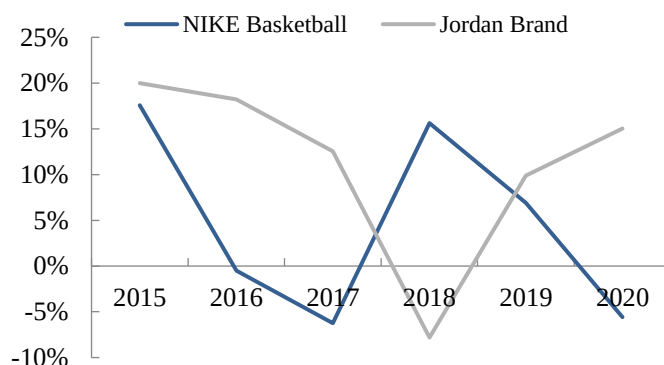


图表44: 耐克篮球鞋内部2大品牌销售收入变化(百万美元)



来源: 耐克年报, 国金证券研究所 (2021 年开始耐克不再按照运动类型披露数据)

图表45: 耐克篮球鞋内部2大品牌销售收入增速(%)



来源: 耐克年报, 国金证券研究所 (2021 年开始耐克不再按照运动类型披露数据)

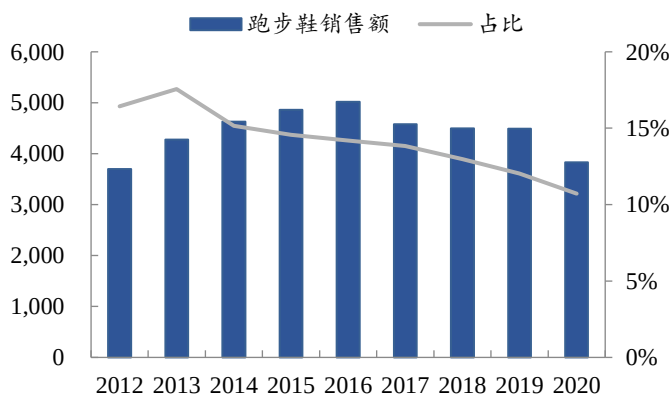
■ 耐克在跑步鞋等领域竞争优势有所下滑, 但仍存在追赶的可能

品类的特性决定了耐克很难在跑鞋领域建立类似于篮球领域的品牌优势, 近些年耐克跑鞋创新滞后, 又忽视了经销渠道的发展, 从而降低了耐克在该领域的竞争优势。耐克跑鞋销售额从2017年开始就呈现发展停滞甚至降低的趋势, 再加上2021年开始管理层专注于DTC战略, 主动减少和部分经销商渠道的合作, 导致聚焦跑步赛道的其他品牌迅速抢占了原本属于耐克的货架空间, 进一步攫取了市场份额, 主要竞争对手包括昂跑、Hoka、亚瑟士、NewBalance等品牌。

而我们认为跑步赛道的成长性长期将优于篮球赛道, 尤其是在耐克的主力市场——老龄化率较高的欧美中日地区, 因此目前跑鞋方向的失利对耐克长期构成的影响较大。

但失去的优势是存在追赶可能的, 目前的强势跑鞋品牌只是得益于对跑鞋赛道的聚焦+优秀的产品, 从而更早地在专业跑者圈中建立了口碑, 随后扩散到跑步社群, 进一步扩散到普通消费者圈, 这样的传播方式更符合目前流媒体时代的传播方式, 和耐克传统的球星代言方式有很大不同。2024年《跑者世界》杂志评选的最优秀的跑鞋名单中, 耐克阿迪以外的品牌占比超过70%。我们相信耐克可以适应并运用这样的传播方式来建立跑鞋领域的影响力, 叠加强大的资金优势, 配合更好的跑鞋产品, 最终可以改变目前在跑鞋领域影响力的相对弱势地位。

图表46: 耐克跑步鞋销售额从2016年后不断下降



来源: 耐克年报, 国金证券研究所

图表47: 《跑者世界》评选的2024年跑鞋top13



来源: 跑者世界, 国金证券研究所



■ 从全球角度看，耐克品牌影响力仍具显著优势，这将继续支撑耐克的全球化扩张

耐克历史上高质量的营销活动所传递出的品牌精神内核，以及其在全球运动圈的影响力仍然显著领先，这是竞争对手难以复刻的无形资产。自1988年推出"Just Do It"的口号以来，伴随着一代代运动巨星的成长，耐克成为全球范围内影响力最大的运动品牌，竞争对手想要达到同样的水平，需要巨额的资本投入/长时间的积累/高质量的营销。随着耐克进一步向东南亚、南亚甚至非洲扩张，其无形的品牌优势是很强的竞争壁垒。

图表48：耐克豪华的全球运动明星代言阵容

图表49：耐克 logo 和标语的识别度仍旧最高



来源：耐克官网，国金证券研究所

来源：各品牌官网，国金证券研究所

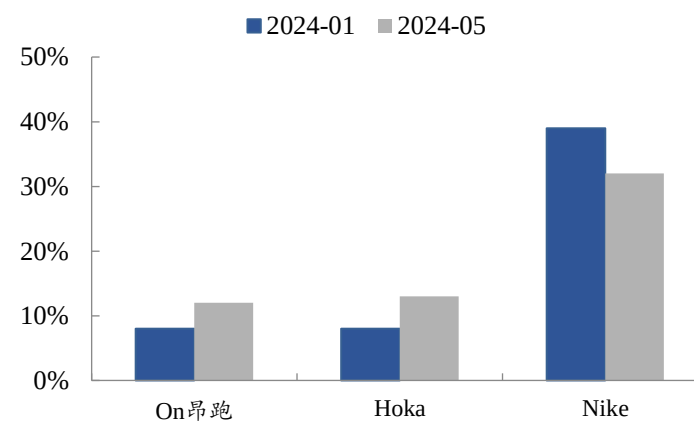
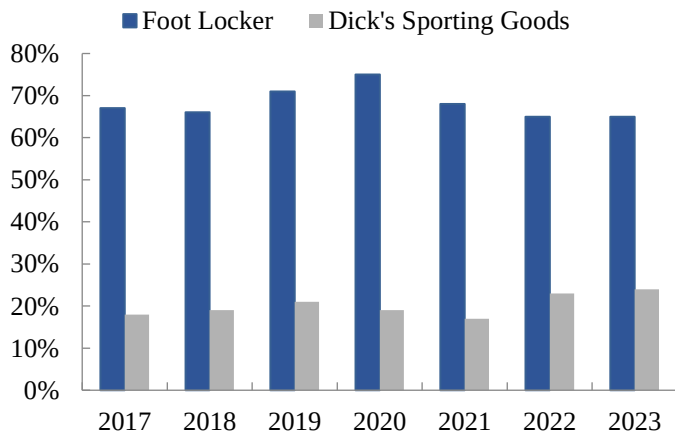
3) 渠道端：战略失误导致经销商份额丢失，但仍有回归的可能

管理层对经销商重要性的忽视叠加跑鞋新晋品牌的竞争，最终导致近些年耐克经销商份额丢失明显。2020年，耐克果断选择削减了和Urban Outfitters、Dillard's、Zappos等多家知名批发零售商的合作。2020年以来耐克在美国最大球鞋经销商Foot Locker的份额占比持续下滑，从2020年的75%下降至2023年的65%。2024年1月至5月，耐克在美国第二大球鞋经销商Dick's的份额占比从39%下降至32%，而同期On昂跑份额从8%提升至12%，Hoka份额从8%提升至13%。

耐克经销商份额存在回归空间，但完全回归存在不确定性。由于前期耐克存在对经销商渠道的有意控货，因此随着耐克对经销商的重视度提高，这部分由核心产品带来的销售额有望在经销商渠道回归，且回归的确定性很强。但是由昂跑、Hoka抢走的高端需求领域，我们认为耐克只能依靠新产品的优势夺回，且由于目前新晋品牌的产品力和影响力还在高位，短期来看竞争仍将保持激烈。

图表50：耐克占美国最大鞋类经销商的销售比重近些年迎来下滑(%)

图表51：2024年1-5月美国球鞋经销商Dick's的耐克份额下滑，昂跑/Hoka持续提升(%)



来源：Foot Locker, Dick's 年报，国金证券研究所

来源：Dick's 年报，国金证券研究所（由于数据来源于第三方，因此口径和年报不一致，但仍可用于观察份额变化趋势）



4) 管理层：32 年耐克老将重返一线，公司管理和战略能力提升

管理层变更是推动改革成功的重要支撑，更具业务思维的老将回归，将提升公司整体战略和管理能力。新任 CEO Hill 在耐克工作 32 年，从一名实习生最终成为集团总裁，2020 年退休 4 年后重回耐克担任 CEO 的角色。在当前侧重于产品创新和经销渠道建设的战略背景下，Hill 多年的零售经验将有助于更好地修复与经销商的关系，而其 32 年在耐克的浸染，对于耐克运动精神的理解也更加深入。

图表52：耐克新旧 CEO 履历对比——新任 CEO 长期深耕耐克业务一线

Elliott Hill（新任）		John Donahoe（卸任）	
			
时间	职位	时间	职位
1988-1990	服装销售代表实习生	1982-1999	贝恩公司顾问
1990-1991	体育图像销售		
1991-1994	销售团队成员		
1994-1996	销售代表	1999-2005	贝恩公司总裁兼首席执行官
1996-1998	进入销售管理领域		
1998-2000	团队运动部门总监	2005-2008	eBay市场业务总裁
2000-2003	耐克欧洲、中东和非洲（EMEA）地区销售和零售副总裁		
2003-2004	零售副总裁兼总经理	2008-2015	eBay首席执行官
2004-2005	美国商务副总裁		
2006-2010	全球零售副总裁	2014-2019	耐克董事会成员
2010-2013	北美地区副总裁兼总经理		
2013-2016	地区和销售总裁	2017-2019	云计算公司ServiceNow的总裁兼首席执行官
2016-2018	地区和综合市场总裁		
2018-2020	消费者和市场总裁	2019-2024	耐克首席执行官
2020	从耐克退休		
2020-2024	创办棒球俱乐部，任母校德克萨斯基督教大学的董事会成员	2024.10.14	卸任首席执行官职务
2024.10.14	重返耐克出任总裁兼首席执行官，董事会和执行委员会成员		

来源：耐克官网，国金证券研究所

3.2、推动耐克业绩恢复的三大动力

3.2.1、短期：渠道战略转向，推动经销渠道份额的回归

■ 已采取的举措

- ①将经典系列球鞋（Air Force 1、Air Jordan 1 和 Dunk）的供应向经销商倾斜。经典系列球鞋是耐克重要的引流产品，前几年重视 DTC 战略的背景下，经典系列球鞋的供应过于集中于耐克自有渠道，随着核心球鞋系列的供应向经销商倾斜，有望带来更多客流量。
- ②恢复与更多经销商的合作。2024 年 3 月，运动鞋零售商 Foot Locker 的 CEO Mary Dillon 表示与耐克的关系已在“更新”2024 年 10 月，耐克重新与鞋类连锁店 DSW 和梅西百货建立了批发合作伙伴关系。合作关系的恢复和扩大将直接带来经销渠道的增量收入。
- ③扩大新产品对经销渠道的供给，无论是篮球鞋系列还是跑鞋等其他系列，用高质量的新产品填充经销商的货架。
- ④降低直营渠道（电商和实体直营店）的促销力度，将直营渠道的功能进一步聚焦品牌力打造。首先在欧洲、中东、非洲地区将 Nike Digital 重新定位为高端平台。

■ 业绩影响

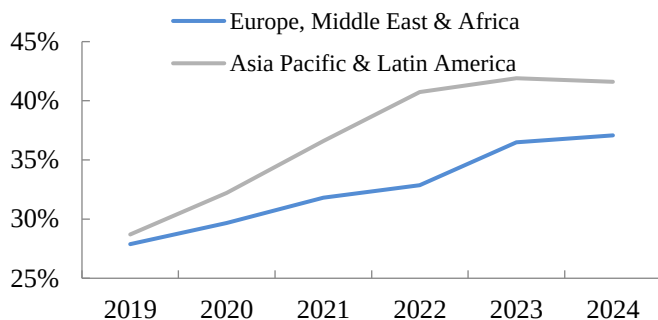
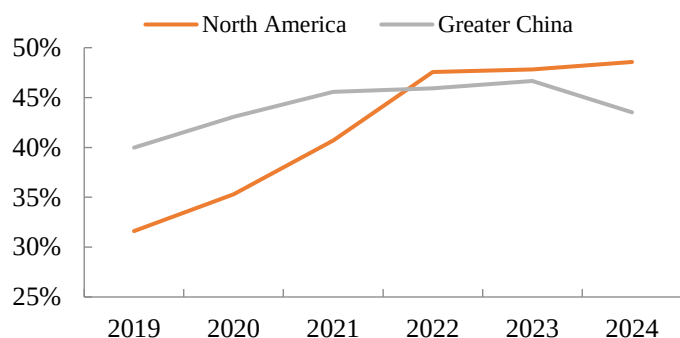
- ①预计 DTC 渠道营收接下来几个季度还将持续下滑。冲击来自于 2 项改革措施：第一是缩小经典系列球鞋的供应，而 DTC 渠道的经典系列球鞋的占比更高。第二是 DTC 功能定位的变化，将冲击 DTC 渠道短期营收。
- ②直营占比越高的地区，营收受冲击力度越明显，受冲击的时间也越长。由于北美和大中华区的体量较大，Nike 直营业务的重新定位首先从其他地区开始，这推迟了北美和大中



华区直营业务见底的时间。

图表53: 耐克北美/大中华区直营业务占比最高 (%)

图表54: 耐克 EMEA/APLA 地区直营业务占比更低 (%)



来源: 耐克年报, 国金证券研究所

来源: 耐克年报, 国金证券研究所

3.2.2、中期：推动新一轮产品创新周期，以创新应对竞争

■ 已采取的举措

- ①确认新一轮产品创新周期的开始。2024Q2 财报纪要中提出，从 24 财年下半年开始（日历年为 2023 年底），耐克将推动一个预期持续多年的产品创新周期，将推动各个产品线的创新。
- ②跑鞋产品创新已得到了管理层的重视和执行，从 2022 年底开始，耐克跑鞋的造型和技术开始提升，2023-2024 年的上新跑鞋造型和技术明显提升，耐克目前的跑鞋产品线已经焕然一新，并且 2024 年的新品已进一步集中在数量更少，但是无论是设计还是技术更加优秀的跑鞋系列。
- ③产品的差距已经大幅缩窄，但跑鞋重新获得市场领导权还需等到消费认知的进一步渗透。首先新产品需要充分投入渠道，因此还需等待旧款库存的合理消化，这是推动跑鞋复兴的重点之一；其次需要跑鞋圈内的口碑传播，2025Q2 管理层谈到 4 年多前耐克主动减少了同跑步专业渠道的合作，随后迎来了份额的明显下滑，尽管近 1-2 年耐克在马拉松赛事赞助方面采取了众多措施，但跑步社群以及普通跑步群体还未看到明显的起色，这一方面的努力是推动跑鞋复兴的重点之二。

图表55: 耐克旗下跑步鞋从 2022 年末迎来了设计和技术的明显提升



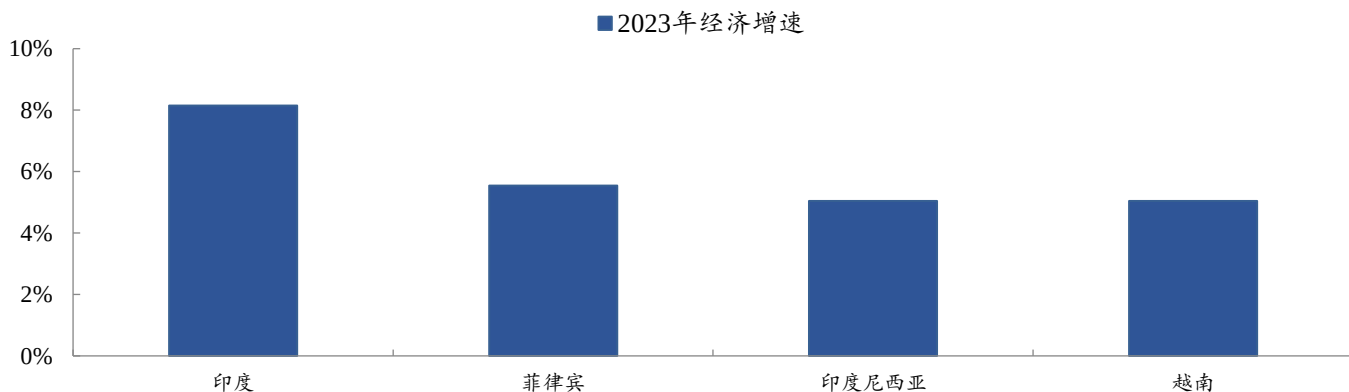
来源: goat.com, 国金证券研究所整理 (图中已列出了当年上新的 98%以上的款式, 可全面反映耐克跑步鞋的上新情况)



3.2.3、长期：进一步全球化拓张，抓住印度、印尼等新兴市场的需求

耐克在全球仍旧具备明显影响力优势，是其他运动品牌难以比肩的，这是支撑耐克长期价值增长的根本。尤其是东南亚和南亚地区，人口庞大且年轻，经济仍在高速增长，人均收入水平仍有较高的提高空间，全球人口最多的印度 2023 年经济增速仍超过 8%。随着这些地区的经济发展，当地消费者对于运动的需求将迎来快速增长，尤其是受益于年轻群体的篮球鞋领域，耐克仍占据全球明显的品牌力优势。尽管开拓新兴市场并不是近几年的重点，但其未来长期空间至少可以为耐克增速的保持提供基础。

图表56：2023 年东南亚/南亚代表性国家经济增速 (%)



来源：国际货币基金组织，国金证券研究所

3.3、近期业绩表现

3.3.1、分品牌表现

过去几个季度的表现：

耐克和子品牌匡威收入增速连续下滑，耐克主品牌表现远好于匡威。过去三个季度（2024Q4/2025Q1/2025Q2）耐克收入增速分别为-0.62%、-10.05%和-7.16%，匡威收入增速分别为-18.90%、-14.80%和-17.34%。

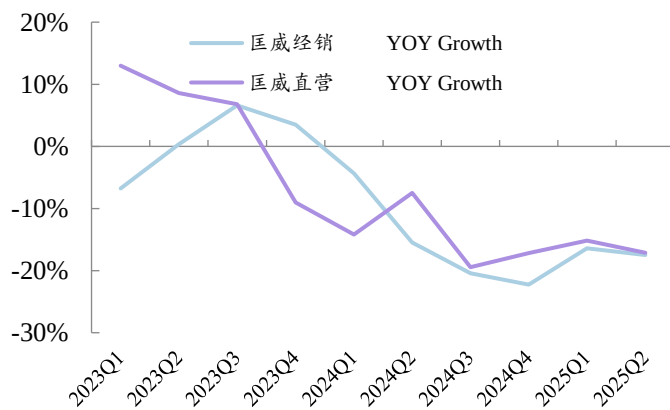
耐克直营和加盟渠道收入均连续下滑，直营表现弱于加盟。过去三个季度（2024Q4/2025Q1/2025Q2）耐克直营收入增速分别为-7.95%、-12.51%、-12.63%，加盟收入增速分别为 5.44%、-8.21%、-2.78%。

图表57：耐克品牌经销和直营渠道收入历史增速 (%)



来源：耐克公司年报，国金证券研究所

图表58：匡威品牌经销和直营渠道收入历史增速 (%)



来源：耐克公司年报，国金证券研究所



3.3.2、分地区表现

■ 北美地区

过去几个季度的表现：

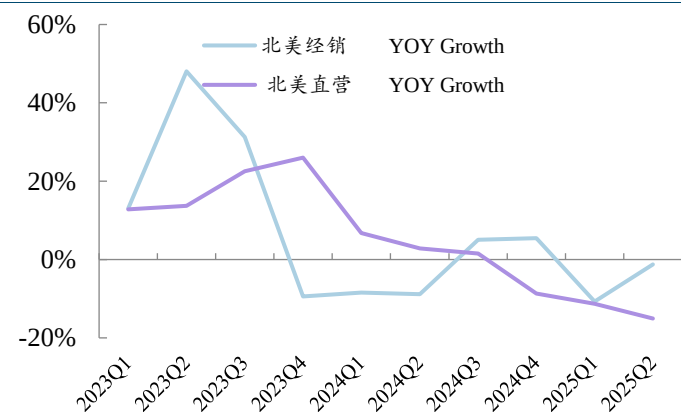
经销和直管收入持续下滑，经销表现强于直营。过去三个季度（2024Q4/2025Q1/2025Q2）北美直管收入增速分别为-8.68%、-11.32%、-15.06%，加盟收入增速分别为5.47%、-10.71%、-1.24%。

■ 欧洲中东非洲地区

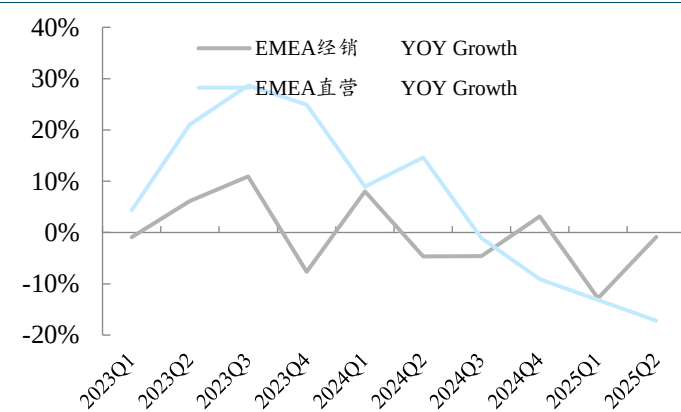
过去几个季度的表现：

经销和直管收入持续下滑，经销表现强于直营。过去三个季度（2024Q4/2025Q1/2025Q2）EMEA地区直管收入增速分别为-9.07%、-13.16%、-17.21%，加盟收入增速分别为3.13%、-12.82%、-0.84%。

图表59：北美地区经销和直营渠道收入历史增速（%）



图表60：EMEA地区经销直营渠道收入历史增速（%）



来源：耐克公司年报，国金证券研究所

来源：耐克公司年报，国金证券研究所

■ 大中华地区

过去几个季度的表现：

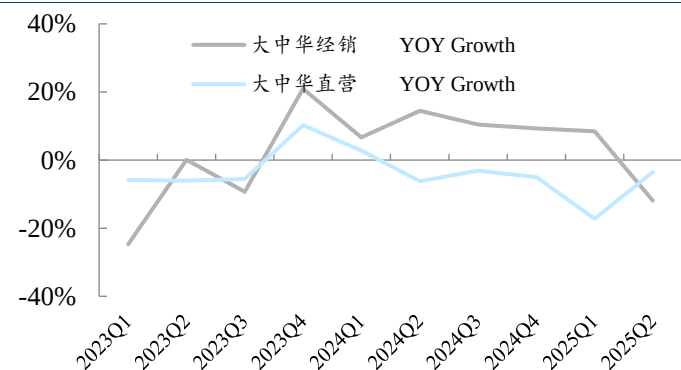
直管收入持续下滑，经销收入受宏观环境影响，2024年底迎来负增长。过去三个季度（2024Q4/2025Q1/2025Q2）大中华地区直管收入增速分别为-4.96%、-17.26%、-3.47%，加盟收入增速分别为9.26%、8.49%、-11.98%。

■ 亚太拉美地区

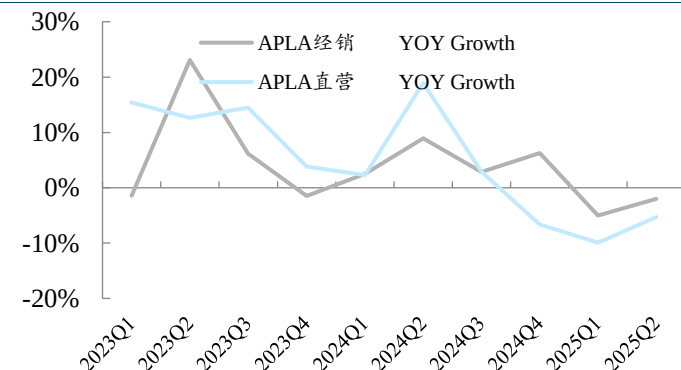
过去几个季度的表现：

经销和直管收入下滑幅度较其他地区更小，业务韧性更强。过去三个季度（2024Q4/2025Q1/2025Q2）APLA地区直管收入增速分别为-6.65%、-9.92%、-5.31%，加盟收入增速分别为6.25%、-5.02%、-2.00%。

图表61：大中华地区经销直营渠道收入历史增速（%）



图表62：APLA地区经销直营渠道收入历史增速（%）

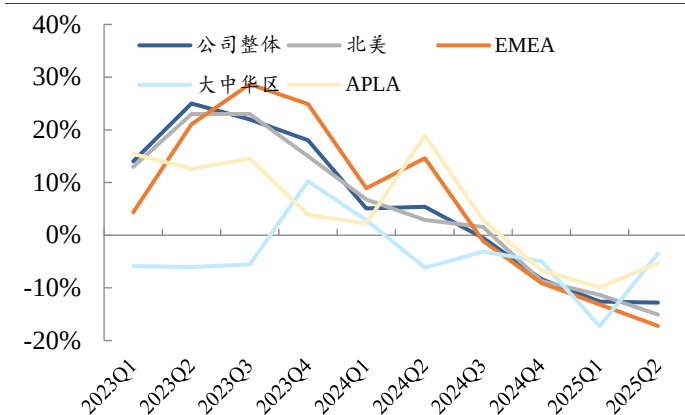




来源：耐克公司年报，国金证券研究所

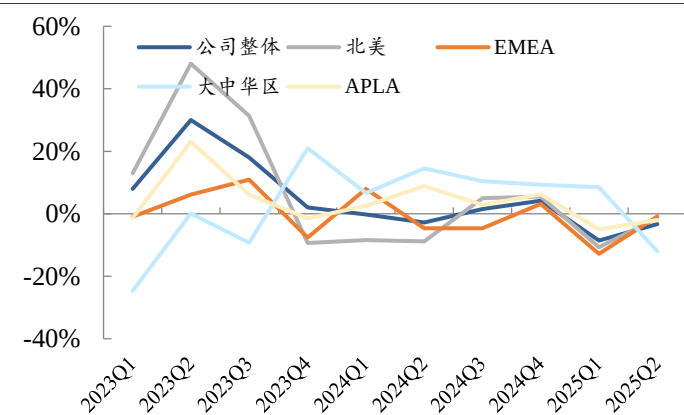
来源：耐克公司年报，国金证券研究所

图表63: Nike 直营渠道各地区历史增速 (%)



来源：耐克公司年报，国金证券研究所

图表64: Nike 经销渠道各地区历史增速 (%)



来源：耐克公司年报，国金证券研究所

四、风险提示

宏观经济不稳定带来的风险。耐克营收占比最大的北美地区，目前仍旧受高通胀困扰，高通胀所带来的经济不稳定，将对企业经营业绩产生影响。

行业竞争加剧的风险。目前新晋运动品牌的发展还未见明显减速，行业仍旧可能面临竞争进一步加剧的可能。

新产品销售不及预期的风险。耐克推动的产品创新周期能否成功，最终还观察其终端销售的反馈，新产品可能存在推出后销售不及预期的情况。



行业投资评级的说明:

买入: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%;

中性: 预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%;

减持: 预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-80234211

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话: 010-85950438

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100005

地址: 北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话: 0755-86695353

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究