

運動休閒產業

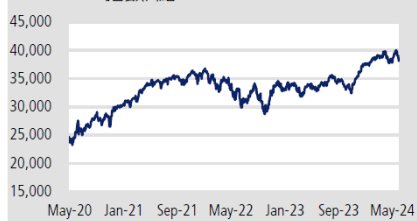
Gap 財報大放異彩

焦點內容

1. Gap (美) 1Q FY24 (2-4 月；財年止於 1 月) 獲利大幅超前市場預期，主因各品牌銷售轉佳及利潤率擴張強勁。
2. 公司調升財測，尤其營業利益預估的上修幅度令市場驚豔。
3. 庫存水位已恢復健康；管理層很肯定供應鏈帶來的成本優勢與貢獻。

Dow Jones 指數

Dow Jones 指數, 點



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Nike	NKE US	71	79	81	48
Lululemon	LULU US	56	68	42	74
GAP	GPS US	87	86	92	81

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Gap (GPS US, US\$22.52, 增加持股) 公告 1Q FY24 (2-4 月；財年止於 1 月) 財報，利潤率回升強勁帶動獲利大幅超越預期。管理層調升 FY24 營收及毛利率財測。盤後股價大漲 23%。

評論及分析

1Q FY24 財報亮眼。 1Q FY24 獲利 1.6 億美元，折合每股盈餘 0.42 美元，超前市場共識之 0.12 美元，動能來自各品牌銷售轉佳及利潤率擴張強勁。營收年增 3.4% 至 34 億元，略優於公司財測與市場預估的年持平，其中：(1) 主力品牌 Old Navy (佔總營收 57%) 女性服裝表現持續突出，帶動營收年增 5%；(2) Gap (20%) 銷售呈年持平，改善自過去連續五季之衰退走勢，顯示行銷策略強化之效益浮現；及 (3) Banana Republic (13%) 和 Athleta (10%) 營收分別年增 2%、2%，扭轉自前一季之 2%、4% 衰退。受惠原物料價格下滑與更精準的存貨管理 (分別貢獻 2.0、1.3 個百分點)，毛利率創過去十季以來新高，為 41.2%，年增 4.2、季增 2.3 個百分點，超越公司財測 3.1 個百分點；再加上費用管控持續及營運槓桿效益發揮，營利率年增 6.4、季增 1.1 個百分點至 6.1%，高於市場預期的 2.0%。

財測調升。 反映 1Q FY24 財報及原物料價格低檔期更長，管理層調高 FY24 財測，包括：(1) 營收自年持平略調高至微幅年增；(2) 毛利率將年增至少 1.5 個百分點，對比前次為年增至少 0.5 個百分點；及 (3) 營業利益由年增 10-15% 上修至將近 45% 成長 (此為令投資人驚豔之處)，隱含市場共識存在 10% 上檔。短期而言，公司預計 2Q FY24 營收將年增低個位數，其中，除 Athleta 表現將因高基期而較疲弱 (年減中個位數) 外，其他品牌銷售將保持穩健；毛利率將年增約 3 個百分點 (原物料價格有利及庫存管理較佳將分別貢獻 2、1 個百分點) 至 40.6%，高於市場預期的 38.5%。儘管管理層並未對消費環境前景給出太多預判，但認為 2H24 促銷將持續改善。

供給端表現優異。 1Q FY24 庫存週轉天數 89 天，年減 11%、季增 19% (季節性)，符合過去十年平均 85 天之水準。管理層表示，當前存銷比已恢復健康，並相當肯定供應鏈帶來的成本優勢與貢獻。公司預期 2Q FY24 庫存金額將年減低個位數，即庫存天數將進一步改善至 85 天，年減 5-6%、季減 3-5%。

投資建議

我們維持 Gap 「增加持股」評等，目標價調升至 33.4 美元，基於 FY24-25 平均每股盈餘預估之 18 倍。台灣供應鏈方面，聚陽 (1477, NT\$385, 增加持股)、儒鴻 (1476, NT\$485, 增加持股) 將為主要受惠者。

投資風險

下檔風險為消費不如預期及品牌人氣下滑。

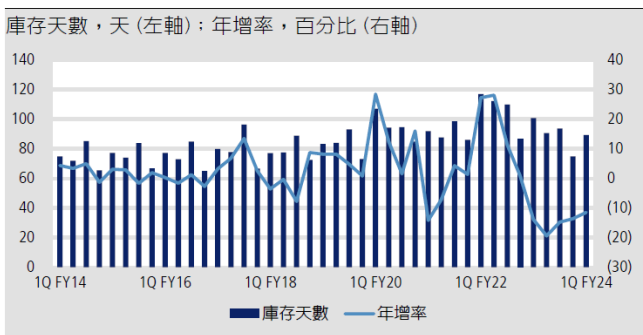
圖 1 : Gap 1Q FY24 財報、2FY24 & FY24 公司財測暨市場共識比較

百萬美元	1Q FY24						2Q FY24F				FY24F			
	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 (新)	公司財測 (舊)	市場共識	YoY (%)
營收	3,388	(21.2)	3.4	大致年持平	3,282	3.2	年增低個位數	3,573	5.5	0.7	微幅年增	大致年持平	14,839	(0.3)
毛利	1,397	(16.4)	15.1		1,263	10.6		1,377	(1.4)	3.3			5,857	1.4
營業利益	205	(4.2)	-		66	212.0		170	(16.9)	60.8	-45% YoY	低中雙位數 成長	744	32.9
稅前獲利	208	(4.6)	-		63	227.7		168	(19.3)	55.4			746	34.1
稅後淨利	158	(14.6)	-		47	239.3		128	(19.3)	9.0			537	6.9
每股盈餘 (元)	0.42	(14.6)	-		0.12	239.3		0.34	(19.3)	9.0			1.45	6.9
毛利率 (%)	41.2	2.3 ppts	4.2 ppts	>38.1	38.5	2.7 ppts	-40.6	38.5	(2.7)ppts	1.0 ppts	>40.3	>39.3	39.5	0.7 ppts
淨利率 (%)	6.1	1.1 ppts	6.4 ppts	營業費用: 12億元	2.0	4.0 ppts	營業費用: 13億元	4.8	(1.3)ppts	1.8 ppts	營業費用: 51億元	營業費用: 51億元	5.0	1.3 ppts
淨利率 (%)	4.7	0.4 ppts	5.2 ppts		1.4	3.2 ppts		3.6	(1.1)ppts	0.3 ppts			3.6	0.2 ppts

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Gap 財年止於 1 月

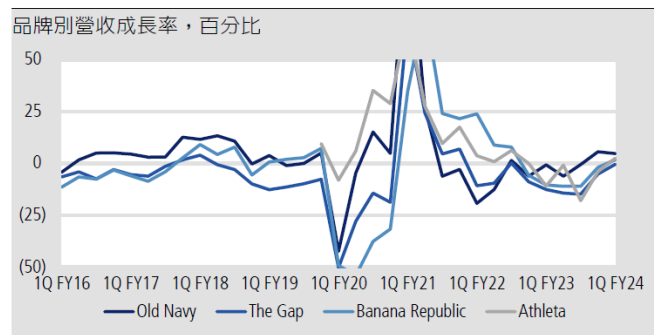
圖 2 : Gap 庫存天數位處低檔



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Gap 財年止於 1 月

圖 3 : 各品牌銷售動能回升



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

註：Gap 財年止於 1 月

圖 4 : 同業評價比較表

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	每股盈餘 (當地貨幣)			本益比 (倍)		股東權益報酬率 (%)			營業利率 (%)			股價表現 (%)			
				2023	2024F	2025F	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	3M	6M	12M	YTD
耐吉	NKE US	141,050	93.45	3.21	3.53	4.05	26.5	23.1	29.6	26.6	25.7	11.5	12.4	14.2	(10.1)	(15.3)	(11.2)	(13.9)
阿迪達斯	ADS GR	44,883	230.50	(0.42)	3.12	7.06	N.M.	32.7	(1.6)	11.8	21.3	4.9	4.5	7.5	23.2	20.0	52.0	25.2
彪馬	PUM GR	7,726	47.35	2.03	2.39	3.02	19.8	15.7	12.1	14.1	16.1	28.9	7.5	8.1	11.7	(20.1)	6.0	(6.3)
安德瑪	UAA US	2,985	6.95	0.53	0.52	0.22	13.3	31.9	11.3	4.1	6.8	20.2	2.7	4.1	(22.4)	(14.6)	(3.6)	(20.9)
露露檸檬	LULU US	38,168	302.90	12.23	13.79	N.A.	22.0	N.M.	39.4	31.2	N.A.	22.2	23.3	N.A.	(35.2)	(32.2)	(8.7)	(40.8)
蓋璞	GPS US	8,412	22.52	1.36	1.82	1.89	12.4	11.9	20.8	23.1	19.3	3.8	6.1	6.3	18.9	12.2	180.8	7.7
VF 公司	VFC US	4,795	12.33	-2.49	1.07	0.73	11.5	16.8	(42.4)	16.4	20.9	(1.8)	5.4	6.5	(24.5)	(26.3)	(28.4)	(34.4)
思凱捷	SKX US	10,740	70.42	3.53	4.12	4.79	17.1	14.7	14.4	14.0	14.6	35.3	10.4	11.0	13.9	19.5	37.1	13.0
Mizuno Corp	8022 JP	1,429	8,150.00	559.71	482.82	568.86	16.9	14.3	10.8	10.0	10.4	28.3	7.6	8.0	54.9	101.5	130.6	107.4
亞瑟士公司	7936 JP	10,896	8,700.00	192.52	243.34	279.67	35.8	31.1	18.8	22.5	23.2	35.5	11.1	11.9	36.6	64.5	132.9	96.9
迅銷	9983 JP	84,404	40,210.00	966.09	1076.08	1144.40	37.4	35.1	17.5	17.4	17.0	51.6	14.9	15.1	(7.1)	7.3	23.0	14.9
李寧	2331 HK	6,726	20.35	1.23	1.33	1.52	15.3	13.4	13.1	13.1	13.9	24.9	13.3	14.3	4.3	(6.4)	(51.5)	(2.6)
安踏體育	2020 HK	30,157	83.25	3.69	4.55	5.00	18.3	16.7	23.8	22.4	22.1	45.9	24.1	24.2	8.5	2.2	4.1	9.9
特步國際	1368 HK	1,831	5.42	0.41	0.46	0.53	11.9	10.3	12.0	12.4	13.4	22.9	11.1	11.8	25.2	20.2	(31.1)	22.9
國際品牌同業平均							19.9	20.6	12.8	17.1	17.3	23.9	11.0	11.0	7.0	9.5	30.8	12.8
申洲國際	2313 HK	15,033	78.20	3.03	3.71	4.37	21.1	17.9	14.3	16.1	17.4	29.5	20.9	22.0	21.1	(0.3)	23.3	(2.7)
豐泰	9910 TT	4,773	154.50	5.04	6.37	7.74	24.3	20.0	20.7	27.4	33.5	7.7	9.4	10.7	(6.6)	(15.8)	(9.4)	(11.7)
僑鴻	1476 TT	4,163	485.00	18.87	21.43	23.41	22.6	20.7	20.4	22.2	22.7	21.3	20.0	20.5	(10.2)	(18.2)	3.4	(13.7)
聚陽實業	1477 TT	2,913	385.00	16.37	17.68	20.75	21.8	18.6	25.5	26.9	30.8	14.9	15.2	15.8	3.6	7.5	76.6	8.6
買成	9904 TT	3,452	37.45	3.61	4.64	4.83	8.1	7.8	9.1	12.9	8.5	15.8	5.1	5.2	22.8	21.2	18.3	21.2
台灣百利	9938 TT	591	63.40	1.95	4.70	5.12	13.5	12.4	5.0	10.0	10.2	30.3	16.8	17.0	9.5	1.9	15.7	10.1
廣越	4438 TT	380	117.50	7.10	15.43	N.A.	7.6	N.M.	9.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	6.8	1.7	0.0	4.4
廷齊-KY	9802 TT	768	128.50	7.87	9.48	12.49	13.6	10.3	12.0	15.4	17.4	49.0	11.7	13.4	2.4	(12.9)	2.0	(3.7)
供應鏈同業平均							16.6	15.4	13.9	18.7	20.1	24.1	14.1	14.9	7.9	0.6	18.8	4.2

資料來源：Bloomberg；凱基



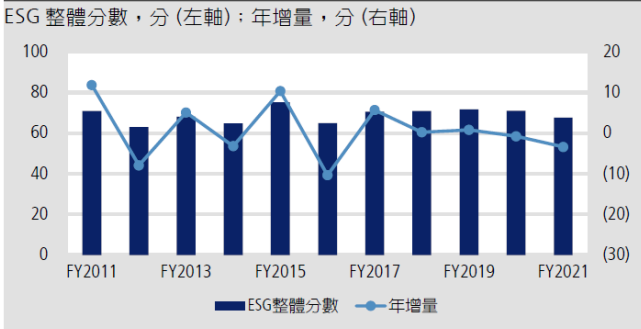
圖 5：台股供應鏈

Nike 供應鏈						
公司	代碼	評等	目標價 (當地貨幣)	營收佔比 (%)	產品/服務	
Nike						
台灣供應鏈						
豐泰	9910 TT	增加持股	192.0	80-90	鞋類	
儒鴻	1476 TT	增加持股	560.0	10-15	服飾	
廣越	4438 TT	增加持股	205.0	10-15	服飾	
香港供應鏈						
申洲國際	2313 HK	增加持股	98.1	20-25	服飾	
Lululemon						
台灣供應鏈						
儒鴻	1476 TT	增加持股	560.0	5-10	服飾	
廣越	4438 TT	增加持股	205.0	0-5	服飾	
香港供應鏈						
申洲國際	2313 HK	增加持股	98.1	0-5	服飾	
GAP						
聚陽	1477 TT	增加持股	424.0	20-25	服飾	
儒鴻	1476 TT	增加持股	560.0	5-10	服飾	

資料來源：公司資料；凱基

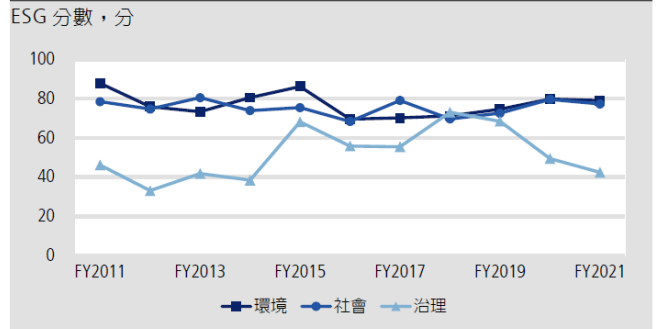
Nike (NKE US)

圖 6：Nike - ESG 整體分數



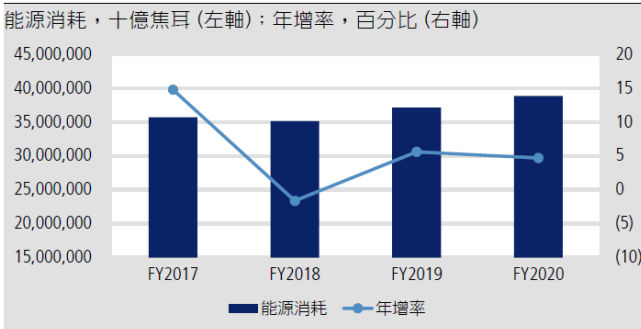
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 7：Nike - ESG 各項分數



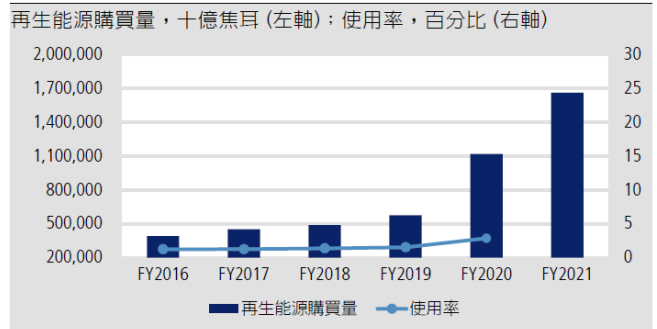
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 8：Nike - 能源消耗



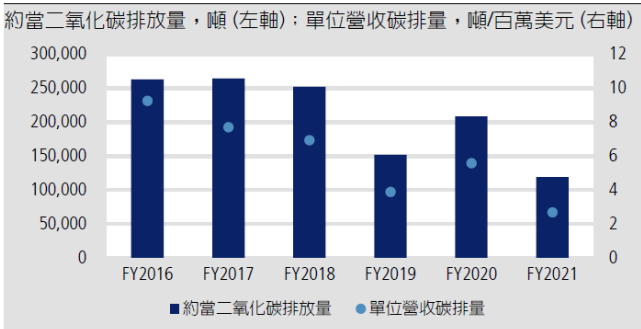
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 9：Nike - 再生能源



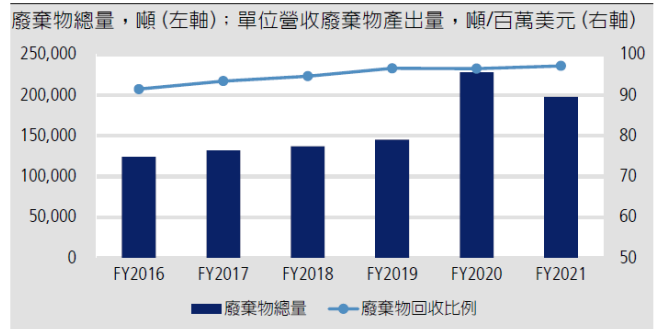
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 10：Nike - 碳排放量



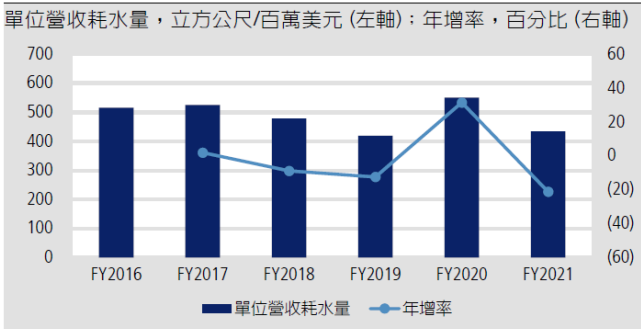
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 11：Nike - 廢棄物總量



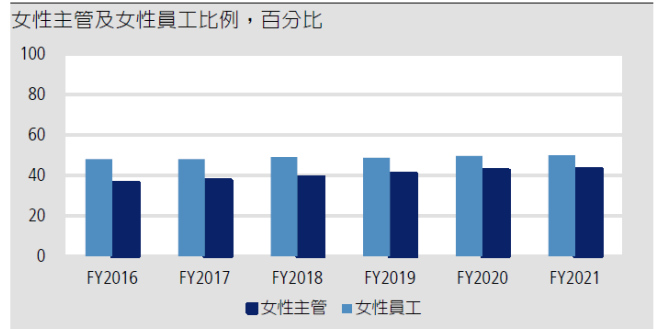
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 12：Nike - 耗水量



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

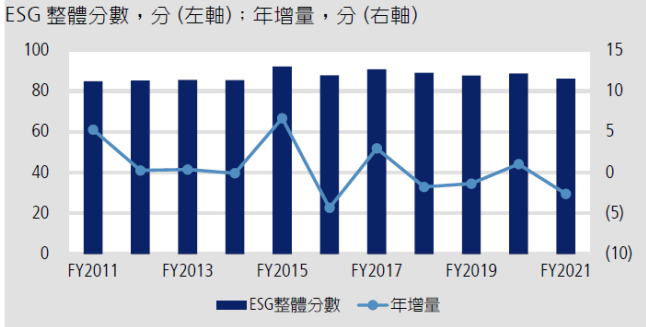
圖 13：Nike - 性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

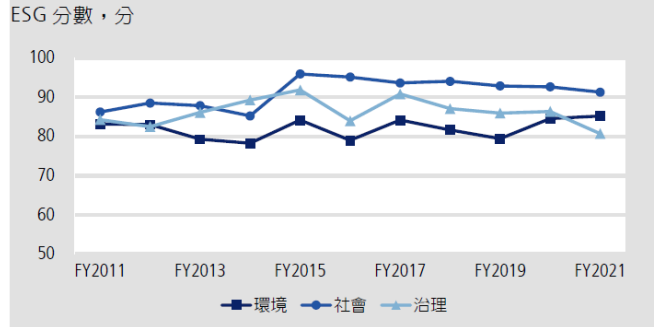
Gap (GPS US)

圖 14 : Gap - ESG 整體分數



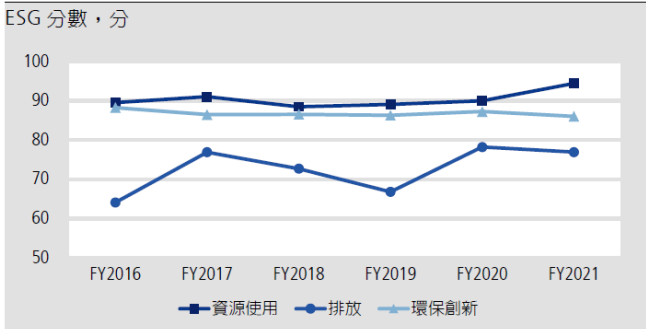
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 15 : Gap - ESG 各項分數



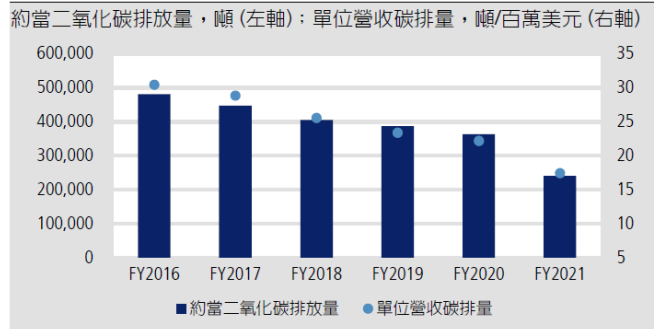
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 16 : Gap - 環境各項分數



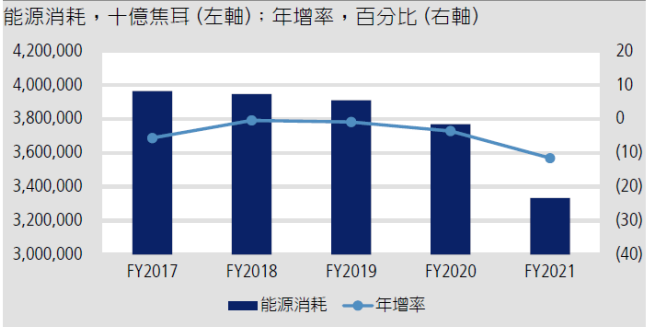
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 17 : Gap - 碳排量



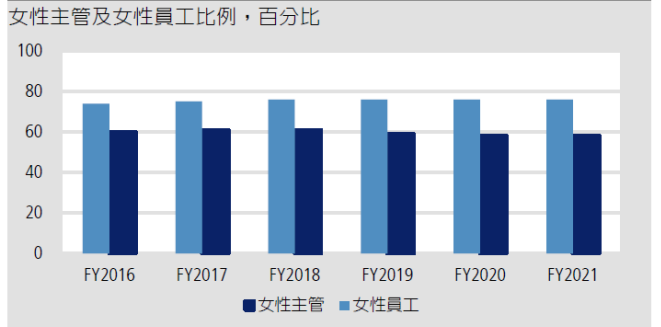
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 18 : Gap - 能源消耗



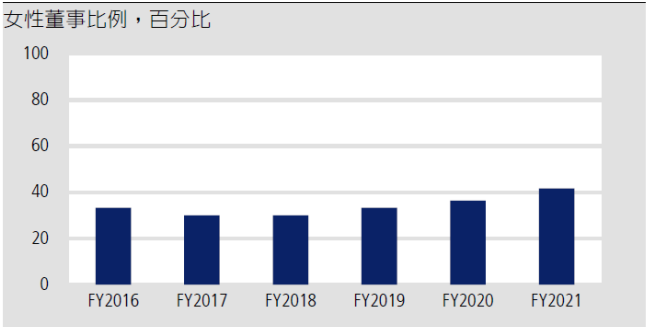
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 19 : Gap - 性別多樣性



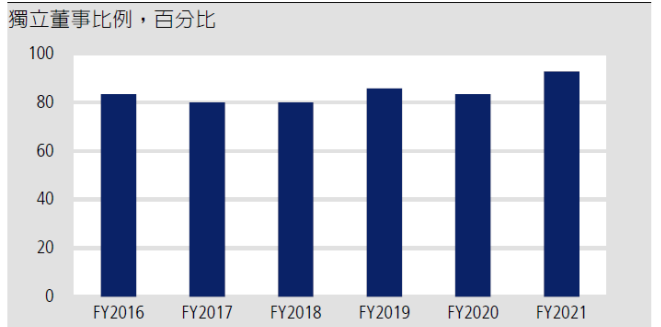
資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 20 : Gap - 董事性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基；公司資料

圖 21 : Gap - 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	<p>直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>再生能源購買總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>再生能源占總能源消耗量之比例</p>
約當二氧化碳排放量	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>廢棄物總量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>公司呈報的廢棄物回收率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>耗水量(立方公尺)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>環保支出總金額</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>員工流動率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>女性主管百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>女性員工百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>所有員工教育訓練總時數</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>平均每年每位員工總教育訓練時數</p>

資料來源：Refinitiv；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倉。