

纺织服装

看好（维持）

市场数据（2012-08-30）

行业指数涨幅	
近一周	-6.80%
近一月	-4.83%
近三月	-16.83%

重点公司

公司名称	公司代码	投资评级
搜于特	002503	推荐

股价走势图



数据来源：Wind，日信证券研究所

研究员

王兵，CFA
 执业证书编号：S0070511110001
 电话：021-6163 5658
 邮箱：wangbing@rxzq.com.cn

销售支持：
 罗美思
 电话：010-83991840
 邮箱：luoms@rxzq.com.cn

相关报告

纺织服装：狭路相逢勇者胜-品牌服装专题研究之营销渠道-行业专题-20120619

牛股是怎样炼成的之 GAP 神话

——纺织服装案例专题研究系列（一）

■ **历史回顾：1983-2000 年公司黄金发展期铸就历史大牛股，成功职业经理人助持续高增长。**美国 Fisher 夫妇于 1969 年开设第一家 GAP 门店。第二任 CEO Millard Drexler 让 GAP 成为家喻户晓的品牌，击败同时期诸多热销品牌，成为全球服装零售业巨头。门店数量从 1982 年的 566 家快速增长到 2000 年的 2948 家，收入从 1983 年的 4.7 亿美元高速增长至 2000 年的 137 亿美元。GAP 的股价从 1983 年初的低点 0.15 美元，增长至 2000 年 2 月份的历史最高点 52.88 美元，股价 17 年年均复合增长 41.20%，名副其实的历史大牛股。

■ **核心成功要素提炼：**

（1）商业模式：GAP 是 SPA 的首创者。SPA 是一种从商品策划、制造到零售都整合起来的垂直整合型销售形式。GAP 首创的早期 SPA 模式重品牌和终端、轻生产与物流，存货周转相对较慢；而以 ZARA 和 H&M 为代表的第三代 SPA 则崇尚顾客导向和快速反应。

（2）渠道终端：外延扩张是首选，单店经营是后发。GAP 的直营店销售仍占绝大多数、但占比逐年下滑，特许经营店、电子商务发展迅猛。GAP 较早推出“自助式”专卖店，引领服装零售“超市式”销售新模式。早期标准化连锁经营助推终端快速扩张，2000 年以后逐渐转向重视单店经营和库存管理能力提升，在对销售终端的改造上，GAP 建立了买手模式下最重要的子模式立体式店铺，发挥终端信息交换功能。

（3）品牌管理：多品牌差异定位、塑造品牌文化。目前，GAP 公司拥有五大品牌：GAP、Banana Republic、Old Navy、Piperlime、Athleta；其中 GAP 品牌下又衍生出四大细分品牌：GAP、GAPKids、babyGAP、GAPbody。多品牌运作锁定不同类目标消费群，在形象定位、价位、产品性能与类别上均有显著区别。其中，主品牌 GAP 定位中低端大众休闲，市场空间广阔。规模上，GAP、Old Navy 品牌仍是主力，但公司在努力调整各品牌比重，加快小品牌增长速度。品牌推广上，GAP 重视培育潮流文化，提升品牌忠诚度。

（4）研发生产：买手制大幅提升产品丰富度。1999 年开始，GAP 全力打造买手制研发模式，能够紧跟时尚潮流；目前为 GAP 服务的研发总人数超过 2000 人，年度出款量达到 50000 款。

■ **从 GAP 差异定位、市场空间、快速复制、终端经营、供应链管理等五成功要素获得启示，推荐搜于特（002503）。**我们认为，实现如 GAP 般牛股的必要条件包括：（1）具备充足市场空间的产品和品牌定位，并且管理团队有能力制定正确的管理战略和经营策略来诠释这种定位；（2）在广阔的市场空间里，公司有能力在不同的区域快速复制门店；（3）支撑门店快速复制的条件有标准化的终端形象、较高的单店经营能力、恰当丰富的品牌形象推广活动；（4）支撑平价、时尚、休闲消费定位的供应链管理的能力，包括成本控制、买手制快速研发等。推荐差异定位三四线市场、渠道扩张潜力巨大、重视管理效率提升的青春休闲服品牌商搜于特（002503）。

代码	名称	EPS			PE			投资评级
		2011A	2011E	2012E	2011A	2011E	2012E	
002503	搜于特	0.60	0.92	1.31	39.33	25.80	18.10	推荐

正文目录

前言：他山之石，可以攻玉	5
1. 历史回顾：难忘辉煌岁月	6
1.1 1969-1982 年，创业起步期，营销改革实现原始积累	6
1.2 1983-2000 年，黄金发展期，成功职业经理人助持续高增长	7
1.3 2001-2012 年，进入调整期，新环境下全球化战略起航	10
2. 治理结构：创始人与职业管理层发挥重要作用	12
2.1 创始人：“改变，或者接受失败”	12
2.2 FISHER 家族为第一大股东，职业管理团队发挥重要作用	13
3. 商业模式：GAP 是 SPA 的首创者	16
3.1 SPA：品牌服装行业商业模式革命	16
3.2 GAP 的 SPA 流程：重品牌与终端，轻生产与物流	17
3.3 第三代 SPA：顾客导向，快速反应	18
4. 渠道终端：外延扩张是首选，单店经营是后发	19
4.1 渠道拓展：直营渠道仍占据主力，多元化渠道快速发展	19
4.2 电子商务：线上、线下无缝整合的榜样	22
4.3 终端管理：标准化扩张转向单店经营提升	23
4.4 终端信息：立体式店铺发挥更重要的信息交换功能	24
4.5 同店增长：虽然下降但受到更多重视	25
5. 品牌管理：发展多品牌、塑造品牌文化	26
5.1 品牌组合：多品牌拓展消费空间	26
5.2 品牌管理：加快小品牌增长速度	27
5.3 品牌推广：培育潮流文化，提升品牌忠诚度	29
6. 研发生产：买手制大幅提升产品丰富度	30
6.1 研发流程：买手制设计体系，紧跟市场潮流	30
6.2 研发组织：买手制团队为助力，精细分工提高效率	31
6.3 研发成果：产品丰富度明显提升	32
6.4 生产制造：典型的生产外包与虚拟运营	33
7. GAP 发展困境带来的风险提示	33
8. 投资建议：从 GAP 提炼五要素，推荐搜于特（002503）	34

图目录

图 1 GAP 历史股价由最低到最高翻 1322 倍	5
图 2 GAP 改变了美国服装零售格局.....	6
图 3 GAP 终端网络遍布全球.....	6
图 4 GAP 发展黄金期门店数量快速增长.....	9
图 5 GAP 发展黄金期销售收入快速增长.....	9
图 6 GAP 发展黄金期净利润快速增长.....	9
图 7 GAP 在这一阶段股价高速增长.....	9
图 8 2001 年以来门店数量增长明显放缓.....	11
图 9 2001 年以来销售收入增速也出现放缓和波动变大.....	11
图 10 2001 年以来净利润增速明显处于低位.....	11
图 11 2001 年以来股价整体上呈现震荡走势.....	11
图 12 GAP 联合创始人之一 DON FISHER.....	13
图 13 GAP 在 2009 年庆祝 40 岁生日	13
图 14 GAP 公司 SPA 业务流程图.....	17
图 15 第三代 SPA 的 ZARA 存货周转明显快于 GAP.....	18
图 16 INDITEX 以顾客为中心的商业模式	19
图 17 渠道在企业产业价值链中发挥核心作用.....	19
图 18 GAP 的直营渠道为主但特许经营较快增长	21
图 19 GAP 直营渠道数量占比较大但不断下降	21
图 20 GAP 在美国销售收入占比下降、亚洲增长较快.....	21
图 21 GAP 直营收入占比下降、网络销售占比上升.....	21
图 22 GAP 店铺形象和陈列经过系统规划.....	24
图 23 BANANA REPUBLIC 橱窗体现品牌风格.....	24
图 24 “三师模式”店铺内部信息体系图.....	25
图 25 终端店铺与其他职能的信息交换体系.....	25
图 26 GAP1988-2011 年收入及同店增速情况	26
图 27 GAP1998-2011 年坪效及同店增速情况	26
图 28 GAP 和 OLD NAVY 门店数量减少、BANANA REPUBLIC 增加	29
图 29 GAP 和 OLD NAVY 收入占比下降、BANANA REPUBLIC 上升	29
图 30 GAP2012 年 BE RIGHT 服饰搭配推广活动.....	30
图 31 GAP 加拿大品牌忠诚度推广活动 SPRIZE	30
图 32 GAP 产品开发流程与仿款协作图.....	31
图 33 OLD NAVY 品牌的买手团队分工.....	32
图 34 GAP2011 年委托加工厂区域分布	33
图 35 GAP2009 年委托加工厂区域分布.....	33

表目录

表 1 GAP1988 年-2000 年销售收入及年末店铺数量.....	9
表 2 GAP 2001 -2011 年销售收入及店铺总数.....	12
表 3 GAP 公司截至 2012 年 3 月 19 日前十大股东.....	14
表 4 公司第二任 CEO 带领公司创造了巨大成功.....	14
表 5 GAP 公司截至 2012 年 6 月主要高级管理人员.....	15
表 6 SPA 模式与传统运营流程的区别.....	16
表 7 GAP 渠道模式的区域及品牌分布.....	20
表 8 公司渠道模式战略的演进.....	20
表 9 2004-2011 年公司分渠道、分区域销售收入.....	21
表 10 GAP 公司多品牌列表及品牌详情.....	27
表 11 GAP 旗下各品牌 2012 年 7 月服装零售价格区间.....	27
表 12 GAP 各品牌直营店与特许经营店数量.....	28
表 13 各品牌净销售额及变动.....	28
表 14 2011 年各品牌市场推广活动.....	30
表 15 搜于特财务指标及估值摘要.....	35

前言：他山之石，可以攻玉

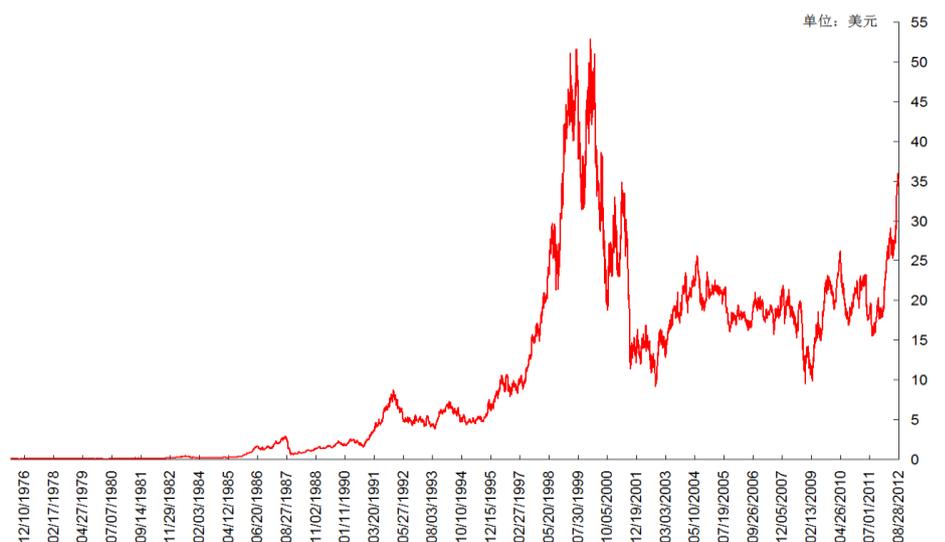
历史不会简单地重复，但是会惊人地相似。

人类的社会历史发展呈现波浪式上升的形态，社会发展有先后，一个行业的发展也不例外，然后就有了重复和被重复，模仿和被模仿，跟随与被跟随。我们相信，消费习惯有国别和民族之分，但基于消费演进而驱动的商业模式变革却没有国界，同时发展具有明显的先后顺序。正是基于这样的逻辑，我们推出了纺织服装案例专题系列研究，以期能够在透彻分析历史“牛股”案例的基础上，试着去发掘中国的“潜力股”。

在美国股市，提起零售及服装股票，恐怕没有人会无视 GAP 这只历史大牛股的存在，正如在美国生活，提起逛街及服装购物，恐怕也没有人会无视 GAP 这一足以可以代表美国休闲文化的服装品牌。一方面，一个服装品牌成为了一种全民的生活方式，一种能够代表一个国家的生活方式向全世界传播；另外一方面，主营该品牌的公司在股票市场上的表现也足以让证券市场历史铭记：公司 1976 年上市，在当年创下历史低点后，于 2000 年初创下历史最高位，在近 24 年的时间里股价翻了 1322 倍！时到今日，相对首发上市日，股价也翻了足有 319 倍。

我们相信这一家喻户晓的品牌文化与能够成为惊人的历史大牛股之间的重合肯定并非偶然。循着这一最基础和最根本的逻辑，我们试图去寻找驱动 GAP 成为业界典范背后的核心要素，挖掘和提炼 GAP 背后最为关键的支撑力量。然后，试图把这些核心要素与中国的“实践”结合起来，借他山之石，寻本地之玉。

图 1 GAP 历史股价由最低到最高翻 1322 倍



数据来源：Wind，日信证券研究所

1. 历史回顾：难忘辉煌岁月

1969年7月，GAP公司由一对美国夫妇 Donald Fisher 与 Doris Fisher 于加利福尼亚州成立。他们开第一家 GAP 店仅仅是因为一次不愉快的购物经历——Donald Fisher 没能购买到一条合身的牛仔裤。他们希望通过开店能够提供更多的型号和款式的牛仔裤以便顾客选择。但是谁也没料想到，他们的这一举动竟改变了美国整个服装零售业。

如今，经历了 40 余年发展的 GAP 已成为美国乃至世界上最大的服装零售公司之一，拥有 5 大品牌、超过 3200 家分店与 13200 名员工。其直营店遍布美国、加拿大、英国、法国、爱尔兰、日本、中国、意大利，特许经营店更广泛分布于亚洲、澳洲、东欧、拉美、中东、非洲等世界各地，而且 90 多个国家的顾客可通过网购方式来购买公司的产品。在发展理念“Sharing American Style Around the World (世界范围内分享美国生活方式)”下，GAP 正努力为全世界各地提供好的产品和服务。

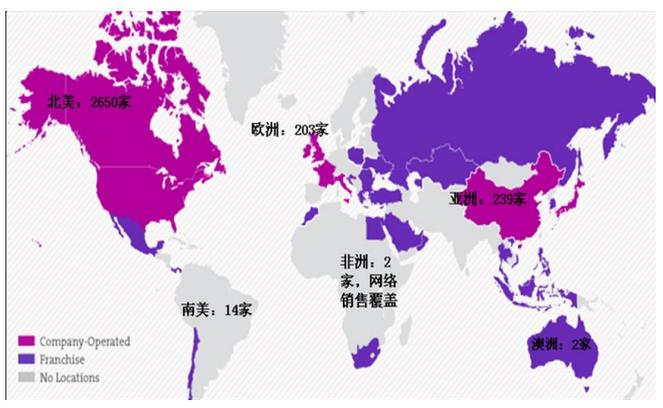
纵观 GAP 的发展历史，也并非是一帆风顺，而是起起伏伏。我们将的 GAP 公司发展分为三个大的历史阶段。

图 2 GAP 改变了美国服装零售格局



数据来源：日信证券研究所

图 3 GAP 终端网络遍布全球



数据来源：公司网站，日信证券研究所

1.1 1969-1982 年，创业起步期，营销改革实现原始积累

开出第一家店，初步探索产品种类及营销方式。1969年，原为房地产商的 Donald Fisher 因没有能够买到合身的牛仔裤，决定在旧金山海洋大道开第一家 GAP 店，以出售 Levi's 牛仔裤。它比其他商店提供更多的款式和尺寸，并由其妻子 Doris 担任采购员。第一家 GAP 店同时出售牛仔裤和录音带，但很多人感兴趣的是录音带，大量的 Levi's 牛仔裤只能以进价售出。接下来，Donald 对产品种类、营销方式等进行了初步改革。他锁定年轻人作为主要的消费群体，营造年轻化的购物氛围，店铺也只出售服装，如圆领 T 恤、

短而精干的纯棉质上衣、经典的牛仔裤等。全新的营销方式使得 GAP 在美国逐渐小有名气，进而得以积累资本并迅速扩张。

低价优势丧失，推出自主品牌，开始关注供应链管理，品牌推广。1976 年 GAP 公开发行上市，公司创立以来的高增长吸引了众多投资者，股票以每股 18 美元发行。但 1976 年开始，美国联邦贸易委员会不允许 Levi's 限制其产品的零售价，加之随着 80 年代初，Levi's 公司向沃尔玛大卖场供货，导致终端大打价格战，从而凭借集中采购、充足备货、坚持低价的策略迅速发展的 GAP 失去低价优势。从而导致 GAP 业绩开始下滑，甚至出现亏损。为此，主要依赖于销售 Levi's 牛仔裤的 GAP 公司开始寻求改变，并推出了自主服装品牌，如 Fashion Pioneers、Eaton Hill、Foxtails、Logo 和 Brands 等。同时 GAP 公司开始控制从产品概念、设计开发到顾客的整个供应链，控制价格、推广产品和品牌形象，如它借助电台和电视媒体，以广告形式鼓励消费者为了追求负担得起的时尚而“Falling into GAP”。

这一阶段，GAP 从 1 家分店发展至 1982 年的 566 家分店。在应对不断变化的市场中，不断地摸索、改变，跌倒再爬起，尽管在品牌、终端等多方面还存在一些问题，但基本实现了起步与原始扩张，完成了起飞的一跃，也为下一步打造全新的零售业模式、成为美国服装零售业的领头羊做好了铺垫。

1.2 1983-2000 年，黄金发展期，成功职业经理人助持续高增长

组织变革迈出重要一步，引进职业经理人。1983 年，Millard Drexler 受创始人 Donald Fisher 之邀任公司总裁，成为 GAP 公司发展史上最为重要的一页，从而开启了世界服装史上的一段传奇。此前，Millard Drexler 在一家经营高档女装的零售商 Ann Taylor 工作，帮助其树立了大型消费者品牌，将其销售额提升了 4 倍，获得了很大的成功和声誉。

Millard Drexler 对 GAP 公司进行了大刀阔斧的改革，并于任职早期推动了 GAP 公司迅速成长，注重品牌组合管理，形成鲜明的特色，并逐步走向成熟。他主要从产品、顾客、终端店面、宣传推广等方面对 GAP 公司进行了全方位的改造：

(1) 品牌组合方面，他逐渐取消了公司各种杂牌，而主推自主品牌 GAP，之后又不断地推出新品牌，致力于细分市场，采取多品牌战略，以迎合不同客户的需求。

(2) 消费者定位方面，随着新品牌 Old Navy 的推出，1994 年 GAP 将消费群重新定义，由青少年上升至 20-35 岁的青年群体。

(3) 产品设计方面，风格主打休闲、线条简洁、不正式但经典，决不标新立异。这针对的是那些想要看起来年轻些，但又不愿意显得叛逆的消费者，这正是上世纪 80 年代最大多数的消费者。

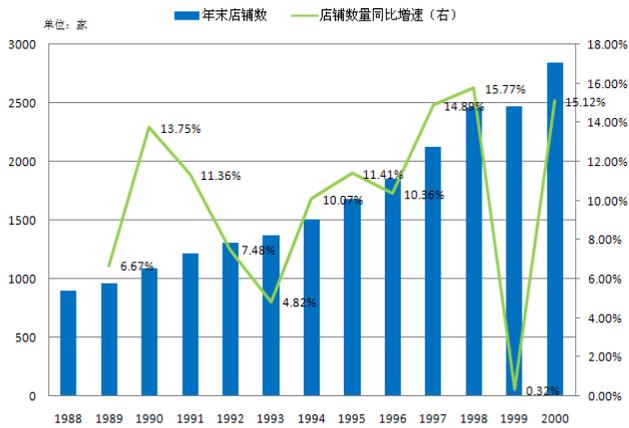
(4) 终端店面方面，店内不再按牛仔装和非牛仔装区分陈列，而按男、女装区分。店铺设计方面，他用淡淡的灰色和纯白取代了原来的橙黄，用陈列柜和分层搁板取代了原先看起来有些乱的圆衣架。衣服整整齐齐地叠好放在搁板上，伴以明亮柔和的射灯，让整个店展现出一种高雅简洁的氛围。

(5) 广告宣传方面，从原先的广播和电视转向高品位的杂志和报纸，并开始选用年龄更大些的模特，场景也都安排在家中、户外等与青少年关联不多的地方。同时进行了一系列独特的宣传活动，如“Individual of Style”(真我风格)。这是由一群著名摄影师推出的一系列黑白照片。整个系列强调“风格”，而非“GAP”。在许多照片中，甚至不出现 GAP 的产品，还有著名的和创造性的运动“Who Wore Khaki”。通过这些活动，GAP 逐渐引领潮流，扭转了公众对 GAP 的低端印象，GAP 开始代表高品位的休闲服装。此后，在与 Benetton、The Limited 这样的零售品牌竞争时，GAP 公司具备了优势。

(6) 业务模式方面，在这一阶段公司首创并实践了 SPA 模式的巨大成功。

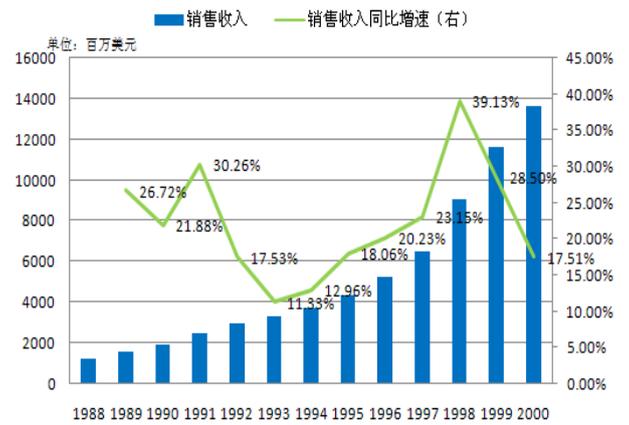
这一阶段是 GAP 超过 40 年发展历史中的黄金发展期。在这一阶段，公司门店数量保持高速增长，表现出强势的增长势头，尤其到了 1986 年之后，GAP 的收入、利润、坪效都开始增长。1989-2000 年，门店数量年均复合增长率达到 11.48%，从最初的不到 900 家门店，增长至 2000 年的 2848 家。同时销售收入出现爆发式增长，年均复合增长率达到 24.03%，从 1989 年初的 15.86 亿美元，增至 2000 年的 136.73 亿美元。并且同期净利润从 9763 万美元，增长至 8.42 亿美元，销售净利率也逐年上升并维持在 8% 左右，净资产收益率均值更是达到 30%，随着净利润的在 1998 与 1999 年的快速增长，这两年净资产收益率超过 50%。1994 年才成立的 Old Navy 品牌凭借宽敞的店面、丰富的产品、低廉的价格，加上 GAP 公司成熟的管理大获成功，仅仅用了 4 年，其销售额就跃过 10 亿美元，成为有史以来最快达到这个目标的服装品牌。因此，GAP 公司的股价在这一阶段表现亮丽，从 1983 年初的低点 0.15 美元，增长至 2000 年 2 月份的历史最高点 52.88 美元，股价 17 年年均复合增长 41.20%，堪称历史大牛股毫不为过。其中 1996 年开始的爆发性增长尤为值得回忆，从 1996 年初的 6.61，增长至 2000 年的历史高点，四年股价翻了 8 倍。

图 4 GAP 发展黄金期门店数量快速增长



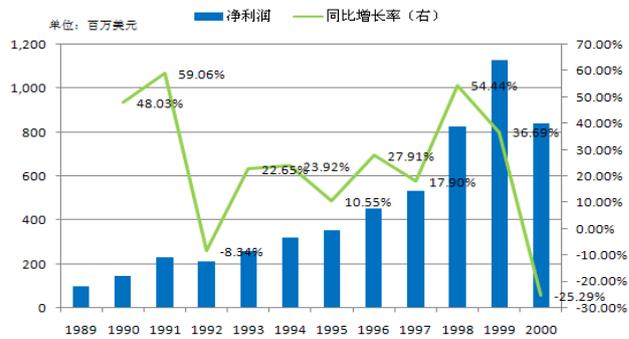
数据来源：公司公告，日信证券研究所

图 5 GAP 发展黄金期销售收入快速增长



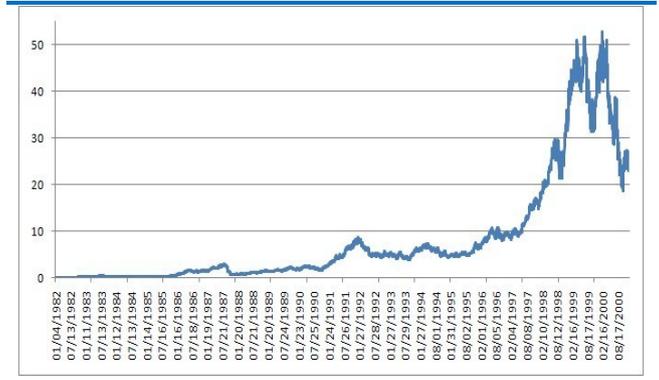
数据来源：公司公告，日信证券研究所

图 6 GAP 发展黄金期净利润快速增长



数据来源：公司公告，日信证券研究所

图 7 GAP 在这一阶段股价高速增长



数据来源：Morning Star，日信证券研究所

表 1 GAP1988 年-2000 年销售收入及年末店铺数量

年份	销售收入(百万美元)	销售收入同比增速	年末店铺数	店铺数量同比增速	坪效 (美元/平方英尺)
1988	1,252.10		900		328
1989	1,586.60	26.72%	960	6.67%	389
1990	1,933.78	21.88%	1092	13.75%	438
1991	2,518.89	30.26%	1216	11.36%	481
1992	2,960.41	17.53%	1307	7.48%	489
1993	3,295.68	11.33%	1370	4.82%	463
1994	3,722.94	12.96%	1508	10.07%	444
1995	4,395.25	18.06%	1680	11.41%	425
1996	5,284.38	20.23%	1854	10.36%	441
1997	6,507.83	23.15%	2130	14.89%	463
1998	9,054.46	39.13%	2466	15.77%	532
1999	11,635.40	28.50%	2474	0.32%	548
2000	13,673.00	17.51%	2848	15.12%	482

数据来源：公司年报，日信证券研究所

1.3 2001-2012年，进入调整期，新环境下全球化战略起航

坪效下降，组织及业务变革面临新的挑战。Millard Drexler 大量投入 GAP 公司的改革，使 GAP 在 2000 年以前的 20 年间创造了奇迹。但是，这些成功、光鲜的背后暗含着潜在的隐患。单纯依赖于开新店、增加营业面积来拉动销售收入的增长在特定的发展阶段带来巨大的成功，但是在高速扩张后，产品创新缺乏、坪效下降、盈利能力的问题逐渐暴露。为了应对沃尔玛等大卖场廉价的经典款式的挑战，Millard Drexler 考虑推出时尚些的设计。2001 年，GAP 公司满怀信心地推出了一个“花上衣+低腰裤”的组合，事后证明这是一场灾难，导致公司亏损，以及 Millard Drexler 离开公司。为了改善公司的业绩，Donald Fisher 认为 GAP 公司应着重提升运作和营销效率，较少地关注时尚，因此从迪士尼主题乐园邀请了 Paul Pressler 担任 CEO。2005 年 8 月，Paul Pressler 推出新品牌 Forth&Towne，历经 18 个月后，公司决定关闭该品牌。2006 年，创建新品牌 Piperlime——时尚精品网站，出售鞋子、配饰等。2007 年初，由于 GAP 公司自 2004 年春季以来业绩不断恶化，Paul Pressler 辞去了 CEO 职务。

职业管理团队全面更新，多品牌、多渠道、多区域战略起航。2007 年 8 月，Glenn Murphy 开始担任公司 CEO 和董事会主席。同时，公司更换了首席财务官、执行副总裁在内的一系列高级管理人员。为了应对公司业绩困境与服装零售市场的变化，公司提出了多渠道、多品牌、多区域的全球化发展战略，为此作出了多方面的改变与努力。

(1) 多品牌——开设 Piperlime、收购新品牌 Athleta。2006 年，GAP 开设了 Piperlime 网络精品店，第一次推出纯线上销售品牌。创立新品牌的同时也丰富了产品的销售渠道。2008 年 9 月，公司收购女性运动服装品牌 Athleta。目前公司直营店已经覆盖了 39 个国家（2007 年仅有 6 个国家），并在伦敦建立了一家国际部门，并在东京和上海分别设立了区域中心。

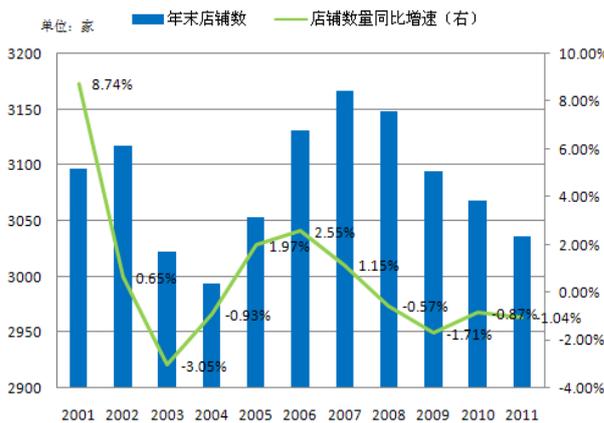
(2) 多渠道——特许经营是亮点。2007 年提出全球化战略之后，公司便采用了三种渠道模式：直营店、特许经营店、网络。公司主要以直营店为主，2012 年初直营店数量占比约 93%。但是特许经营合作模式的开创，极大的提高了 GAP 的全球化扩张速度，四年年均 25% 的增长速度，GAP 通过特许经营店的方式迅速进入亚洲、中东、拉美以及其它欧洲地区的市场。特许经营市场既能进行品牌控制而且还能够使公司拥有本地化优势。GAP 可以通过避免店面成本而支付更少的资本，因为店面成本由特许经营伙伴承担。

(3) 多区域的全球化战略是未来业务持续增长的关键。近年来 GAP 在欧洲及亚洲市场的直营店数量一直在增加，同时公司也致力于通过特许经营的合作方式，进入新的市场区域。公司计划在 2014 年之前将其特许经营店

数量增至 400 家。Gap 目前拥有 200 家特许经营店，分布在亚洲、欧洲、拉美、中东、澳洲和非洲的 27 个国家。同时，网上购物渠道已覆盖了超过世界各地 90 个国家。

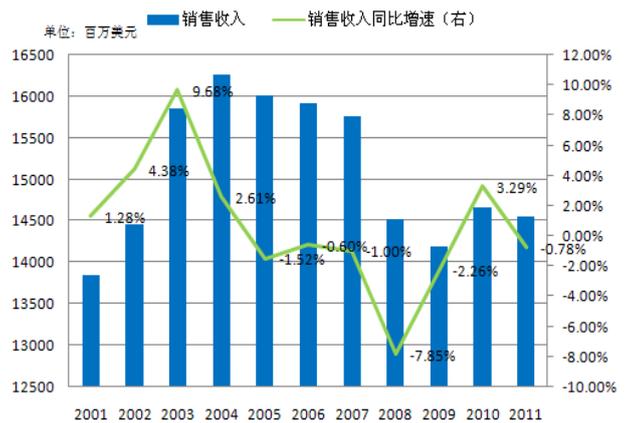
战略转型调整期，规模与盈利剧烈震荡。在这一阶段，公司告别前一阶段的高速增长，门店数量增速放缓，出现负增长，公司开始转型。从巅峰时期的 3167 家门店，回落至 2011 年的 3036 家。虽然，店铺数量减少，但是销售收入仍旧保持小幅上升趋势至 2004 年末，之后逐年以平均 1.5% 左右的速度缓慢下滑。从收入质量来看，公司在 2001 年首次出现亏损，之后每年净利润起伏较大，同期销售净利率逐年下降并维持在 6% 左右。净资产收益率均值下降到 21%，但是随着近年股份回购的实施，股东权益的下降促使净资产收益率回到 30%。因此，GAP 公司的股价自 2001 年开始迅速下滑至巅峰时期的 50%，后复权价格为 16 美元左右，并且一直上下波动。直至 2011 年，随着回购政策的事实，股价开始逐渐攀升，目前，已回到 30 美元以上。

图 8 2001 年以来门店数量增长明显放缓



数据来源：公司公告，日信证券研究所

图 9 2001 年以来销售收入增速也出现放缓和波动变大



数据来源：公司公告，日信证券研究所

图 10 2001 年以来净利润增速明显处于低位



数据来源：公司公告，日信证券研究所

图 11 2001 年以来股价整体上呈现震荡走势



数据来源：公司公告，日信证券研究所

表 2 GAP 2001-2011 年销售收入及店铺总数

年份	销售收入(百万美元)	销售收入同比增速	年末店铺数	店铺数量同比增速	坪效(美元/平方英尺)
2001	13,848.00	1.28%	3097	8.74%	394
2002	14,455.00	4.38%	3117	0.65%	378
2003	15,854.00	9.68%	3022	-3.05%	415
2004	16,267.00	2.61%	2994	-0.93%	428
2005	16,019.00	-1.52%	3053	1.97%	424
2006	15,923.00	-0.60%	3131	2.55%	409
2007	15,763.00	-1.00%	3167	1.15%	398
2008	14,526.00	-7.85%	3149	-0.57%	368
2009	14,197.00	-2.26%	3095	-1.71%	366
2010	14,664.00	3.29%	3068	-0.87%	384
2011	14,549.00	-0.78%	3036	-1.04%	391

数据来源：公司年报，日信证券研究所

2. 治理结构：创始人与职业管理层发挥重要作用

2.1 创始人：“改变，或者接受失败”

创始人出生美国经商的中产家庭，勇于实践并充满想象力。GAP 由费雪尔夫夫妇共同创立。主要创始人 Donald Fisher，1928 年出生于旧金山。父亲经营手工木制家具制作生意，母亲继承了家族产业，经营一家橱柜工厂。成长于懂得经商的中产阶级家庭，Donald Fisher 从小就敢于冒险，勇于实践并充满想象力。“改变，或者接受失败”是他最著名的人生格言。Donald Fisher 非常善于游泳，曾经打破过当地 50 米自由泳的记录，这项运动带给他经商所必须的决心和毅力。

没有继承家族产业，由不动产开发转向服装零售。1951 年，他从加州大学伯克利分校毕业，并取得了工商管理学学士学位。毕业后本该继承家业的他，却由于深受投资与房地产课程所学知识的影响，很快离开了家族的橱柜工厂，转而从事不动产开发。期间，他结识了现在的妻子 Doris Fisher。之后，他将自己拥有的旧旅馆部分出租给了 Levi's 的销售人员作为展示厅，从此开启了他进入服装行业之门。GAP 的创始源于 Donald Fisher 一次糟糕的购物经历，由于在同一家店铺找不到合身的 Levi's 牛仔裤，让他开始自己着手开设一家同时陈列所有颜色、款式的 Levi's 裤装商店。

精于商道，创新竞争。Donald Fisher 通过市场调查，总结了开店成功的秘诀：合适的开设地点（12-25 岁人群常去的地方）、便捷的车位、充足的仓储空间以及合适的雇员。由于没有类似的竞争对手，并且结合自身不动产开发的经历，GAP 以超过费雪尔自身预期的速度增长。作为一对精明的商人夫

妇，Fisher 夫妇适时的让公司上市，并主要用于渠道拓展，并且较早的引入了职业经理人管理公司。难能可贵的是，在公司取得巨大成功，家族也积累了巨大财富后，他们没有一味享受，依旧经常光顾自己的商店，提出建议。例如：将 10 美元的服装重新定价为 10.5 美元，多出的 50 美分对于原价来说很小，也不会让消费者介意，但由于 GAP 巨大的销售量让这 50 美分为 GAP 带来了不菲的收益。至今 GAP 的许多产品仍保留这样的定价技巧。

晚年仍参与公司管理，同时热衷于教育等慈善事业以及艺术品收藏。晚年的 Donald Fisher 以及他的夫人 Doris Fisher 都在 GAP 公司担任董事，参与公司的运营决策。同时，他们也与其他美国超级富豪一样投身于教育及非盈利机构等慈善事业。Fisher 夫妇还是非常有名的艺术品收藏家，他们对于油画艺术的热爱也有助于他们准确把握时尚潮流。2004 年将夫妇两人一半的股份（9.5%）转让给三个儿子。2009 年 Donald Fisher 去世，享年 81 岁。

图 12 GAP 联合创始人之一 Don Fisher



Kurt Rogers / The Chronicle

数据来源：日信证券研究所

图 13 Gap 在 2009 年庆祝 40 岁生日



数据来源：日信证券研究所

2.2 Fisher 家族为第一大股东，职业管理团队发挥重要角色

Fisher 家族仍为公司第一大股东，其余以机构投资者为主。目前，GAP 的总流通股数为 489,217,615 股。第一大股东为公司创始人 Donald Fisher 家族控股的费雪尔核心控股公司。并且 Donald Fisher 的两个儿子 Robert Fisher 和 William Fisher 均在 GAP 公司担任董事。公司前十大股东均为机构投资者。其中，孤松资本（Lone Pine Capital LLC），Invesco Advisers, Inc 在 2012 年均大幅增持了 GAP 的股票，增幅达到 91.8%和 1195%，投资额均超过 1 亿美元。孤松资本（Lone Pine Capital LLC）是由原老虎基金成员曼德尔于创立的全球著名的投资基金。Invesco Advisers, Inc 是一家成立于 1988 年的投资咨询公司，旗下资产管理规模达到 3373 亿美元。

表 3 GAP 公司截至 2012 年 3 月 19 日前十大股东

机构名称	股数	占比	较上期变动股数	较上期变动百分比	截至时间
Fisher Core Holdings LP	107,490,492	21.93%	26,490,492	32.7%	03/19/2012
Esl Investments Inc	29,203,770	5.97%	-1,576,473	-5.12%	06/30/2012
Lone Pine Capital LLC	21,502,575	4.40%	10,291,610	91.8%	06/30/2012
Vanguard Group, Inc.	14,463,141	2.96%	959,520	7.11%	06/30/2012
State Street Corp	12,701,014	2.60%	-362,216	-2.77%	06/30/2012
LSV Asset Management	7,867,609	1.61%	-1,747,951	-18.18%	06/30/2012
Invesco Advisers, Inc	6,494,288	1.33%	5,992,991	1,195.50%	06/30/2012
T. Rowe Price Associates, Inc.	6,349,232	1.30%	-732,020	-10.34%	06/30/2012
ARONSON+JOHNSON+ORTIZ	5,318,500	1.09%	-1,623,700	-23.39%	06/30/2012
Hotchkis & Wiley Capital Management LLC	5,232,600	1.07%	-6,746,300	-56.32%	06/30/2012

数据来源: Morningstar.com, 日信证券研究所

公司第二任 CEO (Millard Drexler) 带领公司创造了辉煌历史。 Millard Drexler 1983 年加入公司, 当时负责 GAP 公司连锁店铺经营。期间, 创立了畅销品牌“老海军”重塑香蕉共和国”品牌, 1995 年正式成为公司 CEO。是公司历史上居功至伟的领导人, 他让 GAP 成为一个家喻户晓的品牌, 并且击败同时期诸多热销品牌, 成为全球服装零售业巨头。在任期间, 他推动了公司连锁直营店的开设和广告营销。公司销售收入从 1983 年的 4.7 亿美元增长至 2000 年的 137 亿美元, 并将 GAP 品牌打造全球著名品牌。在 2002 年离开 GAP 之后, 乔布斯聘请德雷克斯勒加入苹果董事会, 并就苹果的零售战略给出建议, 又推动了苹果公司取得成功。

表 4 公司第二任 CEO 带领公司创造了巨大成功

姓名	在任时间	任职经历
Don Fisher	1969-1995	公司创始人, 创立了独立的品牌-GAP, 并且结合自身不动产开发的经历, 将 GAP 带上了高速发展的轨道。其在任期间, GAP 主要通过连锁店方式发展, 从最初的 6 家, 到了 1982 年的 566 家, 并且让公司小有名气。
Millard Drexler	1995-2002	1983 年加入公司, 当时负责 GAP 公司连锁店铺经营。期间, 创立了畅销品牌“老海军”重塑香蕉共和国”品牌, 1995 年正式成为公司 CEO。是公司历史上居功至伟的领导人, 他让 GAP 成为一个家喻户晓的品牌, 并且击败同时期诸多热销品牌, 成为全球服装零售业巨头。在任期间, 他推动了公司连锁直营店的开设和广告营销。公司销售收入从 1983 年的 4.7 亿美元增长至 2000 年的 137 亿美元, 并将 GAP 品牌打造全球著名品牌。
Paul Pressler	2002-2007.1	在 GAP 出现增长危机后, 毫无服装行业从业经历的他开始担任公司 CEO。曾任职迪士尼乐园高级管理人员的他, 善于公司管理, 提出了三大改革: 推行数字化, 并提升产品定位, 力求让 GAP 更加时尚, 成为“准奢侈品”。在任期间改善了业务经营、巩固了资产负债的平衡、显著扩大了网络销售在公司的影响力并提升了 GAP 作为一个全球性企业的地位。但是由于其措施脱离了 GAP 的本质, 让公司再度陷入低谷。很快从公司离任。
Robert J. Fisher	2007.1-2007.8	作为公司非执行董事长以及创始人唐·费雪尔的儿子, 在公司寻找新任 CEO 期间担任临时 CEO
Glenn K. Murphy	2007.8-至今	在 GAP 公司处于低谷时, 担任 CEO。上任后重点致力于提升内部管理效率, 降低公司运营成本, 并且开始重塑公司品牌形象, 带动公司转型。作为从业经历超过 20 年的消费品零售行业资深高级管理人员, 格伦·墨菲推动了 GAP 的全球化发展, 强调公司的供应链管理, 加速公司对于市场的反应速度。目前, 已经取得一定成效。

数据来源: 日信证券研究所

公司现任职业管理层大多在 2003 年后加入公司，并且普遍拥有高学历以及相关领域著名企业高级管理人员从业经历。从 GAP 公司目前的管理层及其履历中，我们可以发现，13 名公司高级管理人员只有 2 名在公司任职超过 10 年。其他均于 2001 年之后加入公司。从中可以看出，职业经理人团队在目前公司的管理层当中占有举足轻重的地位，他们能给公司带来新的经营理念。公司分品牌、分职能设立负责人，并将国际化部门单独分立，更体现了公司的战略转移，以及改革的决心。与此同时，这些高级管理人员普遍来自于知名高校，并且拥有相关领域知名企业高级管理人员的从业经历。例如：GAP 品牌的北美地区主席，毕业于哈佛商学院的 Art Peck 在进入 GAP 前担任著名的国际战略咨询公司波士顿咨询集团的高级副总裁。GAP 在 2006 年正式对外提出国际化战略，而波士顿咨询集团非常擅长企业国际化战略的规划，非常符合公司的需求。

表 5 GAP 公司截至 2012 年 6 月主要高级管理人员

姓名	职务	从业经历
Glenn K. Murphy	董事会主席,首席执行官 (CEO)	2007 年上任。拥有 20 年的零售行业从业经历。曾在加拿大最大的医药零售公司，以及最大的图书零售公司担任首席执行官。同时在加拿大最大的食品零售公司任职 14 年。
David Zoba	高级副总裁，全球地产管理	毕业于哈佛大学，之后取得了伦敦经济学院硕士学位。他曾是华尔街知名律师。主要从事公司地产和购物中心领域的法律工作。曾任职于众多美国著名的零售商
Sabrina L. Simmons	执行副总裁，首席财务官 (CFO)	2001 年加入 GAP，2008 年被上任。毕业于加州大学伯克利分校，之后取得加州大学安德森学院工商管理学硕士学位。曾任职于著名的四大会计税务所之一的 KPMG，以及服装零售业巨头 Levi Strauss & Co.
Michelle Banks	执行副总裁,首席承诺官,法律顾问,公司秘书	1999 年加入公司，2006 年成为公司法律顾问，毕业于加州大学洛杉矶分校，拥有经济学和法律双学位。曾任 NBA 金州勇士队法律顾问，以及多个知名公司和机构的顾问。
Tom Keiser	执行副总裁，首席信息官	拥有 20 年从业经历，曾任职于美国零售业巨头可口可乐，有限品牌集团，以及安永会计师事务所。
Colin Funnell	执行副总裁，全球供应链管理	2004 年加入公司，曾任老海军品牌的高级产品经理，进入 GAP 之前，在全球多个国家担任过当地公司的供应链管理经理。
Eva Sage-Gavin	执行副总裁，人力资源中心	2003 年加入公司，曾任职于沃特迪斯尼。在 2005 年，被评为全球 25 大最有影响力的女性人力资源总裁。毕业于康奈尔大学。
Nancy Green	执行副总裁，首席创意官，管理老海军	在公司任职超过 19 年，历任 GAP 和老海军品牌的品牌管理人员。参与了 GAP 众多品牌的创立与发展。
Toby Lenk	品牌主席，GAP 品牌	2003 年加入公司，曾创立全美领先的线上视频游戏公司 GameFly 和电子商务公司 etoys。现任其董事会主席。曾任职于战略咨询公司以及沃特迪斯尼公司。拥有哈佛商学院工商管理学硕士学位。
Art Peck	品牌主席，GAP 北美地区	2005 年加入公司。当时负责 GAP 工厂店以及批发商店的管理建设，是公司特许经营模式的创始人和推动者。曾为著名的国际化战略咨询公司波士顿咨询集团的高级副总裁，董事。拥有哈佛商学院工商管理学硕士学位。
Stephen Sunnucks	主席，国际化中心	2005 年加入公司。起初负责 GAP 品牌欧洲及亚太地区的产品管理及运营。曾为欧洲著名的服装零售企业的首席执行官。
Jack Calhoun	品牌主席，香蕉共和国	2003 年加入公司，2007 年被任命为老海军的主席。曾任职于多家美国本土的服装零售企业。拥有哈佛商学院工商管理学硕士学位。
Tom Sands	店铺运营执行副总裁，管理老海军	在公司任职超过 19 年，历任公司店铺管理高级经理，以及店铺管理高级副总裁。曾管理 Levi's 等多家服装销售公司的批发销售店。

数据来源：公司网站，日信证券研究所

3. 商业模式：GAP 是 SPA 的首创者

3.1 SPA：品牌服装行业商业模式革命

GAP 是 SPA 模式的首创者与实践者。在 1986 年度报告中，GAP 公司为定义新业务机制提出了全新的商业模式——SPA (Speciality Retailer of Private label Apparel)，即“自有品牌专业零售商”的营业模式。当时的考虑主要有两点：第一，借助自有服装品牌(Private Label)实现差别化战略；第二，直接控制从生产到零售尽可能多的环节，排除批发商和代理商等中间环节。**GAP 提出的为第一代的 SPA**，主要目标是在自己的直营店内只销售自己的产品，同时配合一流的管理，促进销售额的增长，创建自己的品牌，第二代由日本的 UNIQLO(优衣库)成功运营并推广，第三代则是西班牙的 ZARA。

SPA 是一种从商品策划、制造到零售都整合起来的垂直整合型销售形式。在这种模式下，服装企业拥有自有品牌，并且由总公司负责从商品策划、设计、生产，直到零售的全部流程。其核心是“设计-生产-零售”一体化，追求“多款式、小批量、快流行”的经营特点。其精髓就是对供应链的各个环节进行高度整合，缩短生产周期，并且由传统的设计师主导产品生产，转向消费者主导产品生产。通过以“直营店铺”为核心的信息收集系统，实现对目标消费者有针对性的商品策划。其运作的模式是通过店铺设计，打造服务营销理念；通过面对面(客户-店铺-工厂)的沟通，建立品牌经营的快速反应机制；通过以店铺为核心的成本精算和生产安排，有效提高经营效率和降低库存，从而拓展品牌价值空间。

表 6 SPA 模式与传统运营流程的区别

	SPA 模式	传统运营流程
第一阶段	消费者信息及流行资讯	收集时尚资讯
	直营店、买手和设计师对信息的捕捉	设计师预测性方案
	公司对信息的分析匹配	样衣制作
第二阶段	产品开发	订货会或发布会
	批量生产供应	批量生产
第三阶段	店铺销售	发货
第四阶段	终端反馈	接收市场反馈信息，小批量补款补货
	调整	本季销售总结为，下一季提供参考

数据来源：《中国服装企业 SPA 应用研究》，日信证券研究所

3.2 GAP 的 SPA 流程：重品牌与终端，轻生产与物流

GAP 的经营模式代表了是目前服装品牌经营的典型模式，也是最原始的 SPA 模式，重品牌和设计，轻生产和物流配送，重零售网点控制。

(1) 研发设计：GAP 每个季的设计周期通常在 2-3 个月，主要是由设计师根据自己的设计理念独立完成每个产品系列的开发（约 10 个款）。

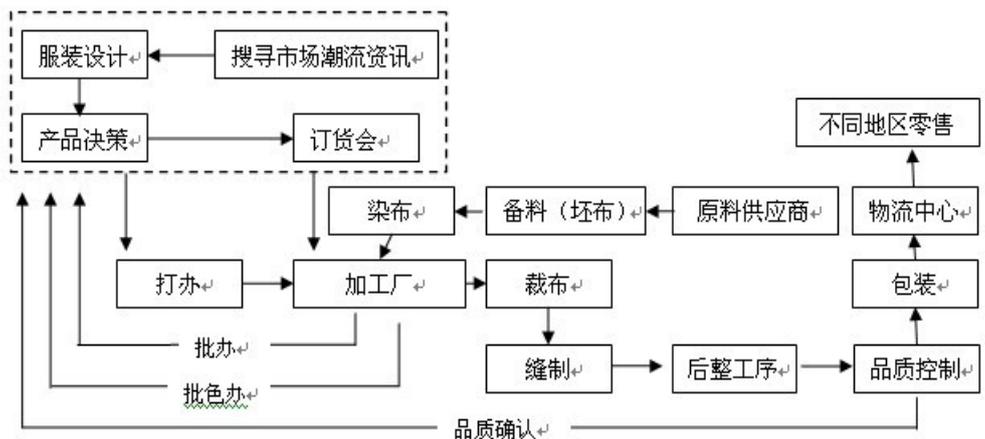
(2) 订货会：GAP 采用订货会的形式去确定季节的市场需求量。订货会上展示的打办一般需要 10 天左右的制作过程。

(3) 生产：在订货会完成后，统计需求数量，然后正式向加工厂下采购订单。确定订单后，加工厂开始生产。当然生产之前还需要进行坯布染色确认。这涉及到“GAP-加工厂-原材料供应商”之间的批色样环节。首先供应商需要提供色样给加工厂，加工厂对比后，确认跟 GAP 的要求相近后再寄往 GAP 总部，由于批色样取决于肉眼的直觉。因此这个流程经常要反复进行几次才最终通过。之后，便进入裁布-缝制-后整工序-品质控制-包装流程，GAP 通常将生产外包，由于生产地一般离总部较远，所以通过“遥控”的方式进行品质控制。生产外包也是 GAP 作为第一代 SPA 模式代表者，与后来的企业最大的不同。

(4) 物流配送：最后，GAP 的产品通过物流配送经由香港通过船运到美国，然后再分送至不同的零售配送中心。

整体来看，GAP 的业务流程使得其出货的时间相对较长。一般以 75 天为一个周期。

图 14 GAP 公司 SPA 业务流程图



数据来源：公司公告，日信证券研究所

图 15 第三代 SPA 的 ZARA 存货周转明显快于 GAP

	初办	2次初办	大办	订货会	产品决策	染布	裁布	缝制	后整	品检	包装	物流配送	合计
GAP	2天	2天			2天	2天	1天	1天	1天	1天	1天	2天	15天
ZARA	10天	10天	10	3	2天	10天	1天	1天	1天	1天	1天	20天	75天

数据来源：国际纺织导报，日信证券研究所

3.3 第三代 SPA：顾客导向，快速反应

第三代 SPA 体系包括四大模块：生产体系的扩展、零售网络的发展、信息和物流系统的完善以及对渠道和商品策划的控制。

零售网络：定位于零售商。 SPA 模式中企业定位自己为零售商，采用零级渠道的模式，使得以顾客为导向的策略顺利实现。零售终端不仅创造了收入，它还汇集了广泛的消费者需求信息。零售商的角色定位帮助企业快速直接掌握消费者信息。通过分析每天收集到的销售信息，及时捕捉消费者的喜好和市场动向。从而可以实现对目标消费者有针对性的商品策划，最大限度地降低市场预测的风险。零售商的角色定位还简化了供应链环节，缩短供应链长度，大幅度压缩物流费用和时间。为实现快速反应供货提供了条件。

信息和物流系统：快速反应系统 QRS。 SPA 的快速反应系统 QRS 倡导以周为单位进行商品策划，依赖 IT 及其他辅助系统完成消费者信息传递，缩短从设计、生产到供货的商品供货周期。其核心在于建立完善的信息和物流网络。以 H&M 和 ZARA 为典型代表，企业通过紧跟时尚或对零售市场中消费者需求的理解，追踪顾客的偏好，迅速将新的设计或重复订单传递给生产商，产品立刻被生产出来，并且以最快的速度由物流网络送往各个零售终端实现上架销售。企业依靠 QR 有效地压缩了商品流转周期，不仅实现更小规模的初次订货和更频繁的快速补货，而且零售店也减少预测失误和库存风险。SPA 模式中的快速反应系统 QRS 是对服装的传统运作模式上的变革。

生产体系：小批量和追加订单的生产体系。 为了降低库存风险以及提高生产反应速度，SPA 模式采用小批量和追加订单的生产体系。企业小批量生产的生产方式，一方面减少了工厂从备料到生产的准备时间，另一方面，降低了市场预判的失误和库存风险。而追加订单的生产体系则是企业借鉴丰田

汽车的“适时存购管理系统”(Just in Time)。管理人员通过计算机，可以动态的查询各销售终端的所有款式的库存和销售情况。如果发现产品有供不应求的趋势，企业马上向工厂追加订单，而如果发现产品有滞销的趋势，企业刚马上通知工厂停止该产品的生产，转而将原材料生产其他种类的产品，以最大可能地减少囤货。

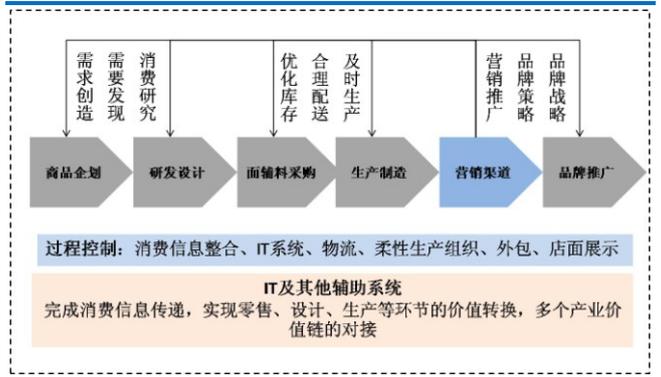
销售终端控制：橱窗陈列和饥饿式营销。SPA 模式中的零售终端非常重视店面设计。它依靠经常更新的橱窗陈列和商店内部展示来提升品牌形象。橱窗陈列随着季节变化和产品更新而更新。橱窗陈列中新颖产品的迅速更新对消费者拥有强大的吸引力。它不仅表示新产品到店。同时还渲染一种该品牌提供最时尚商品的氛围。除了经常更新的橱窗陈列，SPA 模式还推崇饥饿式营销，这种营销方式表现为单个商品在店内销售时间不超过规定期限、商品销售量达到一定数量后不再追加订单、某些商品一定程度的故意短缺等等。零售店利用饥饿营销创造了一种稀缺感和引人注意的气氛，但是更重要的是，这种营销方式让顾客意识到：如果他们喜欢某样商品，就必须马上购买，因为下周它可能就不在这里了。经常更新的橱窗陈列和饥饿式营销帮助零售店快速实现资金回笼。

图 16 Inditex 以顾客为中心的商业模式



数据来源：INDITEX 年报，日信证券研究所

图 17 渠道在企业产业价值链中发挥核心作用



数据来源：日信证券研究所

4. 渠道终端：外延扩张是首选，单店经营是后发

4.1 渠道拓展：直营渠道仍占据主力，多元化渠道快速发展

直营店销售仍占巨大多数、但占比逐年下滑，特许经营店发展迅猛。在实体店开设方面，公司提出：特许经营店将成为 GAP 和 Old Navy 两个品牌海外拓展的重要方式，并且将逐步减少这两个品牌的北美店铺数量。随着 2006 年 9 月首批特许经营店的开设，其数量由开始的 32 家迅速增长到 2011 年的 283 家，年均复合增长率达到 25%，同时，收入占比从 2006 年的 0.2%

逐年上升至 2011 年 1.95%，增长迅猛。公司预计 2013 年和 2014 年 GAP 在全球的特许经营店将达到 400 家和 500 家，并且以相对稳定的速度稳步增长。在特许经营模式下，GAP 可以在保持原有风格的前提下，小成本的迅速进入新兴市场，并通过进货数据的分析，方便快捷的了解当地市场的需求，规避风险。由于战略重心的转移，直营店销售收入近五年以平均 2.5% 的速度下降，比同期总销售收入下降速度快 1 个百分点。公司计划未来进一步关闭坪效低下的直营店，转而追求同店增长以及库存优化。

传统强势区域北美地区收入逐渐下降，亚洲地区成为销售收入新增长点。2007 年提出全球化战略之后，公司开始分品牌逐步将战略重心转移到基于多渠道的全球扩张上。美国及加拿大地区作为 GAP 主要销售地区，销售收入呈现逐步下降的趋势，美国成为下滑最严重的地区，收入占比逐年下降。加拿大下降速度相对较慢，所以占比上升。欧洲销售收入较为稳定，一般维持在大约 8 亿美元。亚洲地区则保持了从 06-11 年，年均 10% 的复合增长率。超越加拿大和欧洲地区，成为 GAP 第二大销售区域。同时，从其他地区逐年上升的趋势可以看出，GAP 正在实践其多区域的发展战略，提升海外销售收入占比。

表 7 GAP 渠道模式的区域及品牌分布

渠道模式	区域	品牌	数量 (2012.1.28)
直营店 Company-operated	美国、加拿大、法国、英国、爱尔兰、日本、意大利	GAP、Banana Republic、Old Navy、Athleta	3036
特许经营店 Franchise	亚洲、澳洲、东欧、拉美、中东、非洲	GAP、Banana Republic	227
网络 Online	超过90个国家	GAP、Banana Republic、Old Navy、Athleta、Piperlime	-

数据来源：公司年报，日信证券研究所

表 8 公司渠道模式战略的演进

发展阶段	渠道扩张策略	公司战略
第一阶段 (1969-1982)	开设直营店，占领北美、欧洲市场	“麦时尚”理念，致力于细分市场，采取多品牌战略
第二阶段 (1983-2000)		
第二阶段 (2001-2012)	采用线上线下整合的方式制造最大化影响力，扩张渠道	多渠道多品牌多区域的全球化发展战略

数据来源：日信证券研究所

表 9 2004-2011 年公司分渠道、分区域销售收入

	销售收入(百万)	直营店销售收入	网络销售收入	特许经营店销售收入	美国	加拿大	欧洲	亚洲
2004	16,267.00	15,704.00	563.00		13,323.00	876.00	879.00	591.00
2005	16,019.00	15,424.00	595.00		13,020.00	940.00	827.00	618.00
2006	15,923.00	15,161.00	730.00	32.00	12,787.00	940.00	793.00	649.00
2007	15,763.00	14,769.00	903.00	91.00	12,273.00	972.00	827.00	738.00
2008	14,526.00	13,348.00	1,030.00	148.00	10,901.00	867.00	780.00	880.00
2009	14,197.00	12,938.00	1,118.00	141.00	10,491.00	860.00	743.00	928.00
2010	14,664.00	13,170.00	1,299.00	195.00	10,483.00	958.00	786.00	1,049.00
2011	14,549.00	12,706.00	1,560.00	283.00	9,935.00	918.00	825.00	1,176.00
2012Q1	3,487.00	2,999.00	410.00	78.00	2,377.00	201.00	186.00	273.00

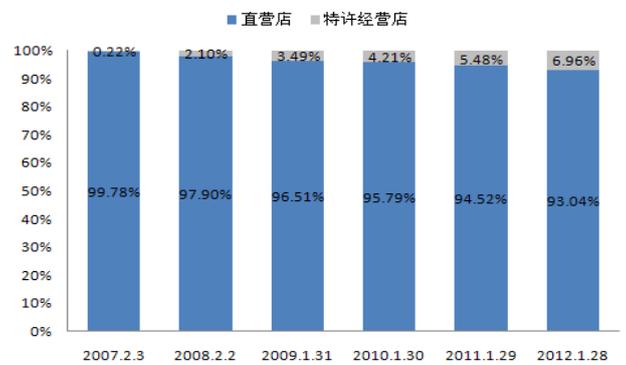
数据来源：公司公告、日信证券研究所

图 18 GAP 的直营渠道为主但特许经营较快增长



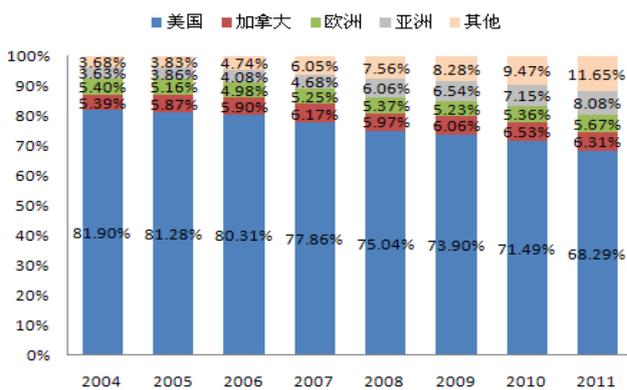
数据来源：公司公告、日信证券研究所

图 19 GAP 直营渠道数量占比较大但不断下降



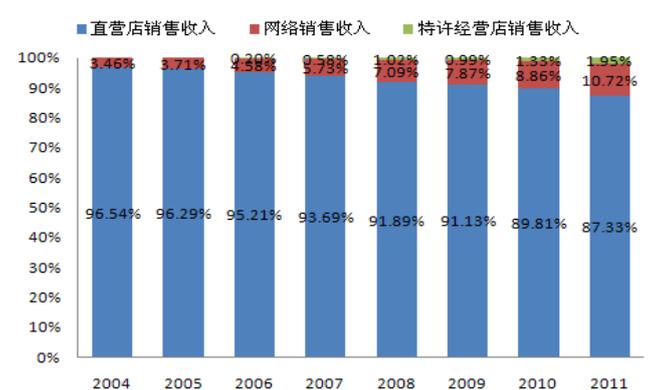
数据来源：公司公告、日信证券研究所

图 20 GAP 在美国销售收入占比下降、亚洲增长较快



数据来源：公司公告、日信证券研究所

图 21 GAP 直营收入占比下降、网络销售占比上升



数据来源：公司公告、日信证券研究所

4.2 电子商务：线上、线下无缝整合的榜样

GAP 在保持实体店销售业内领先的同时重点拓展直营电子商务渠道，成为线上、线下渠道无缝整合的榜样。从 1997 年 GAP 公司就正式开始尝试线上销售，收入占比 2004 年为 3.46%，截至 2011 年，线上销售收入已经超过 15 亿美元，占到公司销售总额的 10.72%。在过去的 10 年里，GAP 很好地解决了线上、线下渠道冲突的问题，保证了全局销售的最大化。

电子商务渠道建立初期，原有的实体店体系极大地带动了线上业务的发展。GAP 每期的新款服装在实体店铺和网络店铺几乎同步上架，并且信息与价格始终保持一致，保证了信息的有效性。顾客可以通过网站浏览新产品目录，方便选购，并且也可以亲自到实体店取货。庞大的线下销售网络保证了 GAP 的时尚产品方便快捷地到达顾客手中，省去了邮寄的时间。同时，实体店还为网购用户提供退换和免费改衣服务，免去了顾客对于网购的后顾之忧，很好地留住了顾客。更能体现 GAP 渠道整合的成功之处在于：**GAP 实体店铺还不断向顾客推荐网络店铺。**在 GAP 众多店铺中，都陈列了专供顾客访问 GAP 网站并进行网上购物的计算机，用户可以选择好商品的种类、尺码和颜色后直接查询检索自己想要的商品，便于顾客寻找。同时，GAP 将为线上订单和顾客提供良好服务支持作为考核指标之一，下发到各个实体专卖店中。与其他纯电商相比，GAP 的线上销售极具优势，发展迅猛。

电子商务渠道的发展，为线下渠道带来了大量非直接收益，并且创新的宣传方式，提升了实体店的销售。GAP 的购物网站群在为集团提升销售收入的同时还为集团提供了大量的非直接收益，包括有价值的消费行为数据的收集、低成本的扩大销售范围以及创新网络宣传带来的销售拉动。（1）GAP 在线销售实行会员制度，留下个人邮箱的顾客可以享受一定的折扣，这样网上店铺也是一个收集客户资料的良好渠道，企业不断的收集新的客户资料用来建立客户资源数据库，开展网络数据库营销。这样就能够更充分的了解顾客的需要，对顾客的价值进行评估、使得企业营销精确度不断的提高。而这些数据是其他途径无法低成本获得的。（2）CAP 目前的业务范围基本上已经实现了全美范围内的产品运送，这种覆盖性填补了传统渠道不能填补的地域性市场缺口，同时 GAP 产品线的广度还可以满足很多不愿意逛街的消费者一站式购衣的需求。而这些都是传统店铺所不能够很好满足的市场需求。（3）目前，购物网站群已经开始利用自身的影响力和用户群来反向带动实体店铺的销售。GAP 公司在 2009 年初为旗下的廉价大众品牌“老海军”推出了一个名为 Old Navy weekly.com 的网站，该网站通过定期推出仅限实体店使用的大额优惠券，吸引顾客走进 GAP 的专卖店。Old Navy weekly 网站并不是简单地将优惠券罗列到网站上，而是让用户在网站上通过“寻宝”的方式

来做一些简单小游戏。用户通过将鼠标的拖动将不同的上衣和裤子进行搭配就有可能发现不同类型的优惠券。同时，还可以通过建立在网站内用于讨论服饰搭配以及流行趋势的讨论组与聊天室分享自己的搭配经验。这种趣味性极大的增强了用户对于网站和品牌的黏性。

4.3 终端管理：标准化扩张转向单店经营提升

较早推出“自助式”专卖店，引领服装零售“超市式”销售新模式。GAP的店铺一般采用“大店”模式，面积通常大于1000平方米。大店内产品齐全，准备大量既符合时尚潮流又价格合理的款式满足顾客“一站式”的购物需求。GAP自从上世纪90年代就推行了“自助式”销售方式。大量“serve yourself”（请自取试衣）的标语创造的“超市式”销售方式为顾客带来了轻松的购物氛围，鼓励顾客自己试穿GAP的产品，贴合年轻顾客的消费心理，因此深受欢迎。

标准化连锁经营助推终端快速扩张。2000年之前，GAP将店铺连锁扩张作为企业的战略重心，与其他品牌不同，GAP对于直营店实行“分散经营，统一管理”的策略，虽然连锁店多，但总部对每个商店都有十分具体的规定和具体指示。使顾客一走进GAP的商店，就感到出于同一设计，实行的是统一风格，有利于公司品牌的塑造和客户忠诚度的培养。从1990年到2000年GAP的销售收入增长翻了六倍，年均复合增长率达到21.6%。

转向重视单店经营和库存管理能力提升。2000年以后，GAP的终端管理中心转移到了基于“买手模式”的库存管理。公司店铺数量增速减缓，更加注重现有店铺的销售及供应链管理。新使用的巴狄摩尔自动化发货中心，耗资七千五百万美元，保证了纽约各分店发货由原来每周三次改为每天发货。2000年-2011年，平均存货周转率为5.67，相对于1990-2000年的5.01，提升了11%。存货余额也逐年下降。

在店铺设置与陈列上，GAP依据不同品牌各自的定位进行规划，风格迥异，优势互补。（1）GAP系列作为中档品牌，专卖店通常开在郊区的购物中心地带，GAP Men、GAP Women和GAP Kids，通常一字排开，方便顾客在一个地点买到全家的服饰。橱窗布置色彩随着季节变化而变化，一两个模特加上几件具有鲜明Gap风格的衣服，体现GAP特色。店内一般很开阔，设有专门的过季以及促销类产品区，但都摆放在固定的地方，不会和其他产品以及当季新产品混淆。（2）香蕉共和国(Banana Republic)定位高端并且偏正式，店铺选择顶尖级的商业区尤其是高档商业区，专卖店门面精致优雅，色彩淡雅独特，很少以打折之类的促销方法进行促销。（3）老海军(Old Navy)定位低端，一般都有三层楼面，一层女装，二层男装，三层则是童装，气势

颇大，力求一站式的购物体验，顾客可以很低的价格买到全家所需的衣服。

图 22 GAP 店铺形象和陈列经过系统规划



数据来源：公司网站，日信证券研究所

图 23 Banana Republic 橱窗体现品牌风格



数据来源：日信证券研究所

4.4 终端信息：立体式店铺发挥更重要的信息交换功能

1999 年 10 月，遭遇发展瓶颈的 GAP 与全球最权威的买手运营模式战略公司签订了长达 3 年的买手开发模式改制合约，开始战略转型，目标是将 GAP 从传统服饰企业改制成买手型服饰企业。在对销售终端的改造上，GAP 建立了买手模式下最重要的子模式-立体式店铺销售模式。这一模式由店铺内部信息体系和信息交换体系组成。

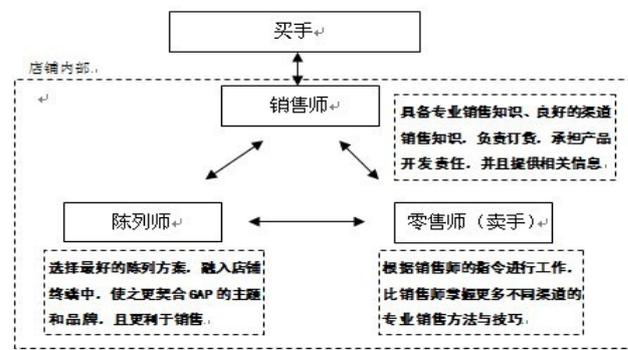
终端店铺内部采用“三师”管理模式，深度参与客户与产品开发信息交换。店铺内部信息体系由店铺内的“三师”组成，所谓的“三师”即：销售师、零售师和陈列师。其中销售师处于领导地位，大多是由店长与店经理转换而来。销售师通常具备销售知识与服饰专业制造知识，并懂得服饰设计的基本知识。他们负责店铺订货并对积压存货负责。在销售的同时，需要了解畅销产品与市场潮流的信息。与买手、设计师一起进行产品开发。零售师也就是通常所说的卖手。他们需要根据销售师的指令进行各项工作。并比销售师掌握更多不同渠道的专业销售方法与技巧。他们与顾客更加的接近。陈列师负责确定最好的陈列方案，融入店铺终端中，使之更契合 GAP 的主题和品牌，且更利于销售。GAP 店铺内部的“三师”利用处于终端的优势，收集有价值的信息并且通过信息交换优化店铺销售环境，同时与买手和设计团队共同开发产品，参与订货，使得终端店铺不再被动销售，而是主动迎合顾客的需求，具有强大的销售能力。

店铺间的信息交换体系把终端与其他职能部门相连接。信息交换体系存在着四个交换要点：一是生产环节，二是物流中心，三是买手群体，四是店铺之间。店铺内部的“三师”体系通过店内销量了解市场潮流趋势并且及时与买手进行信息交换，最后通过物流中心与买手的信息综合反馈到生产部门，

调整销量。交换的目的就是明确各店铺中有哪些款式好销，哪些款滞销，以便对畅销款式深度开发，对滞销款式采取调控措施等。这样就可以有效地解决库存问题。据统计，自从建立立体式店铺销售模式后，GAP 的库存量明显下降。并且能够保证畅销款式的足量供应。

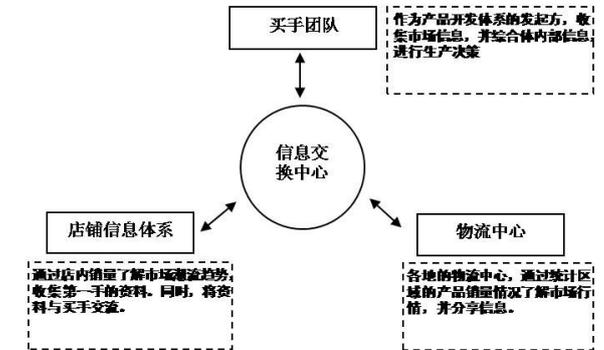
RFID 技术在终端的应用提高终端库存管理效率。近年来，GAP 公司已将 RFID(射频识别技术)应用到库存管理和服饰的追踪管理中。其致力于围绕整个经营流程（从最初的生产阶段到辅助销售人员工作的店内跟踪、订购、存货、控制环节）创建一个完整的体系。电子芯片以服装标签为载体被安装到每一件服装上，标签上储存有服装的款式、尺寸、颜色、既定目的地等电子信息。通过对货品的即时追踪，大大提高了 GAP 在全球上千家连锁店从制作、流通到库存控制的所有主要方面的管理效率。在库存管理方面，GAP 可以对全部库存服饰的尺寸和规格进行管理和分类。一旦收到出货订单，公司员工通过读取设备立即获知所需规格服饰所存放的位置。RFID 排除了人为误差因素，且无需可视化读取，库存管理变得简单快捷。在销售终端方面，店铺销售人员可通过便携式读码器了解款式信息，在第一时间为顾客找到目标商品，避免传统人工翻找所花费的时间以及由此造成的顾客流失。据相关部门统计，自 GAP 公司应用 RFID 技术对服装进行有效跟踪管理以来，公司销售额提高了 20%。

图 24 “三师模式”店铺内部信息体系图



数据来源：日信证券研究所

图 25 终端店铺与其他职能的信息交换体系



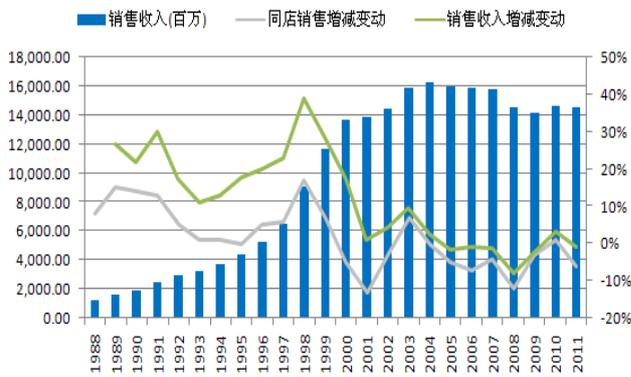
数据来源：日信证券研究所

4.5 同店增长：虽然下降但受到更多重视

GAP 的销售增长可以明显的分为两个阶段，第一阶段：1990 年-2000 年，GAP 通过开设直营店的方式实现了疯狂的扩张，销售收入平均增速为 21.87%，同期，同店增速平均值为 5.82%，销售收入增速大幅高于同店增速，显示出外延扩张对收入和规模增长起到了更大的决定性作用。第二阶段：2001 年-2011 年，GAP 依靠新开直营店扩张的方式由于网点相对饱和等原因

遇到了困难，这期间销售收入增速平均值仅为 0.66%，同期同店增速的平均值为-4.09%，两者的差距明显减小，显示出外延扩张贡献明显下降，同店增长对销售的影响作用更大。在进入二十一世纪后，GAP 开始由原来的粗放式增长转而关注库存管理和单店坪效水平。

图 26 GAP1988-2011 年收入及同店增速情况



数据来源：公司公告，日信证券研究所

图 27 GAP1988-2011 年坪效及同店增速情况



数据来源：公司公告，日信证券研究所

5. 品牌管理：多品牌差异定位、塑造品牌文化

5.1 品牌组合：多品牌拓展消费空间

多品牌运作，层次分明，占据更大的市场空间。自传奇的领导人物 Millard Drexler 决定取消 GAP 公司店铺的各种杂牌，建立品牌 GAP，并将品牌进行清晰定位以来，GAP 公司的品牌运作就拉开了序幕。之后，GAP 公司再逐渐细分市场，引入新品牌。目前，GAP 公司拥有五大品牌，GAP、Banana Republic、Old Navy、Piperlime、Athleta；其中 GAP 品牌下又衍生出四大细分品牌——GAP、GAPKids、babyGAP、GAPbody。GAP 公司多品牌运作，层次分明的品牌线，锁定不同类的目标消费群，在形象定位、价位、产品性能与类别上均有着显著的区别；各品牌互补，有利于公司占据并开拓更大的市场，实现全球化扩张。

主品牌 GAP 定位中低端大众时尚消费，市场空间广阔。GAP 品牌主打低调、简约、自由的美式风格，聚焦于休闲式工作服装、设计独特的 T 恤、舒适自然的牛仔裤、质料柔软的卡其裤。价位以中低端大众消费为主。

表 10 GAP 公司多品牌列表及品牌详情

品牌		创立年份	定位	产品类别	渠道 (2012.1.28)
GAP	GAP	1969	低调、简约、自由的美式风格，聚焦于休闲式工作服装、设计独特的T恤、舒适自然的牛仔裤、质地柔软的卡其裤，价位中低端	男装、女装及配饰	直营店 (1388家)、折扣店、特许经营店、网络
	GAPKids	1986		青少年服装(for children)	
	babyGAP	1989		婴儿、孕妇服装	
	GAPbody	1998		女生内衣、睡衣等	
Banana Republic		1983	现代、通用的工装，时尚、贵族、简约，主要做偏正式的服装。为顾客提供最佳质料及一流剪裁的服饰，并为着重衣着品位的男、女士提供多样的设计。价位高于GAP	男装、女装及配饰	直营店 (622家)、折扣店、特许经营店、网络
Old Navy		1994	年轻的家庭全家一站式、有趣购物，活泼、大胆、个性。主要是提供比较便宜的服装。侧重于让顾客在挑选心爱服饰的同时，能够享受购物的乐趣。价位低于GAP	男装、女装及配饰 (包括小孩、婴儿、孕妇等)	美国、加拿大市场的直营店 (1016家) 和网络
Piperlime		2006	网络精品店	各品牌鞋类、服装、配饰	网络
Athleta		2008	运动女装、鞋类	各品牌运动女装、鞋类 基于商品目录	直营店 (10家) 和网络

数据来源：公司公告，日信证券研究所

表 11 GAP 旗下各品牌 2012 年 7 月服装零售价格区间

单位：美元	男装	女装	男孩	女孩	儿童
GAP	29-98	29-69	13-49	13-35	16-35
Old Navy	10-35	15-30	9-12	9-15	9-15
Banana Republic	49-325	69-120			
Piperlime	32-170	69-345			
Athleta		46-158			

数据来源：公司网站，日信证券研究所

5.2 品牌管理：加快小品牌增长速度

GAP、Old Navy 品牌仍是公司主力。截止 2012 年初，占公司绝大多数的直营店中，GAP、Old Navy 两品牌门店合计为 2404 家，占总直营店数量的 79%；其次是 Banana Republic，有 622 家，占比 20%；而处于初期发展阶段的新品牌 Athleta 占比最小，店铺数量最少。从收入比重来看，GAP 和 Old Navy 收入占比达到 78%，Banana Republic 占比 18%。

努力调整各品牌的比重，加快小品牌增长速度。GAP 目前正通过关闭、

合并或减少营业面积等方法控制 GAP、Old Navy 的规模，全力开拓其他品牌的市场，从而在均衡的品牌结构基础上，加快各品牌的发展，促进全球化的扩张。GAP、Old Navy 的直营店数量不断减少；GAP 在北美市场的直营店数量不断减少，在欧洲、亚洲市场的直营店数量不断增加；2013 年，北美市场的 GAP 店预计将减少至 960 家。Banana Republic 在北美、欧洲、亚洲市场的直营店数量均有所增加；Athleta 则将继续扩张，预计在 2013 年增加至 50 家店。2006-2011 年，GAP 品牌收入占比从 41% 下降到 39%，Old Navy 收入占比从 43% 下降 39%，Banana Republic 收入占比从 16% 上升到 18%，新品牌 Piperlime 和 Athleta 快速增长，收入占比从 0.24% 上升到 4%。

表 12 GAP 各品牌直营店与特许经营店数量

店铺数量	2007.2.3	2008.2.2	2009.1.31	2010.1.30	2011.1.29	2012.1.28
GAP	1566	1532	1479	1450	1430	1388
北美	1293	1249	1193	1152	1111	1043
欧洲	168	173	173	178	184	193
亚洲	105	110	113	120	135	152
Banana Republic	534	576	603	606	610	622
北美	521	555	573	576	576	581
欧洲	—	—	3	3	5	10
亚洲	13	21	27	27	29	31
Old Navy(北美)	1012	1059	1067	1039	1027	1016
Athleta(北美)	—	—	—	—	1	10
直营店	3131	3167	3149	3095	3068	3036
特许经营店	7	68	114	136	178	227
总计	3138	3235	3263	3231	3246	3263

数据来源：公司年报，日信证券研究所

表 13 各品牌净销售额及变动

年份	2009		2010		2011	
	净销售额 (百万美元)	变动 (%)	净销售额 (百万美元)	变动 (%)	净销售额 (百万美元)	变动 (%)
GAP	5722	-6	5906	2	5912	-1
Old Navy	5808	2	5905	2	5674	-4
Banana Republic	2480	-7	2607	5	2662	2
Piperlime & Athleta	187	143	246	32	283	45
总计	14197	-2	14664	3	14549	-1

数据来源：公司年报，日信证券研究所

图 28 GAP 和 Old Navy 门店数量减少、Banana Republic 增加 图 29 GAP 和 Old Navy 收入占比下降、Banana Republic 上升



数据来源: 公司公告, 日信证券研究所



数据来源: 公司公告, 日信证券研究所

5.3 品牌推广: 培育潮流文化, 提升品牌忠诚度

引领大众时尚与休闲风格潮流, 品牌推广注重流行文化传播。多年来, GAP 重新演绎了休闲潮流, 使其更为时尚和性感, 推动了每个时代和每代人的时尚趋势, 其对流行文化和人们着装方式的影响有目共睹。其生产的卡其装在美国的办公室流行非常流行, 创造了目前著名的“便装星期五”潮流。从 1980 年以来, GAP 不断革新休闲和轻松的风格趋势, 邀请有影响力的名人试装和做代言人。GAP 公司举办过非常成功、经典的品牌推广活动, 如“Individual of Style”(真我品格)和“Who Wore Khaki”(谁穿卡其)以及著名的温哥华的店铺倒置活动等。在著名的“风格个性化”(Individuals of Style)活动中, 很多流行文化的代表人物身着 GAP 拍摄了肖像组照。大量名人参与了 GAP 标志性的广告活动, 他们的个性化精神以及创意组合已经成为促使 GAP 成为了时尚的风向标。GAP 甚至频繁出现在好莱坞电影当中。当然, GAP 公司也针对各品牌特征不断推出新的品牌推广活动。

针对性强的品牌推广活动, 重视品牌忠诚度的培育。从近年来 GAP 营销案例来看, GAP 非常注重与网络传媒的合作, 充分认识到其目标客户群体正是互联网新传媒的拥簇。其非常有针对性的进行品牌推广, 不断的满足客户需求。2010 年, GAP 与团购网站 Groupon 的合作, 以前所未有的超低价格再次吸引人们的眼球, 以一天 1100 万美元的销售收入, 高峰时期每分钟销售 534 张的速度, 创造了 Groupon 团购史上的最高销售记录。全社交媒体的精致布局也让 GAP 在消费者眼前一亮。在更换 logo 风波中, 良好的监听机制和快速的危机反应和应对机制, 使得 GAP 在新 logo 更换不到一周之前的便换回了之前的 logo, 让之前在网上表达不满的忠实粉丝体会到了高层次的尊重, 重新唤起人们对于 GAP 品牌的热爱。同时, GAP 一直保持着品牌

的曝光度，塑造社交媒体玩家的形象，用一个个巨大的优惠（1 万条牛仔裤免费送）来持续的满足消费者对于低价的需求和对于品牌的期待；最后，结合 Facebook 和 Twitter 进行的圣诞节“驯鹿项目”，来选择圣诞节送给消费者的优惠幅度，充满创意也与节日极其贴合，对顾客又是一个不小的震撼，同时通过社交网络极大的推广了自身品牌。

表 14 2011 年各品牌市场推广活动

品牌	市场推广活动（2011 年）
GAP	与“global-local”模式的工作团队推出的首条产品线对应的活动“Be Right”
Old Navy	"Funnovations"
Banana Republic	与最受欢迎的美国电视节目“Mad Men”合作，引导白领阶层专注于生活，而不仅仅是工作
Athleta	"Power to the she"

数据来源：日信证券研究所

图 30 GAP2012 年 Be Right 服饰搭配推广活动



数据来源：日信证券研究所

图 31 GAP 加拿大品牌忠诚度推广活动 Sprize



数据来源：日信证券研究所

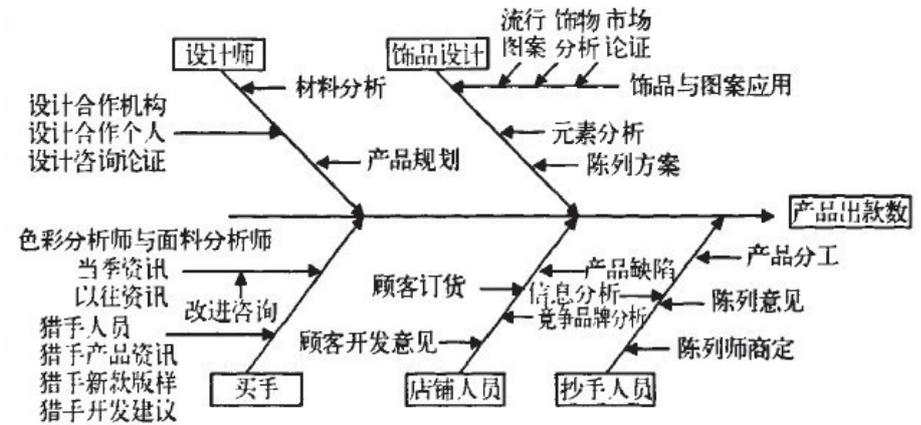
6. 研发生产：买手制大幅提升产品丰富度

6.1 研发流程：买手制设计体系，紧跟市场潮流

以买手为核心的研发模式。买手模式由全球最权威的买手运营模式战略公司在 1999 年为 GAP 开发。该模式的采用 GAP 从传统服饰企业改制成了买手型服饰企业。在买手式开发模式下，GAP 依赖由精英设计师组成的买手团队进行准确市场定位。每一位设计师都能准确的知道下一季度要开发的产品，同时与其他品牌区分开来。他们通过与常规设计人员、设计抄手以及店铺内部的“三师”合作，共同开发产品，保证了产品紧跟时尚脉搏与市场需求。

仿款开发和原创设计相结合的产品研发方式，既保证了产品研发的高效低耗，同时也延续了 GAP 产品特有的风格。买手、设计师、抄手、店铺人员等紧密合作，并最终得到推向市场的款式。仿款只是 GAP 众多货品中的一部分，GAP 也十分注重在历史销售、市场流行等数据分析基础上进行原创性设计。

图 32 GAP 产品开发流程与仿款协作图



数据来源：国际纺织导报，日信证券研究所

6.2 研发组织：买手制团队为主力，精细分工提高效率

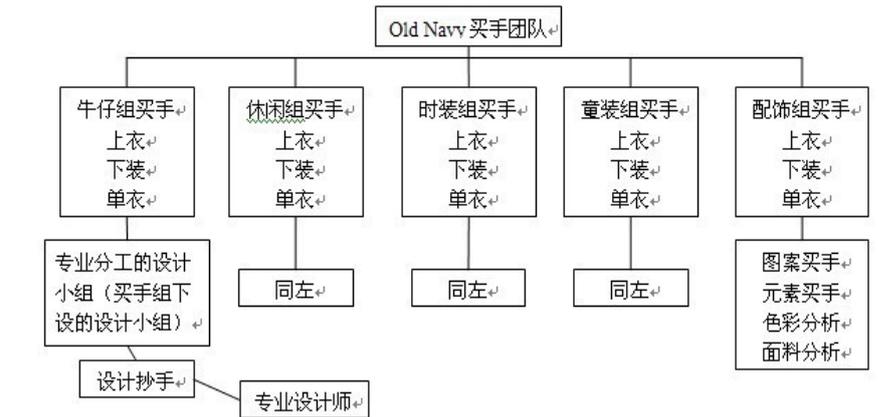
强大的买手团队组成了研发设计的主力军。GAP 拥有四个产品设计中心，分别位于纽约、旧金山、洛杉矶、伦敦。在买手模式的改制过程中，GAP 对当时产品研发部的 300 多名设计师进行了买手培训，为了节约开发成本，同时提高设计效率，GAP 辞退了一部分“著名服装设计师”。因为，GAP 作为大众品牌，无需过多突出设计师的个人作用，GAP 需要的是能够高效出图的设计师，而不是有强烈个人色彩的设计师。之后，GAP 从欧洲与美国一些服装设计专业院校，招收了一批应届毕业生进行设计小组编队，通过培训、考核后，录取合格的设计人员并进行买手开发模式下的产品开发流程与方法实操训练。最后，GAP 对三个品牌的买手分别进行了更为专业的分工，分别为不同的品牌服务。目前，买手人数共计 400 名，常规设计人员 600 名，加上其他合作买手与外协买手设计小组，开发人员总数达 2000 人。

买手团队精细化分工，明显提升设计效率。从图中可以看出来，GAP 的买手是主管设计师组成的品牌内专业团队，而每个设计师都是因为专业的设计技能被分配在某些特定的小组内从事服装设计的一个小部分工作。这样组合起来就是一个整体产品的概念。这样分工大大提升了开发速度。设计抄手主要的工作是收集与利用买手下发的新产品信息，并进行快速与疯狂的抄、仿、改工作，并做好下属设计师的工作分工与考核。设计抄手能在一个月的时间内把一个畅销款抄、改、仿出数百甚至数千个款式。最好的抄手可根据一个款式，在一个小时内延伸出 20 个款，且投产率在 97% 以上，抄手模式的产生大大提升了 GAP 的产品开发能力，也顺应了 GAP 大众化时尚的定位。

原创设计师与本地化设计也同时作为有益补充。GAP 为了品牌建设也保留了大牌设计师团队，如法国制鞋大师 Pierre Hardy 设计的鞋，Stella

McCartney 设计的童装，再如最新一季的合作的华裔设计师 Alexander Wang，他为 GAP 设计了一系列售价在 100 美元以下的服装。2011 年，GAP 聚集优秀、有天赋的人于纽约组成一个新团队，并创建“global-local”模式。即在公司的创意中心，他们不仅进行有关设计产品和推广市场的独特非凡的创意，而且根据各区域市场的不同需求设计本土化的产品。同时，GAP 世界各地的市场与设计团队也会彼此分享创意。

图 33 Old Navy 品牌的买手团队分工



数据来源：国际纺织导报，日信证券研究所

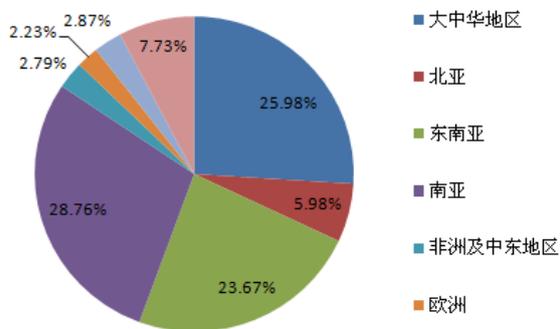
6.3 研发成果：产品丰富度明显提升

(1) 款式丰富：实行买手开发模式后，GAP 公司策划能力显著提升，产品种类增加，新产品能在六周内投入市场，年度出款量由之前的 10000 款左右上升到了 50000 款，流行服装占比达到 40%—60%，不但节省了开发成本，也强化了款式对潮流的针对性。**(2) 型号丰富：**与其他知名服装品牌仅仅款式较多不同，GAP 不仅款式众多，并且同款产品的型号也非常多，例如：GAP 在相同长度和腰围的裤装里分出 loose（宽松）、normal（正常）、silm（修身）三种不同类别，男式卡其布裤子甚至拥有 14 种腰围、9 种裤长，并且不再采用身材都达到最佳尺码的模特，而在全国设立了“试身门诊部”，让真实的消费者试穿衣服，以此适应不同身材消费者的需求。**(3) 区域组合丰富：**在区域配货上，GAP 还聘请数学专家分析销售情况，根据不同地区消费者的普遍身材，将店铺划分成 7 个不同的群集，每个群集商店里的尺码组合各不相同。大大提升了配送的准确性和减少了缺货现象，同时削价抛售的损失也随之降低。

6.4 生产制造：典型的生产外包与虚拟运营

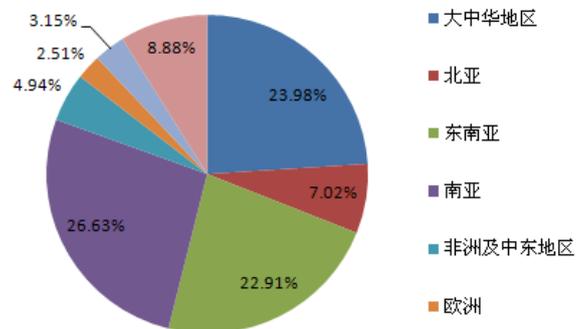
GAP 几乎没有一间拥有完全自主产权的生产工厂，但是其通过生产外包以及出色的物流体系保证了每年数万款产品的准时上架。GAP 公司在世界各地开办加工厂或委托其它服装企业加工，与此同时，对面辅料的采购和各个专卖店严格加以控制和管理。公司从超过 1000 家供应商购买产品，供应商在 43 个国家拥有厂房和设备。2011 年，任一家供应商提供的产品占公司全部商品的比重不超过 4%，有利于公司分散产品供应风险。98%的成品在美国以外其他国家生产，其中 26%在中国生产。而且供应商一般会根据目标市场的位置选择厂房，有利于降低生产成本，也有利于 GAP 公司降低产品价格。

图 34 GAP2011 年委托加工工厂区域分布



数据来源：公司网站，日信证券研究所

图 35 GAP2009 年委托加工工厂区域分布



数据来源：公司网站，日信证券研究所

7. GAP 发展困境带来的风险提示

没有任何一种模式是永恒成功的，高速发展终究会遇到困境。2000 年开始，GAP 遇到了疯狂发展后的第一波困境，净收入较上一年下滑了三亿多美元，2001 年，更亏损了近 800 万美元。仅仅一年内，公司的市值便减少了一半以上，筹措资金变得更加困难，当时甚至有分析还提出了公司宣布破产的可能性。同时带领公司走上传奇之路的 CEO 德瑞勒宣布离职，更是让公司一度陷入困顿。而造成这一困境的主要原因有以下四点：

(1) 产品定位容易被复制，同类产品加剧竞争。公司的招牌卡其布、牛仔裤与 T 恤等基本款式，其它公司轻易就能模仿。沃尔玛(wal_Mart)、标靶(Target)等大型平价零售业，尾随 GAP 大量推出更便宜的类似产品，公司典型、干净、简单、适合所有年龄阶层的核心商品，在很短的时间内便丧失了独有的优势。

(2) 产品设计方向偏离公司的传统定位。为了摆脱被复制的梦魇，2000 年时，德瑞勒对公司一贯的风格感到不耐，公司的产品开始剑走偏锋。德瑞

勒曾经说过：“经营公司不可能不冒一些风险。”其实 GAP 从 1998 年前就开始改为追逐时髦的青少年风，推出奇形怪样的服饰。结果，原本走进店中想购买白色上衣的顾客，却看到粉红色、钉满亮片，或者是青绿色、绣有彩色字母的上衣。公司为了争取更年轻、更时尚的消费者，却吓走了原有的顾客，损坏了品牌认同，公司刚推出的服饰就必须提前降价促销。

(3) 以牺牲单店盈利来过速扩张，提升经营风险。公司采取急速扩张策略。从 1999 年 2002 年，即使每单位面积的销售量下降了三分之一以上，公司每年的分店仍然以 20% 的速度成长。以牺牲单店盈利的关注来加速外延扩张，是一种非理性和非良性的扩张，带来的经营风险必然会快速上升。

(4) 高级管理层频繁流失，管理困境凸显。在公司试图解决问题的同时，却不断流失高层主管。1998 年，公司更换了五名一级主管，就在德瑞勒宣布退休计划的一个星期前，GAP 的行销总裁也辞职，而他才刚上任不久。之后公司的财务长、行销、产品设计等负责人，都是任职不到两年的新手，对于经验不足的新小组而言，公司的问题是过于沉重的负担。

8. 投资建议：从 GAP 提炼五要素，推荐搜于特（002503）

从差异定位、市场空间、快速复制、终端经营、供应链管理等五要素提炼 GAP 的关键成功要素。根据分析 GAP 的发展历史和经营表现，在其黄金发展期，公司正是凭借准确的产品和品牌定位、标准化终端店铺形象、适应特定目标消费群的品牌推广最终实现终端门店快速扩张、进而实现了长期的持续高成长。总结起来，我们认为，实现如 GAP 般牛股的必要条件包括：

(1) 具备充足市场空间的产品和品牌定位，并且管理团队有能力制定正确的管理战略和经营策略来诠释这种定位；

(2) 在广阔的市场空间里，公司有能力在不同的区域快速复制门店；

(3) 支撑门店快速复制的条件有标准化的终端形象、较高的单店经营能力、恰当丰富的品牌形象推广活动；

(4) 支撑平价、时尚、休闲消费定位的供应链管理能力和成本控制、买手制快速研发等。

推荐差异定位三四线市场、渠道扩张潜力巨大、重视管理效率提升的青春休闲服品牌商搜于特（002503）：

(1) 公司简介：独特定位三四线市场，分享高速增长机遇。搜于特明确定位三四线市场，相对一二线市场休闲品牌主打价格低廉又不失时尚；其主要竞争对手是个体零售店、路边摊、批发市场等无品牌或者杂牌，公司通过全国连锁和品牌专卖与之形成明显差异。我们认为公司创新、差异、清晰的定位模式是其最核心的竞争优势。尽管快速发展，但在公司成立五年规模

仍然较小时便上市，我们认为这有利于公众股东较早分享到公司的高速发展机遇。

(2) 行业分析：低端消费升级，三四线市场迎品牌化消费盛宴。城镇化不断加速，三四线城市经济受益明显。农村居民人均收入增长加快，提升品牌服装低端消费升级动力。目前三四线市场仍处品牌化消费初期，对价格较为敏感、服装消费有从众心理，对品牌知名度关注高。中国三四线休闲服市场空间广阔，目前仍属竞争蓝海，一二线优势品牌短期内难以大面积渠道下沉到位。

(3) 营销渠道：加盟为主，快速复制，品牌推广存规模效应。公司目前以华东和华南为主阵地，但中西部市场快速增长。公司渠道以加盟为主，在全国的可复制性强。截止 2011 年共有 1392 家加盟店，占总门店超过 90%。公司高度重视加盟商实力提升，主导提升单店面积。

(4) 研发设计：打造多产设计团队，目标市场针对性强。公司通过近 150 人的研发设计团队，主打“少量多款”，每年研发 6000 多款，上市超过 4000 款。我们认为，公司主打的高产品丰富度能够有效满足全国三四类市场地域极为分散、需求差异性大的特征，有效支撑公司未来开大店的渠道策略。

(5) 运营管理：充分利用产业集群优势，内部管理升级志在长远。公司利用珠三角产业集群优势，有效整合上下游资源。公司生产实行面料统一采购的委托加工模式，有效降低综合成本。公司将 2012 年确定为“管理年”，居安思危强调内部管理，提升长期持续增长能力。

(6) 维持盈利预测，维持“推荐”评级。继续看好公司差异定位三四线青春休闲服市场带来的广阔扩展空间。预计公司 2012-2014 年营业收入为 17.21 亿、24.99 亿、34.74 亿，分别增长 56.55%、45.18%、39.01%，净利润分别为 2.64 亿、3.76 亿、5.11 亿，分别增长 52.44%、42.55%、35.89%。维持 EPS 预测为 0.92 元、1.31 元、1.78 元，对应的 PE 分别为 26 倍、18 倍、13 倍，2012 年 PE 对应的 PEG 为 0.59，维持“推荐”评级。

风险提示：终端外延扩张不及预期；内部管理升级不及预期。

表 15 搜于特财务指标及估值摘要

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	633	1100	1721	2499	3474
增长率（%）	67.09%	73.75%	56.55%	45.18%	39.01%
净利润（百万元）	91	173	264	376	511
增长率（%）	67.96%	90.73%	52.44%	42.55%	35.89%
EPS（元）	0.32	0.60	0.92	1.31	1.78
毛利率（%）	34.82%	34.29%	34.78%	34.91%	35.06%
净利率（%）	14.35%	15.75%	15.34%	15.06%	14.72%
PE	75.01	39.33	25.80	18.10	13.32
PEG	1.73	0.90	0.59	0.42	0.31

数据来源：日信证券研究所

机构销售团队

华南区域	华北区域	华东区域
曾利洁 010-8399 1957 zenglj@rxzq.com.cn	赵胤 010-8399 1718 zhaoyin@rxzq.com.cn	徐立 021-6163 5638 xuli@rxzq.com.cn
	王微娜 010-8399 1873 wangwn@rxzq.com.cn	周馥酩 021-6163 5606 zhoufm@rxzq.com.cn

北京地址：北京市西城区闹市口大街1号长安兴融中心西楼11层（100031）

上海地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦5楼G座（200122）

深圳地址：深圳市福田区福华三路国际商会中心10层(518033)

网址：www.rxzq.com.cn 电话：010-83991888

投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

推荐（Outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

谨慎（Underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级：以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

免责声明

日信证券有限责任公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由日信证券有限责任公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

日信证券有限责任公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归日信证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所含材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。