Gap (GAP.O/GAP US)

關稅成本迎面而來

持有・維持

收盤價 August 28 (US$)	21.68
3 個月目標價 (US$)	21.61
12 個月目標價 (US$)	21.40
前次目標價 (US$)	19.7
調升 (%)	8.6
上漲空間 (%)	-1.3

焦點內容

1. Gap 2Q FY25 (5-7 月；財年止於 1 月) 財報略優於預期。
2. 受關稅影響，3Q FY25 獲利衰退將超過 10%。
3. 儘管 2Q FY25 美國銷售轉弱，部分強勢產品將助 3Q FY25 營收回溫。

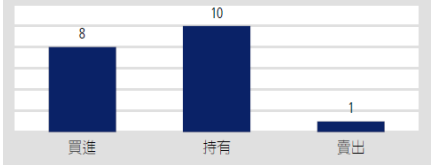
交易資料表

市值 (US$bn) :	8.1
流通在外股數 (百萬股) :	373
機構持有比例 (%) :	60.4
3M 平均成交量 (百萬股) :	10.1
52 週股價 (低 \ 高) (US$):	17.0-29.3

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(22.4)	(4.1)	(4.9)
相對表現 (%)	(32.4)	(13.3)	(21.2)

市場綜合評等

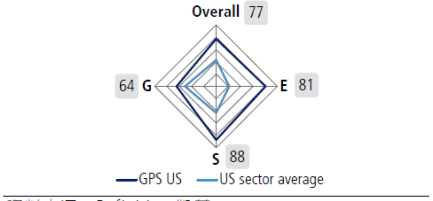
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價(美元)	19	25	29
潛在報酬 (%)	(12.4)	13.3	33.8

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Gap 2Q FY25 (5-7 月；財年止於 1 月) 財報略優於預期；但受關稅影響，3Q FY25 獲利衰退將超過 10%，拖累 FY25 展望低於預期。

評論及分析

2Q FY25 財報略優於預期。Gap 2Q FY25 稅後淨利 2.2 億美元，年增 5%、季增 12%，折合每股盈餘 0.58 美元，高於市場共識 3%，主因營業費用率較低。營收 37 億美元，年持平、季增 8%；其中，Old Navy 和 Gap 銷售分別年增 1%、1%，動能來自同店銷售成長抵銷閉店影響，Banana Republic 和 Athleta 則分別年減 1%、11%。毛利率年減 1.3、季減 0.6 個百分點至 41.2%，低於公司財測之 41.8%，係因 2Q FY24 起與信用卡合作夥伴達成分潤協議造成基期較高，及 Athleta 大幅降價清庫存；門市關閉與部分費用遞延至 3Q FY25 支出，帶動營利率季增 0.3 個百分點至 7.8%。

3Q FY25 獲利將進入衰退。考量東南亞關稅高於 10%，公司正在迅速推進包括採購調整、製造、產品組合和目標訂價 (Target pricing) 之應對措施。現估 FY25 增額銷貨成本自 1.0-1.5 億美元增加至 1.50-1.75 億美元將造成 FY25 營利率指引落在 6.7-7.0%，低於市場共識之 7.0%。短期而言，管理層預計 3Q FY25 營收將年增 1.5-2.5%，但毛利率將年減 1.5-1.7 個百分點(關稅影響約 2 個百分點)，減幅大於預期；加上費用率稍微推升，3Q FY25 獲利衰退將超過 10%。

產品亮點支撐美國銷售。2Q FY25 美國銷售 (佔總營收 88%) 年減 0.1%，轉弱自前一季之 4%成長。然而，Old Navy 和 Gap 牛仔系列及寬鬆直筒褲在返校銷售季表現出色；加上新品推出，預計 3Q FY25 營收將回升至年增 1.5-2.5%。FY25 營收展望年增 1-2%符合預期。

投資建議

我們維持 Gap「持有」評等，目標價上修為 21.4 元，基於 FY25-26 平均每股盈餘預估 10 倍 (前次為 9x FY25 EPS)。

投資風險

上檔風險為消費較預期強勁與品牌重拾人氣。

主要財務數據及估值

	Jan-23A	Jan-24A	Jan-25A	Jan-26F	Jan-27F
營業收入 (US$百萬)	15,616	14,889	15,086	15,321	15,595
營業毛利 (US$百萬)	5,359	5,775	6,227	6,221	6,356
營業利益 (US$百萬)	(69)	560	1,112	1,078	1,121
EBITDA (US$百萬)	471	1,082	1,612	1,648	1,745
稅後淨利 (US$百萬)	(202)	502	844	787	822
每股盈餘 (US$)	(0.55)	1.36	2.24	2.09	2.19
營業收入成長率 (%)	(6.3)	(4.7)	1.3	1.6	1.8
每股盈餘成長率 (%)	(180.9)	(347.3)	64.7	(6.6)	4.5
毛利率 (%)	34.3	38.8	41.3	40.6	40.8
營業利益率 (%)	(0.4)	3.8	7.4	7.0	7.2
EBITDA margin (%)	3.0	7.3	10.7	10.8	11.2
淨負債比率 (%)	199.5	137.5	96.2	78.3	62.2
股東權益報酬率 (%)	(8.2)	20.8	28.8	22.2	19.9

資料來源：公司資料；凱基

Gap 8 月 29 日法說會重點摘要

- Gap 2Q FY25 (5-7 月;財年止於 1 月) 稅後淨利 2.2 億美元,年增 5%、季增 12%，折合每股盈餘 0.58 美元，高於市場共識 3%，主因營業費用率較低。營收 37 億美元，年持平、季增 8%，符合預期。毛利率 41.2%，年減 1.3、季減 0.6 個百分點，低於公司財測之 41.8%，係因 2Q FY24 開始與信用卡合作夥伴達成分潤協議造成基期較高，及 Athleta 大幅降價清庫存;門市關閉與部分費用遞延至 3Q FY25 支出，帶動營利率季增 0.3 個百分點至 7.8%。

- 品牌別營收：Old Navy（佔總營收 58%)、Gap（21%）營收分別年增 1%、1%，動能來自同店銷售成長 2%、4%抵銷閉店影響。Banana Republic (13%) 和 Athleta (8%) 營收分別年減 1%、11%，同店銷售分別年增 4%、年減 9%。

- 產品別亮點：Old Navy 和 Gap 牛仔系列及寬鬆直筒褲在返校銷售季 (back-to-school season) 表現出色。

- 市場別營收：美國（佔總營收 88%）營收年減 0.1%，轉弱自前一季之 4%成長。加拿大（8%）和其他地區（4%）分別年減 0.3%、年增 6%。

- 管理層維持 FY25 閉店 35 間之規劃（對比去年減少 56 間）及營收將年增 1-2%之指引；但考量關稅所帶來的增額成本，公司預計毛利率將年減 0.7-0.9 個百分點（關稅影響 1.0-1.1 個百分點)，營利率落在 6.7-7.0%，低於市場共識之 7.0%。

- 公司看到 7 月銷售較 5-6 月平緩表現（受天氣寒冷影響）有所加速，並延續至 8 月，尤其 Gap 和 Old Navy。預計 3Q FY25 營收將年增 1.5-2.5%，但毛利率將年減 1.5-1.7 個百分點（關稅影響約 2 個百分點)，減幅大於預期。加上費用率稍微推升，3Q FY25 獲利衰退將超過 10%。

- 2Q FY25 庫存週轉天數 90 天，年增 6%、但季減 3%，連續三季呈正成長走勢；管理層表示此係加速拉貨與關稅推升成本所致。預計 2H FY25 將持續收緊採購。

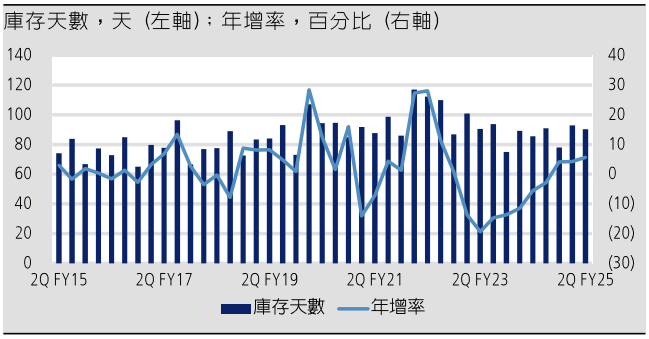
- 考量東南亞關稅高於 10%，公司正在迅速推進包括採購調整、製造、產品組合和目標訂價（Target pricing）等之應對措施;現估 FY25 增額銷貨成本將自 1.0-1.5 億美元增加至 1.50-1.75 億美元。目標定價係先根據市場調查和客戶價值感知確定最終產品價格，然後再逆向推導，確定實現預期利潤率所需的最高生產成本；這種「逆向工程」法確保售價與客戶支付意願保持一致，並防止投入成本超出預算。預計關稅影響將隨著時間推移逐漸減輕，利潤率最終回歸上升軌道。

圖 1：Gap 2Q FY25 財報、3Q FY25-FY25 公司財測暨市場共識比較

	2Q FY25						3Q FY25F				FY25F			
百萬美元	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	公司財測	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)	公司財測	公司財測 (舊)	市場共識	YoY (%)
營收	3,725	7.6	0.1	年持平	3,733	(0.2)	1.5-2.5% YoY	3,906	4.9	2.0	1-2% YoY	1-2% YoY	15,329	1.6
毛利	1,536	6.1	(3.0)		1,563	(1.7)		1,626	5.9	(0.5)			6,238	0.2
營業利益	292	12.3	(0.3)		279	4.5		331	13.4	(6.7)		8-10% YoY	1,093	(1.7)
稅前獲利	296	12.5	0.0		284	4.1		336	13.4	(7.0)			1,106	(2.8)
稅後淨利	216	11.9	4.9		209	3.3		248	14.8	(9.5)			817	(3.1)
每股盈餘 (元)	0.58	11.9	4.9		0.56	3.3		0.66	14.8	(9.5)			2.17	(3.1)
毛利率 (%)	41.2	(0.6)ppts	(1.3)ppts	~41.8	41.9	(0.6)ppts	40.8-41.0	41.6	0.4 ppts	(1.1)ppts	40.4-40.6		40.7	(0.6)ppts
營利率 (%)	7.8	0.3 ppts	(0.0)ppts		7.5	0.4 ppts		8.5	0.6 ppts	(0.8)ppts	6.7-7.0		7.1	(0.2)ppts
淨利率 (%)	5.8	0.2 ppts	0.3 ppts		5.6	0.2 ppts		6.3	0.6 ppts	(0.8)ppts			5.3	(0.3)ppts

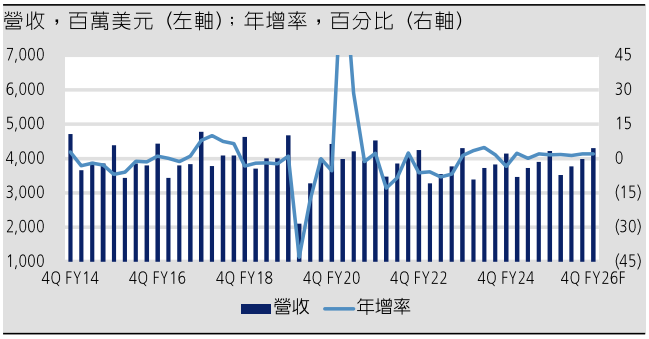
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Gap 財年止於 1 月

圖 2：2Q FY25 庫存天數增加



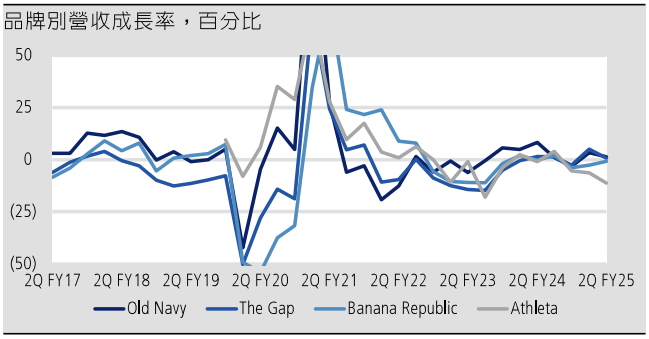
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Gap 財年止於 1 月

圖 3：公司營收成長前景平平



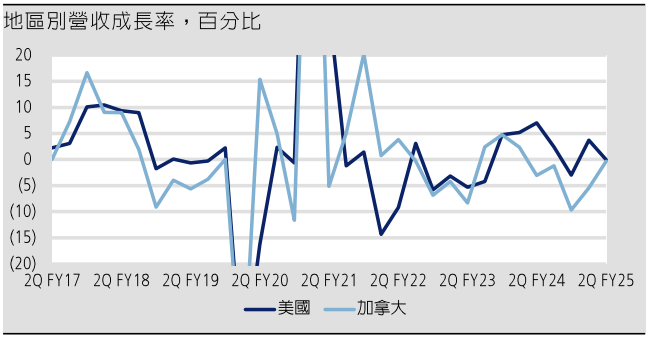
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Gap 財年止於 1 月

圖 4：Old Navy 和 Gap 表現優於其他品牌



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Gap 財年止於 1 月

圖 5：2Q FY25 美國銷售放緩



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基
註：Gap 財年止於 1 月

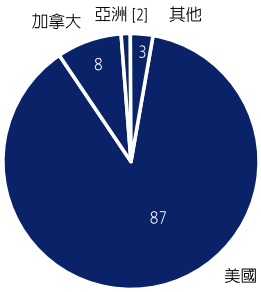
圖 6: 公司概況

成立於 1969 年，Gap 為美國大型服裝零售商，旗下品牌包括 Old Navy、Gap、Banana Republic 和 Athleta。公司服裝產品系列齊全，涵蓋牛仔/單寧服、運動服、男裝、女裝、孕婦裝、童裝、寶寶裝及各種配飾。公司 2022 年出售大中華區業務後，專注經營歐美市場。截至 1Q FY25，直營店、經銷店數分別有 2,496、約 1,000 間。美國貢獻 FY24 營收大宗，佔比高達 87%，其次分別為加拿大 8%、亞洲 1%、其他 3%。

資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 北美為營收來源主要地區

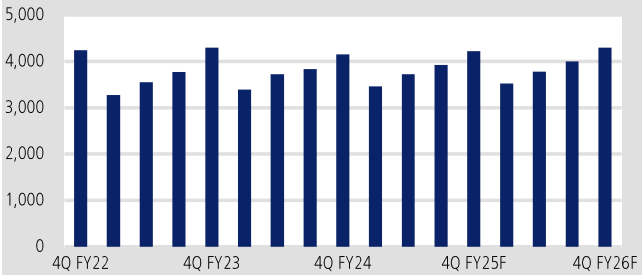
FY24 地區別營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 季營收

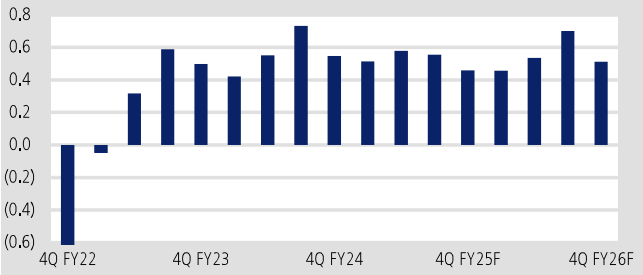
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 每股盈餘

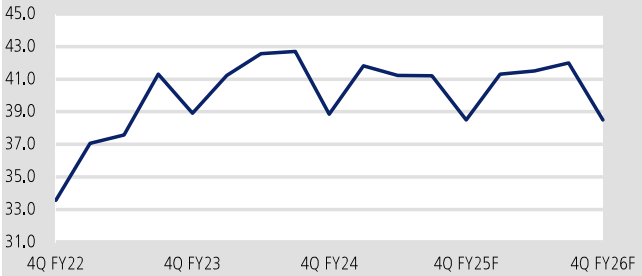
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 毛利率

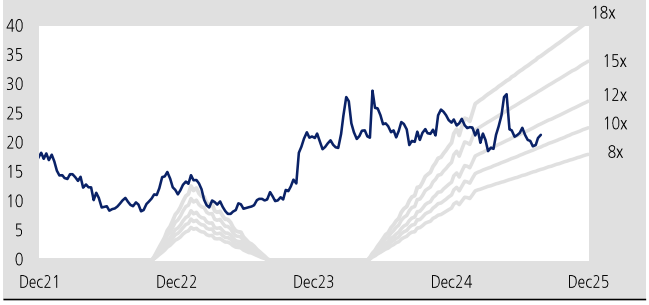
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 本益比

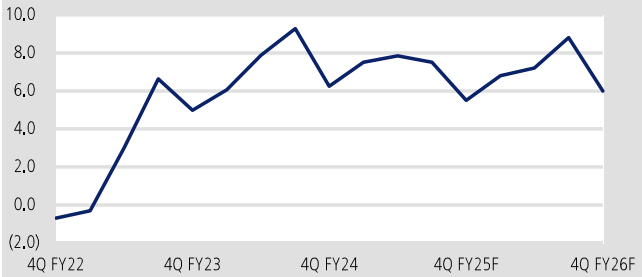
本益比，倍



資料來源：彭博；凱基

圖 12: 營業利潤率

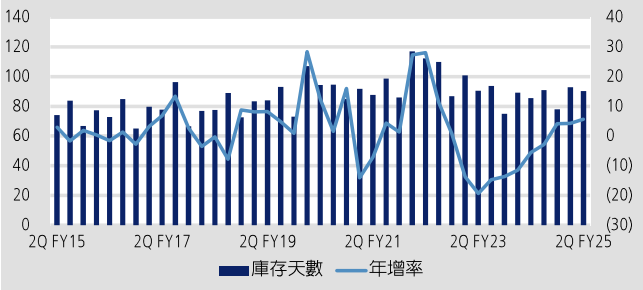
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

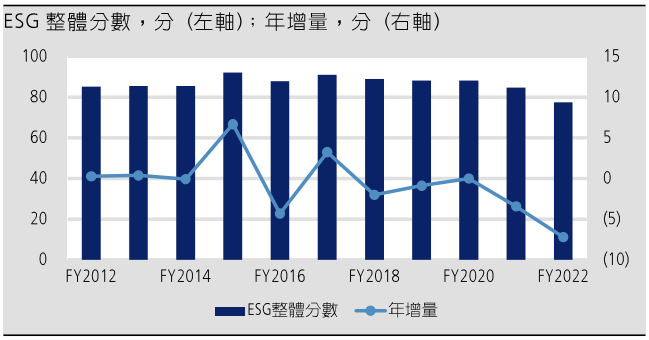
圖 13: 庫存週轉天數

庫存天數，天（左軸）；年增率，百分比（右軸）



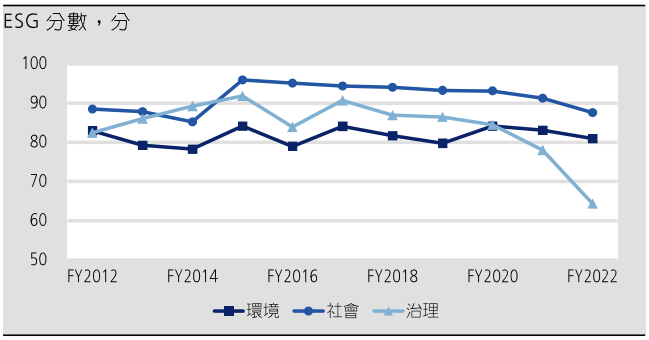
資料來源：彭博；凱基

圖 14：ESG 整體分數



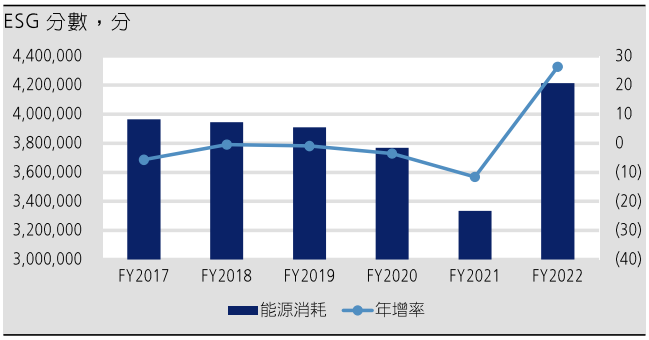
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 15：ESG 各項分數



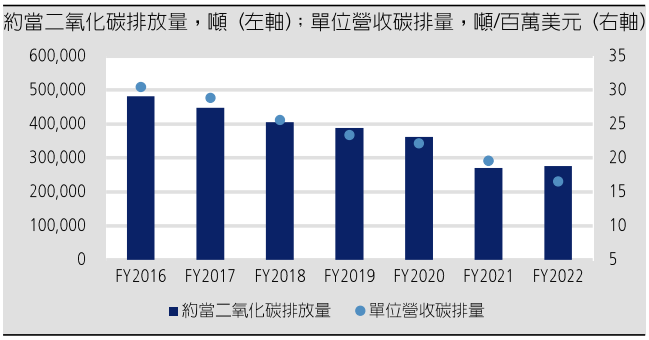
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16：環境各項分數



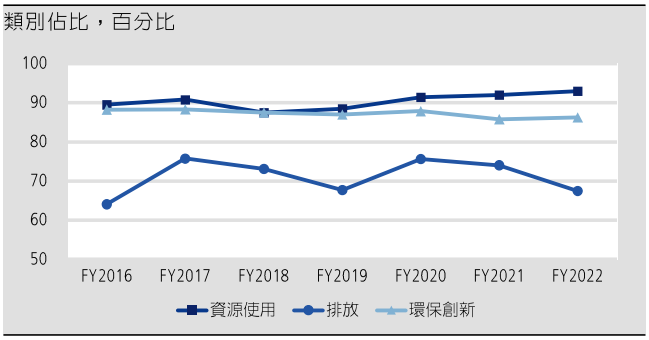
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 17：碳排量



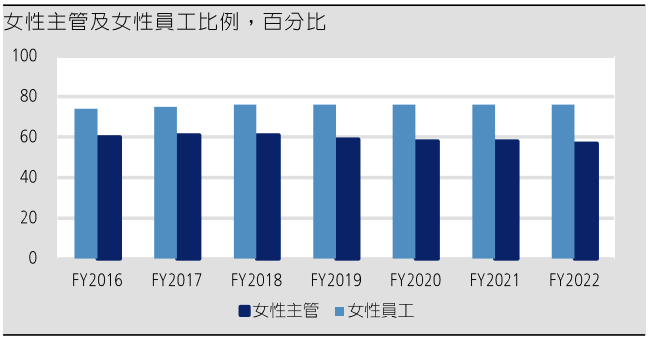
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 18：環境評分



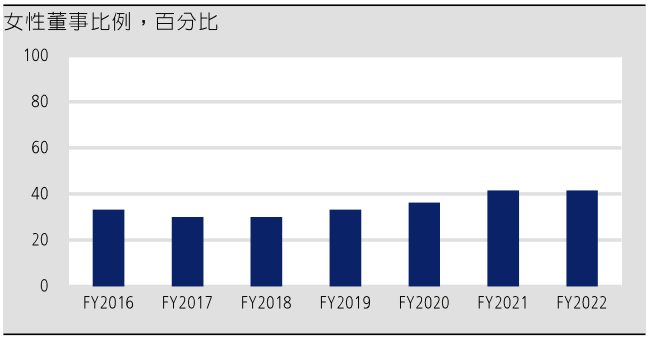
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 19：性別多樣性



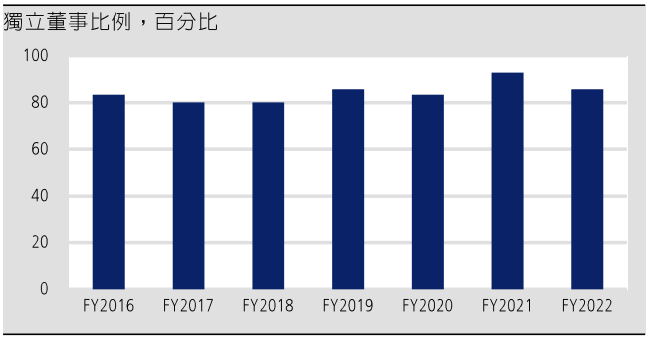
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 20：董事性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 21：獨立董事



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
約當二氧化碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCS)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
單位營收碳排量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCS)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
耗水量	耗水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 =（離開之員工/平均員工人數）*100 - 平均員工人數 =（本年末員工人數 + 去年末員工人數）/2 - 本財年末員工數 =上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性主管	女性主管百分比 - 女性主管占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數

資料來源：Refinitiv；凱基

Gap – 以往評級及目標價

日期	評級	目標價	收盤價
2024-12-04	持有	29.3	25.79
2025-03-07	增加持股	28.8	19.48
2025-04-18	持有	21.6	19.13
2025-05-29	持有	19.7	27.95

資料來源：彭博；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就幷公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行幷不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，幷不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。