

Gap (GAP.O/GAP US)

關稅轉嫁能力低，獲利前景遭侵蝕

持有 · 維持

收盤價 May 29 (US\$)	27.95
3 個月目標價 (US\$)	25.89
12 個月目標價 (US\$)	19.70
前次目標價 (US\$)	21.6
調降 (%)	-8.8
上漲空間 (%)	-29.5

焦點內容

- Gap 1Q FY25 (2-4 月; 財年止於 1 月) 獲利優於預期。
- 預計關稅衝擊顯著。昨日盤後股價大跌 15%。
- 2H FY25 將緊縮採購; 預計 2026 年加大購買美國棉, 呼應川普政策。

交易資料表

市值 (US\$bn):	10.5
流通在外股數 (百萬股):	377
機構持有比例 (%):	64.8
3M 平均成交量 (百萬股):	10.7
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	17.0-30.8
股價表現	3M 6M 12M
絕對表現 (%)	23.6 15.3 29.1
相對表現 (%)	24.3 17.3 16.8

市場綜合評等

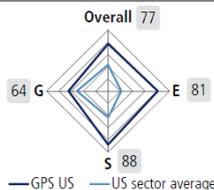
機構評等, 家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	24	28	33
潛在報酬 (%)	(14.1)	0.1	18.1

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv, 凱基

重要訊息

Gap 1Q FY25 (2-4 月; 財年止於 1 月) 財報超前。儘管消費降級有利市佔率提升, 關稅轉嫁能力低將造成獲利衝擊顯著。昨日盤後股價大跌 15%。

評論及分析

1Q FY25 財報優於預期。 Gap 1Q FY25 獲利 1.9 億美元, 年增 22%、但季減 6%, 或每股盈餘 0.51 元, 高於市場共識 11%, 主因利潤率改善有成。營收 35 億元, 年增 2%、但季減 17%, 其中, Old Navy 和 Gap 銷售改善為年增 3%、5%, 反映其產品在高、中、低消費群體中皆引起共鳴, 帶動連續 9 季、8 季市佔率擴張 (消費降級趨勢); Banana Republic 和 Athleta 表現則仍不佳。加上原物料價格保持低檔、營運不彰店面關閉及費用控管延續, 營利率年增 1.5、季增 1.3 個百分點至 7.5%。

關稅衝擊顯著。 若美國進口關稅維持中國 30%、其他國家 10%, 公司估計 FY25 銷貨成本將增加 2.5-3.0 億美元; 管理層已從採購、製造和分銷層面執行因應策略, 將成本增幅限縮至 1.0-1.5 億美元, 但仍佔 FY24 營業利益達 9-14%。產品定價方面, Gap 保持一貫作法, 並無大幅漲價計畫; 我們推測係因中低收入族群對價格較敏感。根據最新成本指引, Gap FY25 獲利將陷入衰退、FY26 復甦有限。短期而言, 2Q FY25 營收估計將呈年持平, 毛利率則將年減約 0.8 個百分點, 反轉過去九季之正成長走勢。

投資美國宣言。 1Q FY25 庫存週轉天數年增 4%、季增 19%至 93 天, 反映提前拉貨; 2H FY25 採購將進一步緊縮。管理層強調, 投資美國將為 Gap 首要任務, 預計 2026 年對美國種植棉花的供應商採購量增加一倍。此外, FY25 產品來自中國比重將自 FY24 的不到 10%降至 3%以下。

投資建議

Gap 產品性價比高, 但關稅轉嫁能力低, 因此獲利前景遭侵蝕嚴峻。我們維持 Gap 「持有」評等, 目標價下調至 19.7 元, 係基於 FY25 每股盈餘預估 9 倍。

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	15,317	15,603
營業毛利 (US\$百萬)	5,359	5,775	6,227	6,291	6,371
營業利益 (US\$百萬)	(69)	560	1,112	1,110	1,103
EBITDA (US\$百萬)	471	1,082	1,612	1,680	1,727
稅後淨利 (US\$百萬)	(202)	502	844	825	821
每股盈餘 (US\$)	(0.55)	1.36	2.24	2.19	2.18
營業收入成長率 (%)	(6.3)	(4.7)	1.3	1.5	1.9
每股盈餘成長率 (%)	(180.9)	(347.3)	64.7	(2.1)	(0.4)
毛利率 (%)	34.3	38.8	41.3	41.1	40.8
營業利益率 (%)	(0.4)	3.8	7.4	7.2	7.1
EBITDA margin (%)	3.0	7.3	10.7	11.0	11.1
淨負債比率 (%)	199.5	137.5	96.2	74.4	55.7
股東權益報酬率 (%)	(8.2)	20.8	28.8	23.2	19.8

資料來源: 公司資料; 凱基

Gap 5月30日法說會重點摘要

- Gap 1Q FY25 (2-4月；財年止於1月) 稅後淨利 1.9 億元，年增 22%、但季減 6%，折合每股盈餘 0.51 元，高於市場共識 11%，主因利潤率改善有成。營收 35 億美元，年增 2%、但季減 17%，符合預期；營利率年增 1.5、季增 1.3 個百分點至 7.5%，係受惠原物料價格保持低檔、關閉營運不彰店面，及行銷及管理費用控管持續。
- 品牌別營收：Old Navy (佔總營收 57%) 和 Gap (21%) 改善為年增 3%、5%，反映產品在高、中、低消費群體中皆引起共鳴，帶動連續 9 季/ 8 季市佔率擴張。Banana Republic (12%) 和 Athleta (9%) 持續年減 3%、6%，其中，同店銷售分別呈年持平、年減 8%。
- 市場別營收：美國 (佔總營收 90%) 年增 4%，改善自 4Q FY24 之 3% 衰退；加拿大 (7%) 和其他地區 (4%) 分別年減 5%、15%。
- 1Q FY25 電商銷售年增 6%，佔比 39%。
- 1Q FY25 庫存週轉天數 93 天，年增 4%、季增 19%，呈連續兩季正成長走勢，反映提前拉貨。公司表示將進一步緊縮 2H FY25 採購。
- 若不考慮潛在關稅影響，FY25 財測展望將不變，包括：(1) 計畫關閉 35 間店面；(2) 預計營收將年增 1-2%；其中，Old Navy 和 Gap 續強、Banana Republic 表現穩定，Athleta 則需較長時間復甦；及 (3) 營業利益將年增 8-10%。
- 若美國進口關稅維持中國 30%、其他國家 10%，估計 FY25 銷貨成本將增加 2.5-3.0 億美元；公司已執行因應策略 (從採購、製造和分銷層面)，預計影響將限縮至 1.0-1.5 億美元，主要落於 2H FY25，對比 2Q FY25 影響則微乎其微。產品定價方面，Gap 保持一貫作法，並無大幅漲價計畫。
- FY24 產品來自中國不到 10%，預計 FY25 將降低至 3% 以下。越南和印尼分別佔去年採購 27%、19%，其他國家均小於 10%；公司目標 2026 年底沒有任一國家採購量超過 25%。此外，管理層強調，投資美國為 Gap 首要任務，預計 2026 年對美國種植棉花的供應商採購量增加一倍。
- 預計 2Q FY25 營收將呈年持平，毛利率則呈季持平，隱含年減 0.8 個百分點，反轉過去九季之正成長走勢。

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

百萬美元	1Q FY25						2Q FY25F				FY25F		
	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	市場共識	YoY (%)
營收	3,463	(16.5)	2.2	持平至微幅年增	3,416	1.4	年持平	3,729	7.7	0.2	1-2% YoY	15,304	1.4
毛利	1,448	(10.2)	3.7		1,420	2.0		1,582	9.3	(0.0)		6,334	1.7
營業利益	260	0.4	26.8		231	12.7		290	11.4	(1.1)	8-10% YoY	1,190	7.0
稅前獲利	263	(3.3)	26.4		235	11.9		295	12.3	(0.2)		1,208	6.2
稅後淨利	193	(6.3)	22.2		174	11.2		216	12.1	5.0		889	5.3
每股盈餘 (元)	0.51	(6.3)	22.2		0.46	11.2		0.58	12.1	5.0		2.36	5.3
毛利率 (%)	41.8	3.0 ppts	0.6 ppts	微幅擴張	41.6	0.3 ppts	-41.8	42.4	0.6 ppts	(0.1)ppts		41.4	0.1 ppts
營利率 (%)	7.5	1.3 ppts	1.5 ppts		6.8	0.8 ppts		7.8	0.3 ppts	(0.1)ppts		7.8	0.4 ppts
淨利率 (%)	5.6	0.6 ppts	0.9 ppts		5.1	0.5 ppts		5.8	0.2 ppts	0.3 ppts		5.8	0.2 ppts

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Gap 財年止於 1 月

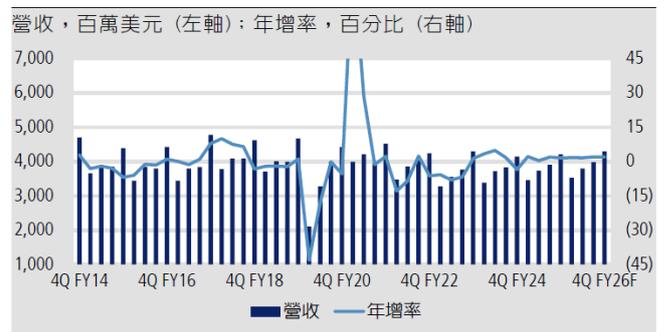
圖 2：1Q FY25 庫存天數增加



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Gap 財年止於 1 月

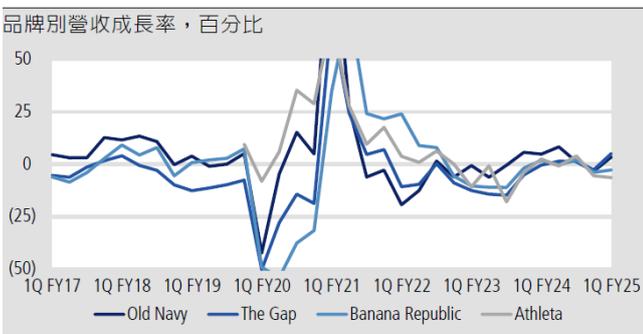
圖 3：公司營收成長前景平平



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：受惠消費降級趨勢，美國銷售改善



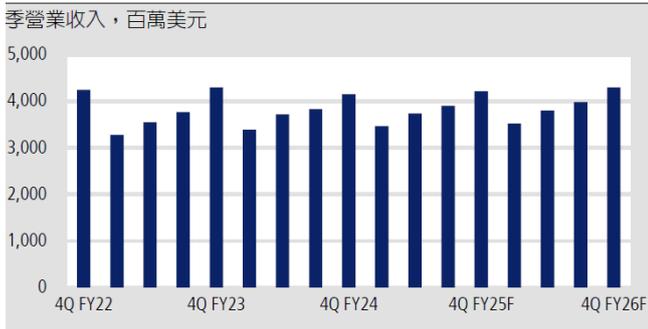
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Gap 財年止於 1 月

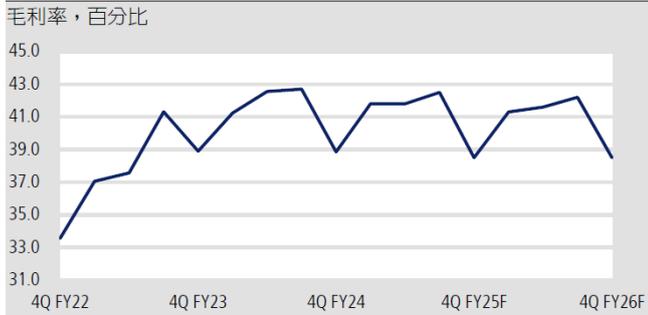
圖 6: 公司概況

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%。

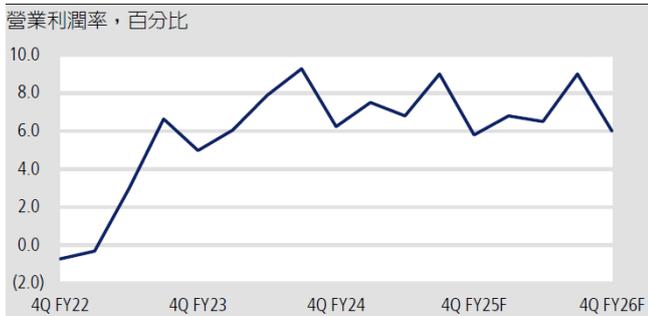
資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 季營收


資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 毛利率


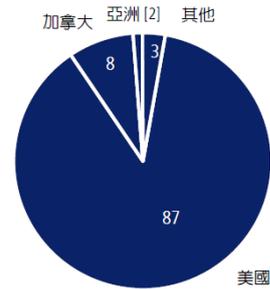
資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 營業利潤率


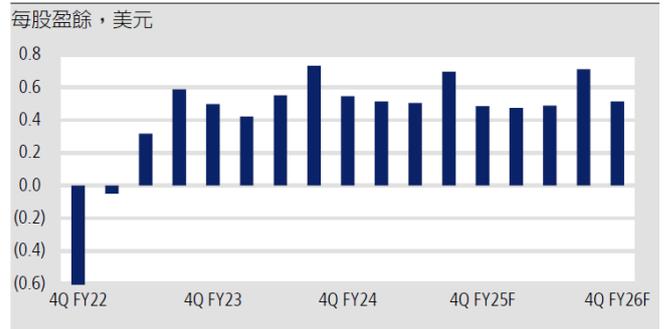
資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 北美為營收來源主要地區

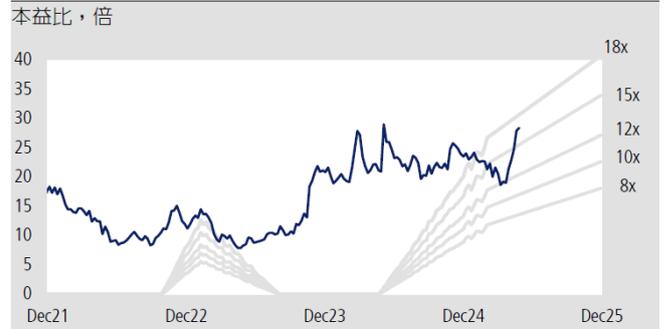
FY24 地區別營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 每股盈餘


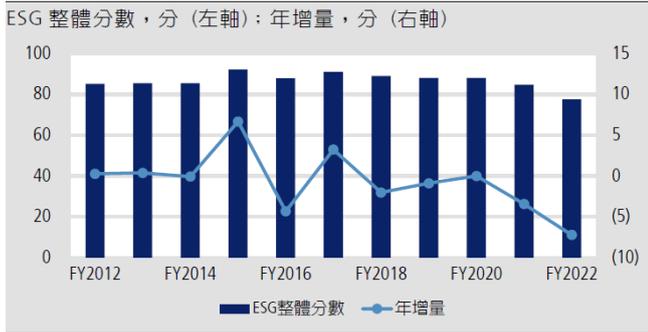
資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 本益比


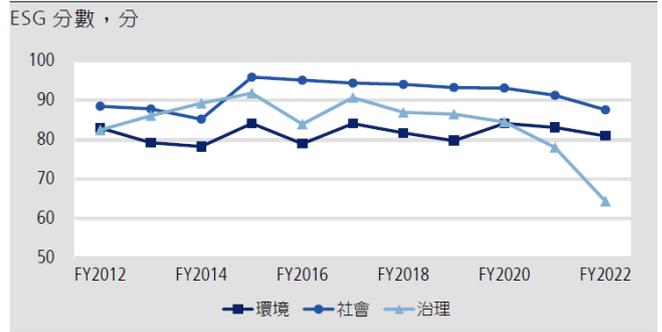
資料來源：彭博；凱基

圖 13: 庫存週轉天數


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


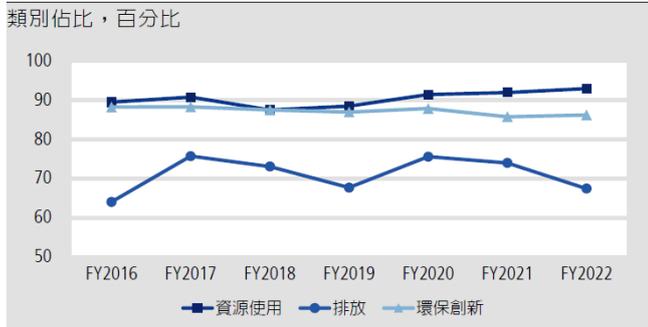
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

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)
單位營收碳排放量	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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 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



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其公正性、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，本行并不另行通知。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，并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有。