

## 新秀丽(01910.HK) 买入 (首次评级)

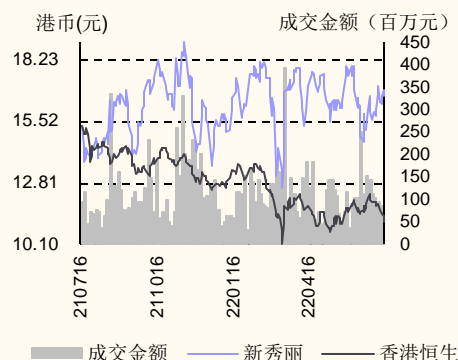
## 港股公司深度研究

市价(港币): 16.600元

目标(港币): 19.57元

## 市场数据(港币)

流通港股(百万股) 1,437.83  
 总市值(百万元) 23,867.92  
 年内股价最高最低(元) 18.980/12.560  
 香港恒生指数 20297.72



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月  
 绝对 -2.92 0.12 8.07  
 相对香港恒生 16.88 35.59

## 海外出行东风起，全球箱包龙头再出发

## 主要财务指标

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万美元)	1,553	2,021	2,955	3,700	4,161
营业收入增长率	-57.33%	30.45%	45.92%	25.19%	12.47%
归母净利润(百万美元)	-1,278	14	179	265	348
归母净利润增长率	-1064.30%	N/A	1153.22%	47.83%	31.42%
摊薄每股收益(美元)	-0.89	0.01	0.12	0.18	0.24
每股经营性现金流净额	-0.08	0.27	0.43	0.72	0.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	-201.50%	2.07%	21.24%	24.33%	24.66%
P/E	N/A	202.74	16.97	11.48	8.73
P/B	3.96	4.20	3.60	2.79	2.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 基本结论

- **全球领先的百年箱包龙头，疫后业绩超预期恢复。**公司旗下拥有箱包品牌美旅、Tumi及户外品牌Gregory等，在全球120多个国家拥有4.8万个零售网点。随着全球出行复苏，公司21年收入/归母净利分别实现20.2/0.14亿美元，业绩扭亏为盈，其中北美/亚洲/欧洲/南美分别贡献40%/34%/21%/5%。1Q22表现超预期，收入/归母净利分别同增62%/123%，恢复至19年同期的62%/72%水平，其中北美/欧洲/南美以70%/146%/135%的增速领先，亚洲同增19%、恢复滞后。结合各地区占比及恢复程度，我们预计22年北美/欧洲/南美营收增速达到55%/63%/85%，而亚洲主要在23年实现较快增长，并预计能恢复至19年的94%左右。
- **短期受益于全球出行强劲复苏，中期看好我国旅游出行恢复。**21年全球旅游人次/旅游总收入恢复至19年的54%/59%；22年欧盟、英国以及日本、泰国等旅游国家陆续开放边境后入境人数明显提升；全球航班环比改善，22年1-5月全球RPK累计同增85%，其中美洲、欧洲及亚洲国际航班改善明显。国内旅游业在疫情前稳健增长、年复合增速达15%。疫情发生至今我国境内出行在波动中持续修复，其中21年3-5月出行客流已达到19年同期的水平；而我国境外出行始终处于底部，22年1-5月境外出行客流在8-10万人区间，仅为疫情前水平的1%。我们认为随着我国出入境政策放开，出境游客快速反弹将对公司23年业绩有明显提振。
- **市场份额领先，经营能力突出。**据欧睿数据，公司旗下主品牌、Tumi、美旅等以18%的市占率排名全球旅行箱包第一，疫情后行业格局面临优化、利好公司份额进一步提升。另外，公司经营实力突出，21年随着销售回暖存货周转迅速下降69天至160天左右，回归疫情前水平。

## 投资预测及投资建议

- 预计22-24年归母净利分别为1.79/2.65/3.48亿美元，同增1153%/48%/31%，当前股价对应17/11/9倍PE。综合考虑公司在疫情前估值水平，以及全球中高奢品牌对应估值在20倍左右，给予公司22年20倍PE，对应目标价19.57港元/股，首次覆盖予以公司“买入”评级。

## 风险提示

- 全球疫情加剧或反复导致出行受限、居民消费意愿下降、原材料涨价等。

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003  
 xieliyuan@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、百年箱包龙头，业务布局全球	4
1.1、财务：2021 业绩扭亏，超预期恢复	4
1.2、股价表现：外部不利因素已充分反映	7
2、从需求、利润端探讨公司短期业绩驱动因素	8
2.1、收入端：需求边际改善，全年超预期增长有望延续	8
2.2、利润端：结构优化叠加关税调整，成本端有望改善	12
3、三问三答，再探公司长期成长潜力与稳定性	13
3.1、如何理解公司的核心竞争优势？	13
3.2、美国零售需求转弱是否会导致公司业绩承压？	17
3.3、汇率变动对公司的销售收入有什么影响？	19
4、盈利预测与估值	20
4.1、盈利预测	20
4.2、可比估值及投资建议	21
5、风险提示	21

## 图表目录

图表 1: 公司历史沿革	4
图表 2: 公司营收及增速 (百万美元, %)	5
图表 3: 公司归母净利润及增速 (百万美元, %)	5
图表 4: 公司分业务类型收入及增速 (亿美元, %)	5
图表 5: 2018-1Q22 公司分品牌收入规模 (百万美元)	6
图表 6: 2018-1Q22 公司分品牌收入增速 (%)	6
图表 7: 2017-1Q22 公司分渠道收入及增速 (百万美元, %)	6
图表 8: 2017-1Q22 公司分渠道收入占比 (%)	6
图表 9: 2017-1Q22 公司分地区收入及增速 (百万美元, %)	7
图表 10: 2021 年各地区核心品牌收入占比 (%)	7
图表 11: 2021 各地区核心品牌收入规模 (百万美元)	7
图表 12: 近 5 年公司股价变动趋势 (港元)	8
图表 13: 19-21 年全球旅游总人次与总收入及增速 (亿人次, 千亿美元, %)	8
图表 14: 2021 年发达/新兴经济体旅游总人次及总收入较 19 年恢复情况 (%)	8
图表 15: 2020-22 年 4 月入境日本旅客人数及同比 (人, %)	9
图表 16: 2020-22 年 4 月入境泰国旅游人数及同比 (人, %)	9
图表 17: 2022 年以来全球部分国家地区已逐步放开出入境限制	9
图表 18: 2022 年 1-5 月各地区国内+国际航班 RPK 当月同比 (%)	10
图表 19: 2022 年 1-5 月各地区国际航班 RPK 当月同比增速 (%)	10

图表 20: 2022 年 5 月各地区 RPK 同比 19 年增速 (%)	10
图表 21: 11-21 年中国国内旅游总人次 (亿人次, %)	11
图表 22: 11-21 年中国国内旅游总收入 (万亿元, %)	11
图表 23: 2019 至今每月国内航线民航客运量 (万人)	11
图表 24: 2019 至今每月国际航线民航客运量 (万人)	11
图表 25: 17-22Q1 公司单季度总销售净额 (百万美元)	12
图表 26: 北美洲核心品牌收入占比及增速 (%)	12
图表 27: 全球市场分渠道收入占比及增速 (%)	12
图表 28: 2014-1Q22 公司毛利率及调整后 EBITDA Margin (%)	13
图表 29: 2014-1Q22 公司销售费用率及管理费用率 (%)	13
图表 30: 全球箱包市场与奢侈箱包市场规模及增速 (百万美元; %)	14
图表 31: 全球箱包行业公司市场份额占比 (%)	14
图表 32: 2017-21 年公司存货周转天数 (天)	14
图表 33: 2017-21 年公司平均存货水平及增速 (百万美元, %)	14
图表 34: 2017-21 年公司应收账款周转天数 (天)	15
图表 35: 2017-21 年公司应付账款周转天数 (天)	15
图表 36: 新秀丽品牌旅行箱包产品迭代	15
图表 37: 新秀丽与 RIMOWA 官网销量前五系列产品比较	16
图表 38: 各品牌天猫旗舰店在售箱包配饰类产品 SKU (件)	16
图表 39: 公司旗下品牌矩阵	17
图表 40: 疫情以来美国个人消费支出整体、商品及服务消费支出同比增速 (%)	17
图表 41: 服务消费各细分品类个人支出分季度同比 (%)	17
图表 42: 2019-22 年美国月度国内航班数 (架)	18
图表 43: 2019-22 年美国月度国际航班数 (架)	18
图表 44: 美国酒店平均客房入住率 (OCC)、平均房价 (ADR) 以及平均可出租房收入 (RevPAR) 恢复至 19 年的比例 (%)	18
图表 45: 2017-21 年奥兰多国内外游客数及同比 (百万人, %)	19
图表 46: 2019-22 年夏威夷每月国内游客数 (万人)	19
图表 47: 2019-22 年夏威夷每月国际游客数 (万人)	19
图表 48: 其他货币相较美元贬值幅度对公司收入影响测算 (百万美元)	20
图表 49: 公司营收拆分	20
图表 50: 可比估值	21

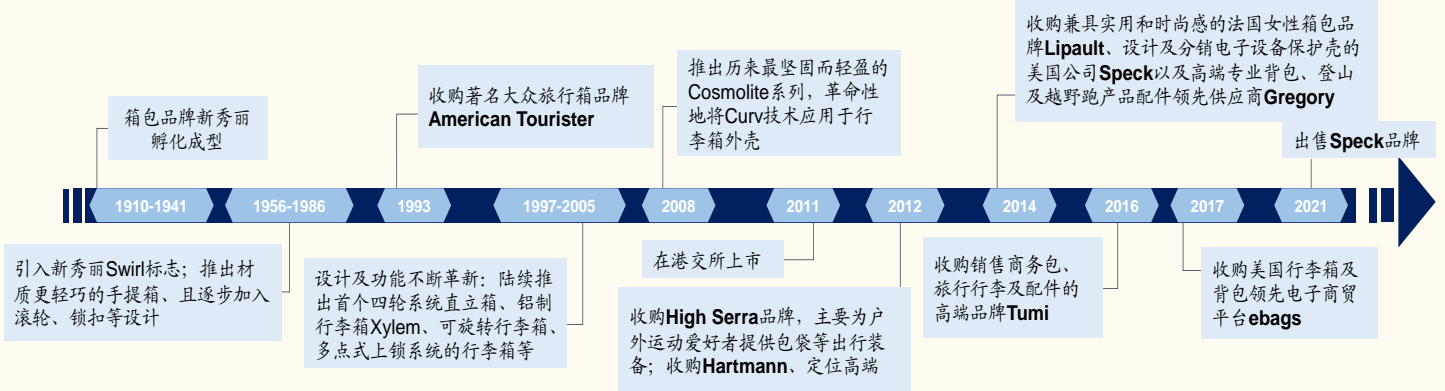
## 1、百年箱包龙头，业务布局全球

全球领先的旅行箱包龙头，历史悠久，旗下品牌矩阵丰富。公司由 Jesse Shwayder 于 1910 年在美国创立，最早为一家皮箱制造公司；随后公司不断对推出的行李箱产品进行革新，外壳材料的使用上从木质过渡为镁及 ABS、又进一步转化为铝制和 Curv 材料，功能上陆续推出具有平衡四轮系统、带多点式上锁系统的行李箱，满足大众日益增加的出行需求。

为扩大自身业务规模、覆盖更广的消费客群，公司从 1993 年起陆续收购了美国知名中端旅行箱品牌 American Tourister（美旅）、专业户外出行品牌 High Sierra、高端商务旅行箱品牌 Hartmann、兼具时尚和功能的法国箱包品牌 Lipault、高端专业户外背包及配件供应商 Gregory、高端商务及旅行箱包品牌 Tumi、以及美国领先的箱包及背包电子商贸平台 ebags 等 8 大品牌。

目前公司的业务主要包括设计、制造、采购及分销行李箱、商务包、户外包及旅行配件等，在全球 120 多个国家拥有 48000 多个零售网点；随着自身产品力不断提高叠加品牌矩阵日益丰富，公司在全球的市场份额逐步领先。

图表 1：公司历史沿革



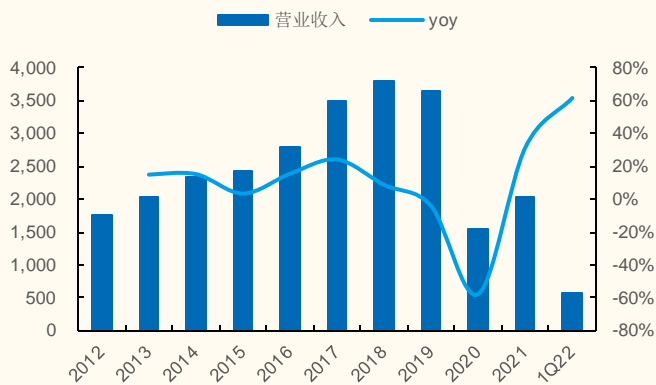
来源：公司官网，国金证券研究所

### 1.1、财务：2021 业绩扭亏，超预期恢复

2012-17 年公司通过外延并购扩大自身规模，收入和归母净利年复合增速分别达到 14.53%、17.63%，增长稳健。伴随着中美贸易关系紧张、中国香港地区局势混乱等外部因素，2018-19 年公司收入端有所承压，分别同比+9%/-4%；利润端由于美国加征中国商品关税、公司调整渠道产生一次性成本等因素，两年规模净利分别下滑 29%、44%。2020 年全球新冠疫情暴发对出行带来严重影响，导致公司收入同比-58%至 15.37 亿美元，利润端亏损 12.78 亿美元，同比大幅下滑 1064%。

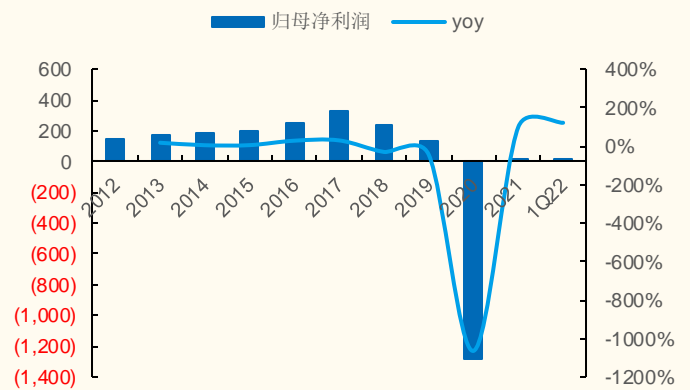
21 年公司实现收入 20.21 亿美元，同比增长 32%，恢复至 19 年营收水平的 56%，且 1Q21、4Q21 收入分别恢复至 19 年同期的 43%、69%，销售情况逐季改善。收入拉动叠加严格控费措施下，公司 21 年业绩实现扭亏，同比增长 101.12%至 0.14 亿美元，恢复至 19 年业绩的 11%。1Q22 随着海外出行复苏、各国开放边境，公司收入同增 61.71%至 5.74 亿美元，恢复至 19 年同期的 62.25%；归母净利同增 122.56%至 0.16 亿美元，恢复至 19 年同期的 72%。

图表 2: 公司营收及增速 (百万美元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 公司归母净利润及增速 (百万美元, %)

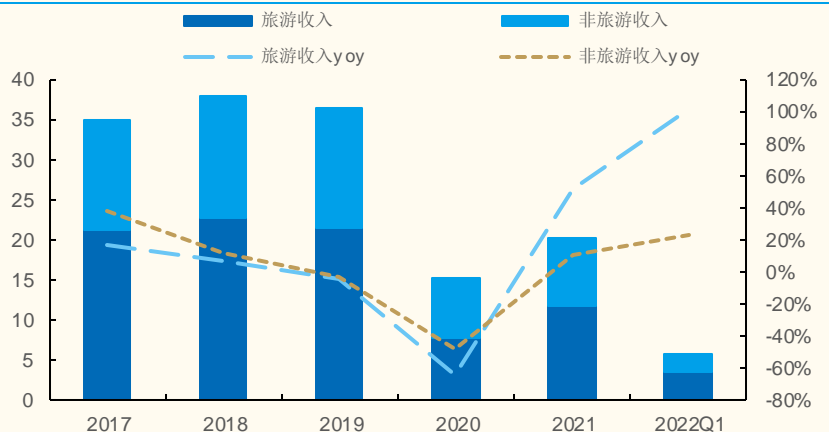


来源: 公司公告, 国金证券研究所

### ■ 分业务: 疫情后旅行业务占比显著回升

公司的非旅游部分收入主要来自商务、休闲、配件等产品, 在公司的多品牌战略下, 2019 年非旅游部分实现收入 14.77 亿美元, 占比提升至 41% (5 年内提升 11Pct)。2020 年在全球疫情影响出行背景下, 旅游相关收入大幅下滑 64.71% 至 7.63 亿美元, 而非旅行品类同比下滑 47.6% 至 7.74 亿美元, 相对韧性更强。21 年以后伴随着全球多地出行复苏, 旅行相关收入增长加速, 21 年、1Q22 旅行类收入分别同增 52.39%、101.61% 至 11.63 亿美元、3.50 亿美元, 占总收入比重回升至 2017 年水平。

图表 4: 公司分业务类型收入及增速 (亿美元, %)

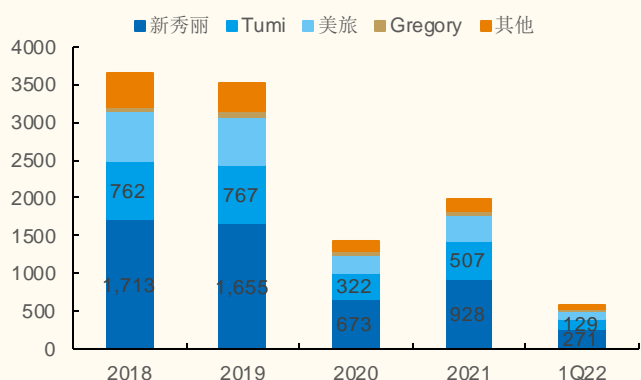


来源: 公司公告, 国金证券研究所

### ■ 分品牌: 主品牌贡献主要收入, Tumi 增势强劲

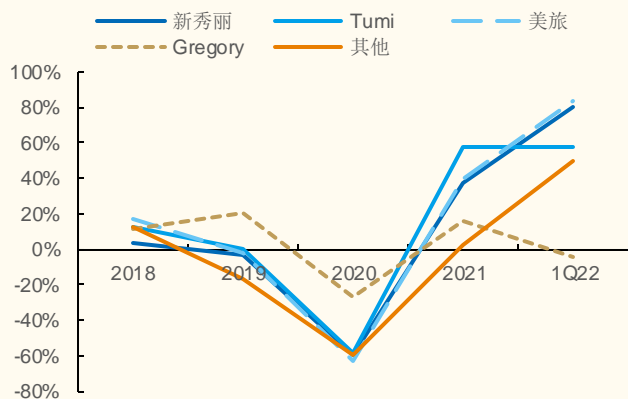
公司旗下核心品牌包括主品牌、高端箱包品牌 Tumi 以及大众品牌美旅。主品牌贡献主要收入, 近年来占比 45% 左右; 21 年主品牌收入同增 37.9% 至 9.28 亿美元, 恢复至 19 年的 56%。高端品牌 Tumi 在疫情前增长势头强劲且在疫情后反弹迅速, 21 年实现收入 5.07 亿美元、同增 57.5%, 恢复至 19 年的 66%; 21 年 Tumi 收入占比达到 25.1%, 较 18 年占比提升 5Pct。大众品牌美旅疫情前增长好于主品牌, 20 年美旅收入同比下滑 62.7% 至 2.45 亿美元, 降幅大于其他品牌, 21 年实现收入 3.4 亿美元 (+39.2%), 恢复至 19 年的 52%。

图表 5: 2018-1Q22 公司分品牌收入规模 (百万美元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 2018-1Q22 公司分品牌收入增速 (%)

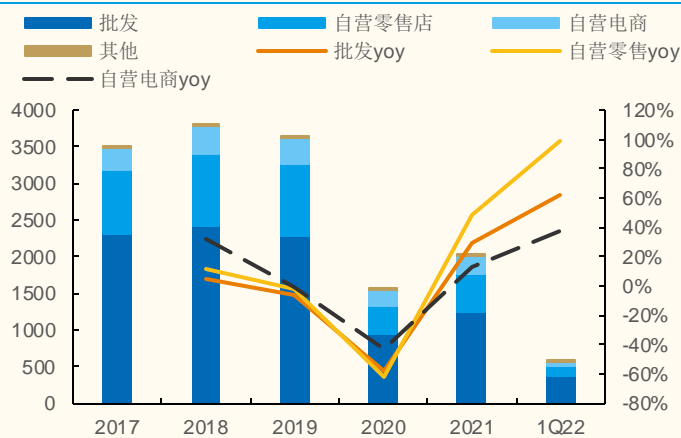


来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 分渠道: 侧重 DTC 渠道建设, 线上韧性凸显

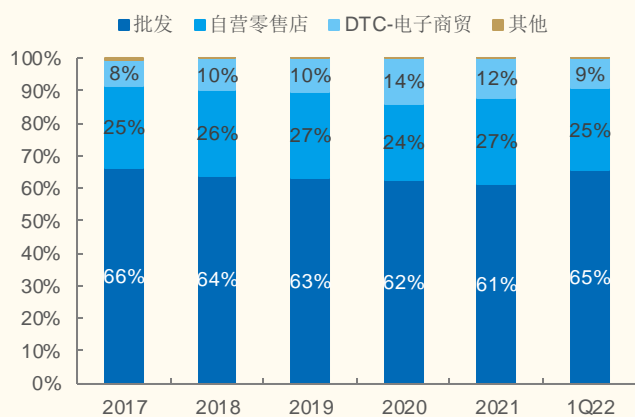
近年来公司策略性地加大 DTC 渠道投入, 线下针对性开设自营零售店, 线上于 17 年收购的箱包电商平台 eBags, 不断提升电商运营能力。2020 年由于旅游人数锐减、门店客流严重下滑, 自营零售、批发分别同比下滑 62.6%、58.2%至 3.62 亿美元、9.58 亿美元, 而线上直营渠道同比下滑 43.0%, 表现出较强的韧性。2021 年直营零售/批发分别同增 48.1%/29.3%至 5.37/12.39 亿美元, 直营线下先于批发恢复。从占比来看, 2021 年批发占比 61%、较 2017 年下降 5Pct, 线上直营、直营零售渠道占比分别上升至 12% (较 2017 年+4Pct)、27% (较 2017 年+2Pct)。

图表 7: 2017-1Q22 公司分渠道收入及增速 (百万美元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 2017-1Q22 公司分渠道收入占比 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 分地区: 北美占比领先, 亚洲拖累整体表现

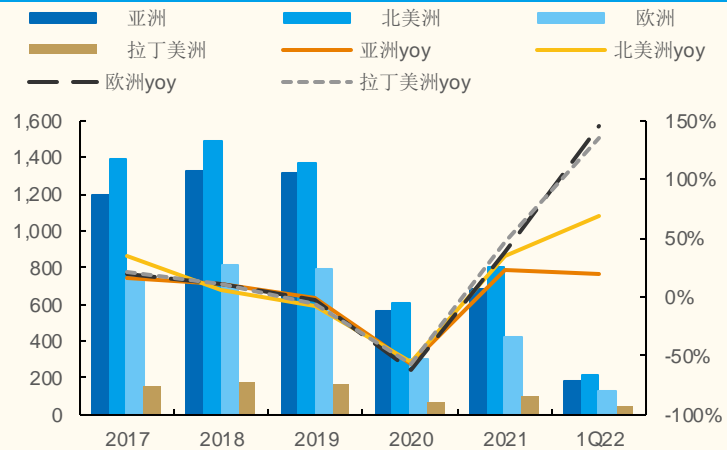
北美洲是公司最大的市场, 收入占比维持在 39%左右, 其次亚洲市场占比在 35%左右, 欧洲和拉丁美洲分占 20%、5%收入规模。2019 年美国对中国加征关税、美国旅游城市中国游客数下滑导致北美洲销售有所承压, 收入同比下滑 8.1%至 13.63 亿美元; 2020 年全球疫情冲击下四大地区收入都有 50%以上的下降。

2021 年以来拉丁美洲、欧洲、北美洲各国陆续开放边境, 并采取疫情常态化策略, 出行需求快速复苏下收入分别同增 47.1%、38.6%、34.0%至 1.05 亿美元、4.19 亿美元、8.08 亿美元, 其中拉丁美洲、北美洲分别恢复至 19 年的 63%、59%; 而中国封控措施较严格导致亚洲收入同增 23.1%、增长相对较缓。1Q22 随着更多国家全面放开, 北美洲/欧洲/拉丁美洲分别实现 69.7%/145.6%/134.7%的同比增长, 反弹趋势强劲; 而亚洲地区收入仅获 18.8%

的增长，主要系中国大陆持续的旅游限制下收入同比下滑 12.1%，若剔除中国市场，亚洲 1Q22 营收同比增速达 38.7%。

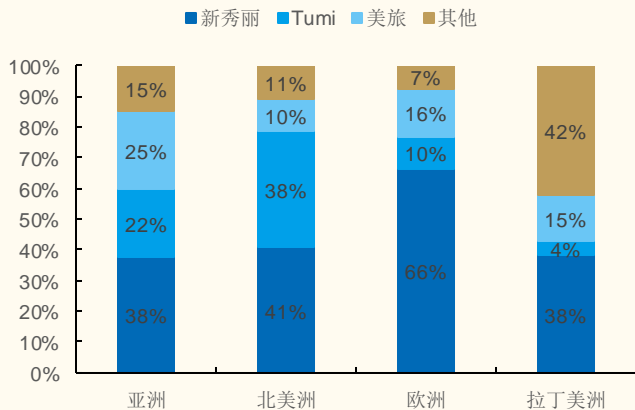
2021 年北美地区主品牌/Tumi/美旅分别获得 52.3%/91%/47.7%的增长，Tumi 增势强劲，实现收入 3.06 亿美元、占比上逐步接近主品牌。亚洲地区主品牌收入增速为 17.3%，恢复慢于 Tumi (+23.5%) 和美旅 (+30.5%)。而欧洲地区主品牌仍然贡献主要收入（占比 66%），且 21 年实现 43.8%的增长。拉丁美洲收入规模较小但增长亮眼，主品牌/Tumi/美旅分别同增 67.2%/122.4%/113.0%。

图表 9：2017-1Q22 公司分地区收入及增速（百万美元，%）



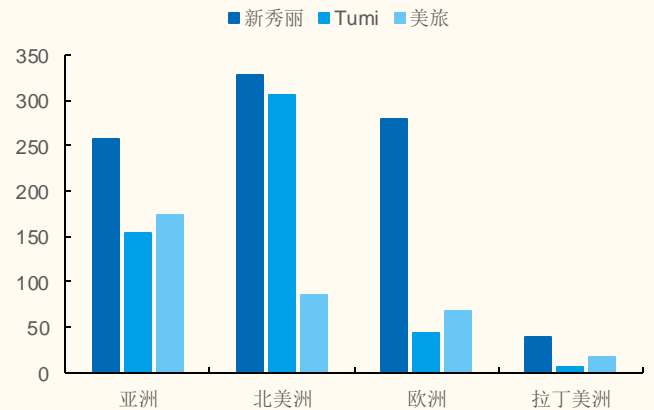
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：2021 年各地区核心品牌收入占比 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：2021 各地区核心品牌收入规模 (百万美元)



来源：公司公告，国金证券研究所

## 1.2、股价表现：外部不利因素已充分反映

**历史上被沽空：**2018 年 5 月沽空机构 Blue Orca 针对公司发布沽空报告，对其中收购 Tumi 财务披露、存货记账方式以及 CEO 简历造假等问题提出质疑。对此我们认为，一方面公司已于 2018 年 6 月 1 日任命执行董事 Kyle 担任公司新任 CEO，另一方面公司在收购过程的会计判断和存货估计本身存在主观性，且仅一次性，对公司长期经营不会带来影响。

**新冠疫情影响：**除此之外，2018-19 年间伴随着中美贸易关系紧张、美国加征中国关税、中国香港地区短期局势不稳等因素，公司股价逐渐下行。2020 年 3 月新冠疫情全球暴发，大众出行需求受到压制，而公司主营箱包业务与旅行出游高度相关，3 月 11 日 WHO 宣布 Covid-19 进入全球大流行后当周股价累计下跌 20%以上。

2021 年以来，在全球出行复苏、公司业绩回升的背景下，股价有所恢复。我们认为，近几年来外部不利因素已经在当前市场表现中充分反映，出行需求回暖下公司业绩增长强劲有望提振公司后续股价表现。

图表 12: 近 5 年公司股价变动趋势 (港元)



来源：Wind，国金证券研究所

## 2、从需求、利润端探讨公司短期业绩驱动因素

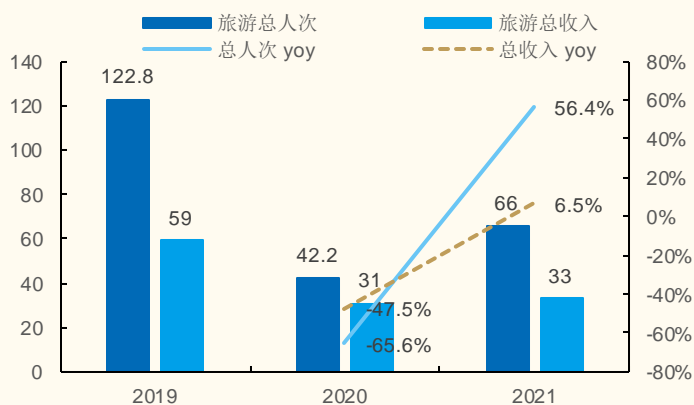
### 2.1、收入端：需求边际改善，全年超预期增长有望延续

#### 2.1.1、全球出行复苏，国内旅游市场反弹在望

##### 边境政策放开，国际航班增长强劲

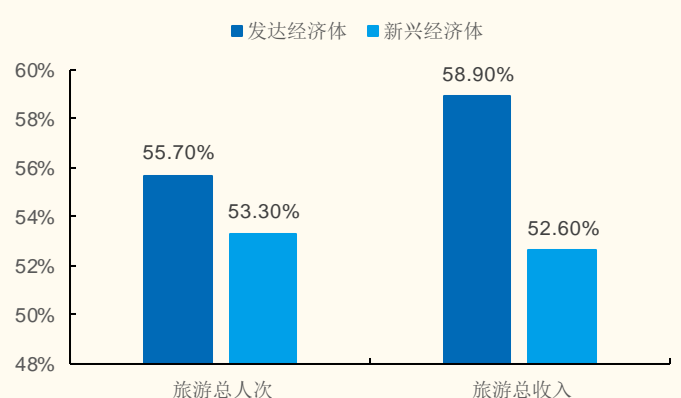
全球旅游业自 21 年开始逐步复苏，海外出行人次与旅游产业收入均有所改善。据 WTCF，2021 年全球旅游总人次达到 66 亿 (+56.4%)，恢复至 19 年的 53.7%；全球旅游总收入达到 3.3 万亿美元 (+6.5%)，恢复至 19 年的 58.9%。发达国家快于新兴国家恢复，21 年发达经济体旅游总人次、总收入分别恢复至 19 年的 55.7%、58.9%，而新兴经济体旅游总人次、总收入分别恢复至 19 年的 53.3%、52.6%。

图表 13: 19-21 年全球旅游总人次与总收入及增速 (亿人次, 千亿美元, %)



来源：WTCF《世界旅游经济趋势报告(2022)》，国金证券研究所

图表 14: 2021 年发达/新兴经济体旅游总人次及总收入较 19 年恢复情况 (%)

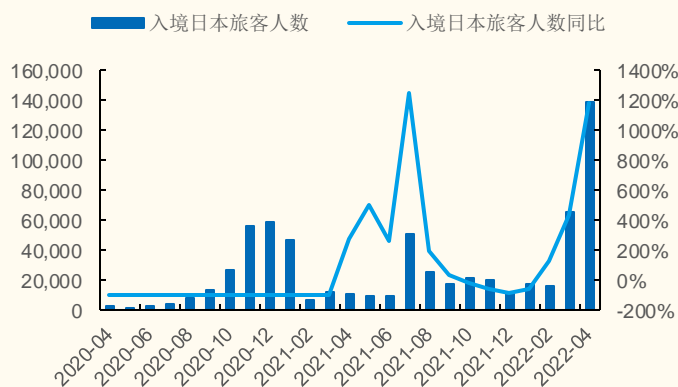


来源：WTCF《世界旅游经济趋势报告(2022)》，国金证券研究所

多国重新开放边境，旅游常态化趋势已现。自欧盟于 2 月宣布接种疫苗游客可在欧盟范围内自由出游后，英国也于 3 月完全放开边境，国际游客无论接种疫苗与否，入境皆不需要隔离，且无需提供核酸相关证明。亚洲部分旅游城市也逐步放开，以吸引海外游客。22 年 4 月入境日本游客达到 13.95 万人、同比增长 1185%，1-4 月入境日本人数增长环比有所改善；5 月日本开始试行让

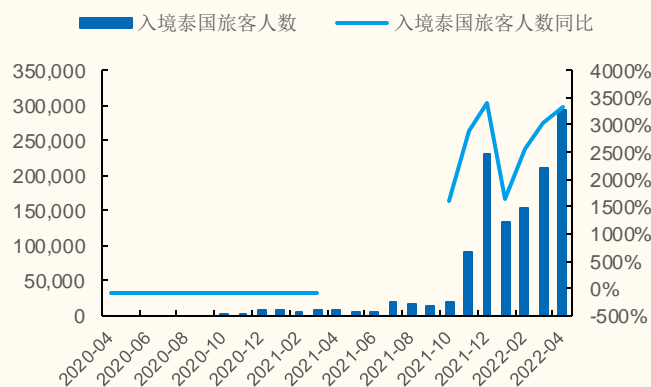
已接种疫苗的小型旅行团入境，预计 6 月底将上调每日入境人数上限至 1 万人。22 年以来泰国入境旅游人数快速提升，其中 4 月入境人数达到 29.34 万人、同比增 3339%；而随着泰国 5 月 1 日起启动免隔离和核酸证明政策，目前泰国通行证申请通过率已经大幅提升，预计下半年泰国旅游业将进一步复苏。根据旅游网站 Travel Off Path 数据显示，截至 5 月 7 日全球已经有包括英国、挪威、丹麦在内的 46 个国家取消任何关于新冠的旅行限制，预计全球旅游业将逐步向着常态化发展。

图表 15: 2020-22 年 4 月入境日本旅客人数及同比 (人, %)



来源：日本政府观光局，国金证券研究所

图表 16: 2020-22 年 4 月入境泰国旅游人数及同比 (人, %)



来源：泰国旅游部，国金证券研究所

图表 17: 2022 年以来全球部分地区已逐步放开出入境限制

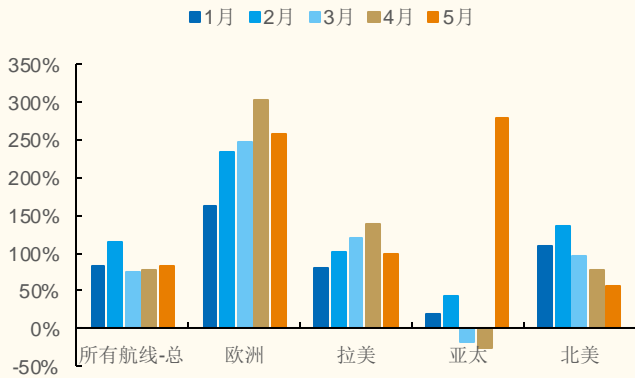
所在地区	国家	开放时间	出入境相关政策
北美洲	美国	4 月 15 日	除美国公民、永久居民及持其他移民类签证者外，其他所有搭乘飞机进入美国的旅客须出示疫苗接种证明；已完全接种疫苗的旅客需在抵达后 3-5 天进行自我 COVID-19 检测。
	加拿大	4 月 25 日	对于入境加拿大的已完全接种疫苗的旅客，入境后无需再隔离。
欧洲	英国	3 月 18 日	国际旅客无论是否完全接种疫苗，入境英国时均无需进行 COVID-19 检测及填写乘客定位表，入境后也不再需要进行隔离。
	欧盟	2 月 1 日	只要携带疫苗护照的欧盟居民，都可以在欧盟范围内自由旅行，无论其国籍。
亚洲	日本	6 月 10 日	开放外国游客入境旅游，且对疫情较轻的 98 个国家和地区的旅行团入境免除核酸检测和隔离。另外，日本政府于 5 月首次宣布取消出境限制，日本民众可正常境内外旅游出行。
	韩国	6 月 8 日	允许入境韩国者（无论国籍与新冠疫苗接种史）皆可免除隔离，只需提供 48h 内 PCR 核酸检测或 24h 内快速抗原阴性结果。另外，韩国于 6 月 1 日恢复中断 2 年多的外国游客济州岛免签政策，且多个机场陆续重启国际航线。
	新加坡	5 月 12 日	对所有接种疫苗的旅客开放，未接种或部分接种的旅客可出于有限目的进行申请许可，且需检测和隔离。
	泰国	5 月 1 日	完成接种疫苗的旅客入境后无须接受核酸检测和隔离，原有的入境核酸检测（PCR）改为抗原快速测试；新规还允许未接种疫苗的旅客入境，只需在离境前出示核酸阴性证明。
澳洲	澳大利亚	4 月 17 日	取消对国际旅客出发前的新冠检测要求，仅需提供已接受两剂及以上 TGA 批准的新冠疫苗。
	新西兰	4 月 3 日	入境无需再出示疫苗接种证明、新冠康复证明或病毒检测阴性证明。
南美洲	巴西	-	已接种疫苗的旅客登机抵达巴西不再需要出示核酸阴性证明，未接种疫苗者仍须在登机前向航空公司出示阴性证明，但抵达巴西后不再需要隔离 5 天。

来源：国务院侨务办公室，各国旅游局，国金证券研究所整理

22 年以来全球航班出行环比改善，大部分地区国际航班恢复提速。根据 IATA，22 年 1-5 月全球总收费客公里（RPK）累计同比增长 84.7%。大部分地区 1-5 月 RPK 逐月改善，其中欧洲 22 年以来以整体 200% 以上的增速领先恢复，且 5 月国际航线同比高增 412%；亚洲不同国家分化加剧，日本、泰国、新加坡、印度等国陆续放开出行入境管控，带动亚太国际航线 5 月 RPK 同比高增 453%（环比 3 月提升 163Pct），但中国等出入境受限导致亚太恢复程度低于其他地区；北美及拉丁美洲 22 年以来国际航线 RPK 单月同比增速达到 200%

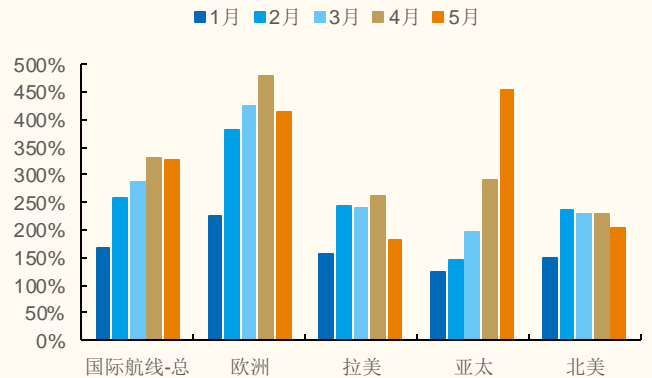
以上，且呈现逐渐恢复的态势。截至 22 年 5 月，北美洲全部/国际航线同比 19 年分别下滑 10.4%/21.3%，其次随着欧盟地区封控解除，国际与国内航班恢复步调一致，全部/国际航线同比 19 年分别下滑 19.6%/20.9%，而亚洲在中国等出行严控政策下，同比于 19 年仍有 60%以上的下滑。

图表 18: 2022 年 1-5 月各地区国内+国际航班 RPK 当月同比 (%)



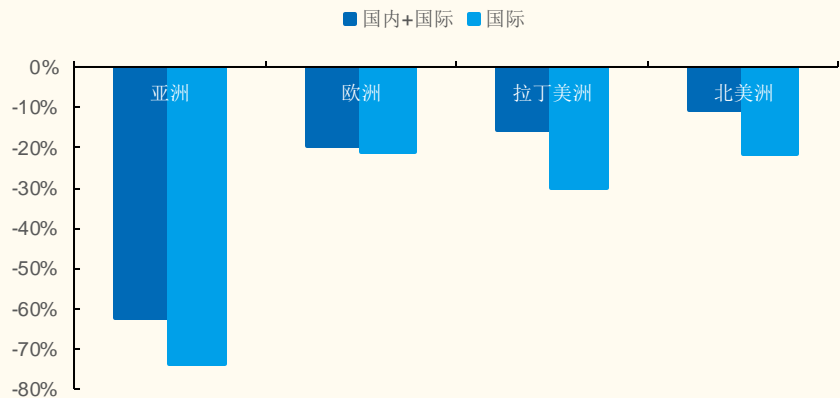
来源: IATA, 国金证券研究所

图表 19: 2022 年 1-5 月各地区国际航班 RPK 当月同比增速 (%)



来源: IATA, 国金证券研究所

图表 20: 2022 年 5 月各地区 RPK 同比 19 年增速 (%)

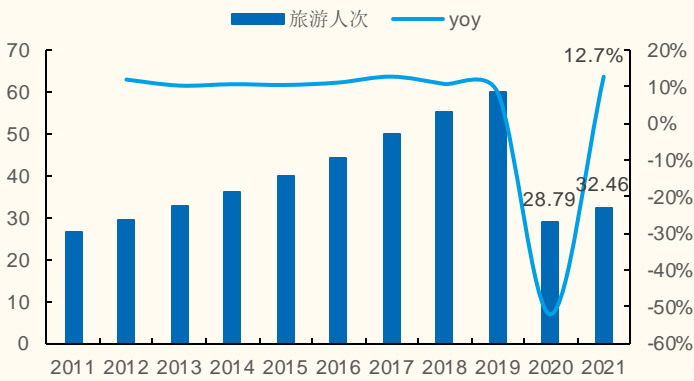


来源: IATA, 国金证券研究所

国内: 出行需求严重受抑制, 后续反弹可期

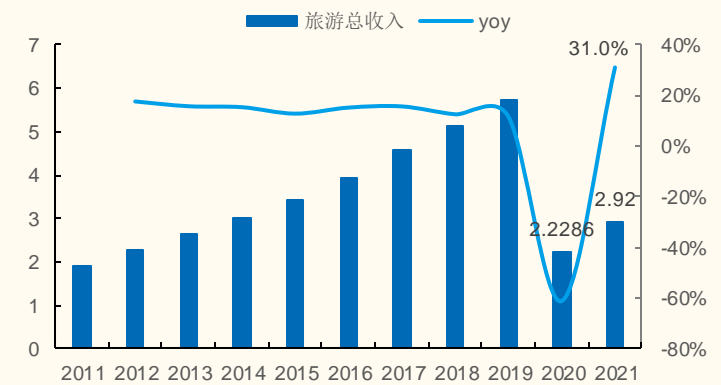
据文旅部, 20 年疫情暴发前国内旅游总人次、旅游业总收入稳健增长, 11-19 年复合增速分别为 10.8%/14.6%。2020 年新冠疫情暴发导致国内旅游业受到冲击、出行人数锐减; 21 年疫情得到有效控制, 国内旅游出行回暖, 出行人数、旅游业收入分别实现 32.46 亿人、2.92 万亿元, 分别同增 12.7%、31.0%。

图表 21: 11-21 年中国国内旅游总人次 (亿人次, %)



来源: 文旅部, 国金证券研究所

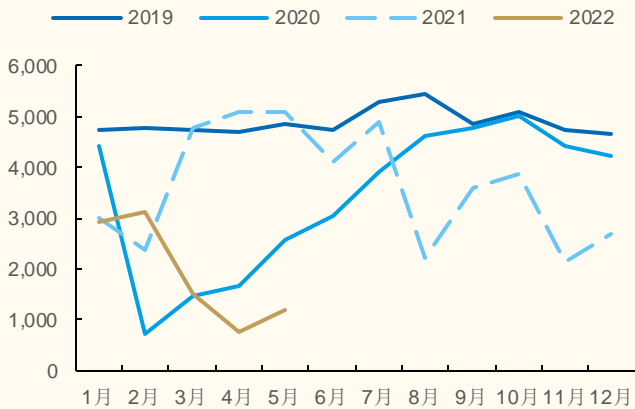
图表 22: 11-21 年中国国内旅游总收入 (万亿元, %)



来源: 文旅部, 国金证券研究所

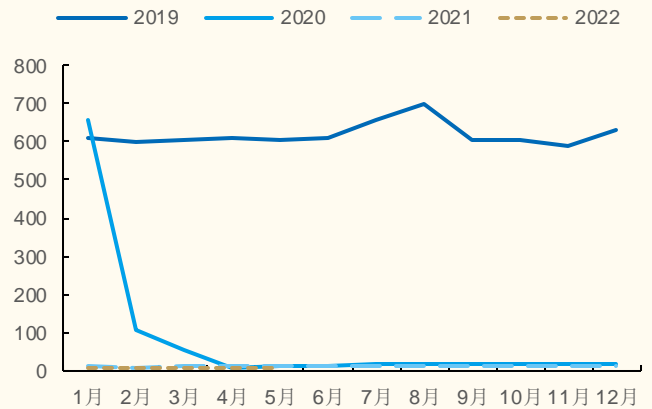
国内航线复苏在即, 后续出入境放开有望带动国际出行迅速反弹。22 年以来疫情在吉林、深圳、上海陆续暴发, 导致 4 月国内航线客运量再次缩减至 779 万人、接近 2020 年最差水平; 5 月随着上海等地疫情受控, 6 月及下半年国内航线将有明显改善。截至目前国际航线客运量仍位于底部, 但随着疫苗接种率提升、特效药研发取得进展, 我们预计一旦出入境管控放宽, 国际出行抑制需求将快速释放。

图表 23: 2019 至今每月国内航线民航客运量 (万人)



来源: 中国民航局, 国金证券研究所

图表 24: 2019 至今每月国际航线民航客运量 (万人)



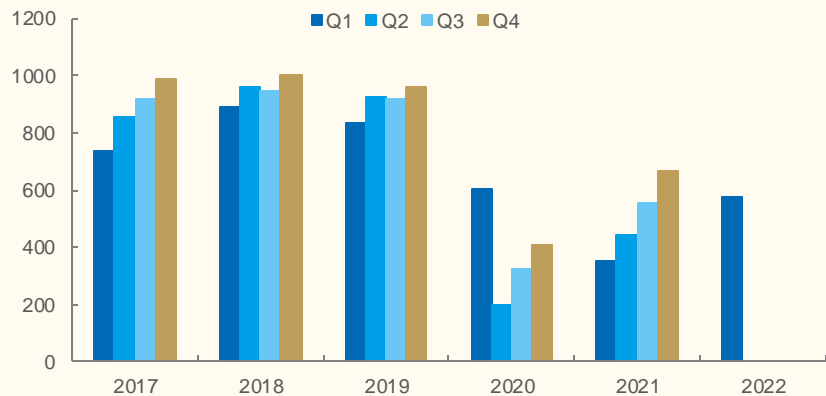
来源: 中国民航局, 国金证券研究所

### 2.1.2、销售旺季即将来临, 业绩预计修复加速

历年来公司销售情况逐季递增, 叠加 1Q22 收入超预期表现, 全年增长趋势有望延续。疫情之前公司收入整体呈现逐季度递增的趋势, 主要受到了暑期出行、下半年礼品购买以及经销商前置采购等影响。1Q22 开端顺利, 销售额同比增长 74.9%至 5.74 亿美元 (不变汇率基准且剔除 1Q21 Speck 销售额), 其中核心品牌新秀丽、Tumi、美旅增长强劲, 分别同比+87.9%/+61.1%/+89.6% (不变汇率基准)。

尽管受到亚洲等市场部分国家的疫情严控措施, 叠加北美航线延误导致补货不畅, 1Q22 销售收入较 19 年同期下降 25.2% (不变汇率基准且剔除 1Q19 Speck 销售额), 较 4Q21 与 4Q19 相比下降 28%的跌幅环比仍略有收窄, 收入端表现超预期, 全球出行恢复背景下全年靓丽表现有望延续。

图表 25: 17-22Q1 公司单季度总销售净额 (百万美元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

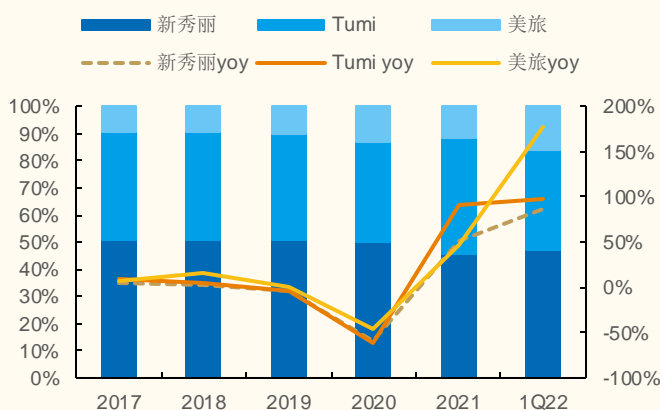
## 2.2、利润端: 结构优化叠加关税调整, 成本端有望改善

### 2.2.1、“品牌+渠道”结构优化, TUMI 渗透率仍有上行空间

从品牌结构来看, 公司第二大核心品牌 Tumi 定位高端, 21 年贡献收入 5.06 亿美元, 占到总营收的 25.1% (较 18 年占比提升 5Pct)。该品牌在第一大市场北美洲增长强劲, 21 年同比高增 91.0% 至 3.06 亿美元, 占北美收入的 37.9%; 其中 4Q21 销售额已基本与 19 年同期持平。考虑到目前 Tumi 在其他市场渗透率仍然较低 (亚洲/欧洲/拉丁美洲分别占比 22%/10%/4%), 而公司在疫情前将发展 Tumi 品牌作为核心业务之一, 预计后续随着公司将更多营销、渠道资源向 Tumi 品牌倾斜, 并继续推出兼具功能和美观的全新产品, 该品牌在其他地区市场份额有望提升, 从而带动公司毛利率提升。

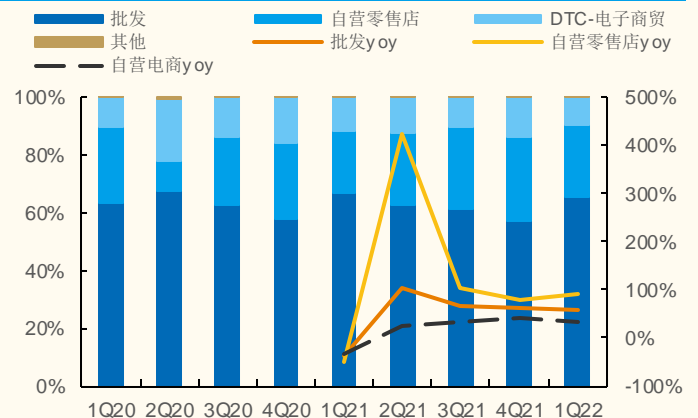
从渠道结构来看, 疫情前公司策略性扩张 DTC 业务以优化自身盈利能力, 疫情发生后线下门店被迫关闭, 2020/21 年线上占比分别达 14%/12%。分季度来看, 4Q21、1Q22 线上占比分别为 13.6%、9.3%, 各国疫情常态化下, 线下场景显著修复、旅游人数增加, 后续消费有望从线上向线下零售和批发回流, 促进公司盈利改善。

图表 26: 北美洲核心品牌收入占比及增速 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 全球市场分渠道收入占比及增速 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

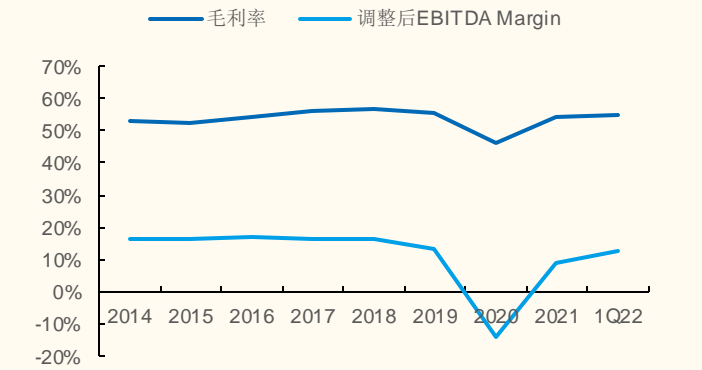
### 2.2.2、严格控费利好成本改善, 关税有望获调整

疫情下缩减非刚性开支, 盈利能力疫情后回升明显。受益于高端品牌及 DTC 渠道占比提升带动, 2018 年以前公司毛利率略有提升, EBITDA Margin 保持稳定; 2019 年以后伴随着美国对中国出口商品加征关税、叠加原材料涨价压力, 毛利率和 EBITDA Margin 均有所下滑; 疫情冲击下 2020 年公司的毛利、EBITDA Margin 分别下行至 46%、-14.2%。21 年公司毛利率恢复至 54.5% (+8.5%), 公司一方面严控折扣促销力度, 另一方面通过终端提价抵消部分产

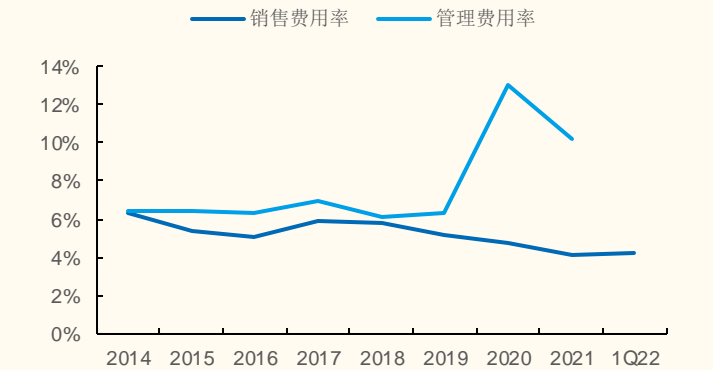
品成本、关税及运费提升带来的成本压力；调整 EBITDA Margin 恢复 10.2% (+23.2%)，其中公司严控费用影响下销售费用率控制在低位，而管理支出较为刚性、叠加收入下滑导致疫情期间大幅提升。

图表 28：2014-1Q22 公司毛利率及调整后 EBITDA Margin (%)

图表 29：2014-1Q22 公司销售费用率及管理费用率 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

**逆势中精简自身业务，一次性成本已在 2020-21 年。**除此之外，公司在疫情期间大幅削减经营开支以减轻现金流压力，同时精简业务以契合长期发展需求，2020/21 年公司分别确认重组费用 0.63/0.18 亿美元，主要包括永久性裁员相关遣散费、关闭店铺成本以及出售 Speck 品牌费用等；另外公司于 21 年 6 月在新加坡成立产品开发、品牌及供应链管理中心，有助于公司管理东南亚地区采购及产品设计，中心相关费用记为重组费用。随着亏损门店、多余人员加速出清、以及新产品采购中心相关成本已经扣除，22 年成本端有望带来改善。

**美国关税有望调整，利好成本端改善。**2018-19 年美国两次对中国出口美国商品加征关税，从 2019 年 6 月起公司输美商品关税提升至 25%。对此公司策略性将产业链向东南亚转移，以获取劳动力、出口关税方面的红利，国内代工占比下降至 45% (-30 Pct)；但由于美国 2020 年陆续取消印尼、泰国、印度等东南亚国家“普惠制”待遇，关税仍然对公司成本端带来压力。2022 年 3 月美国重新豁免对 352 项从中国进口商品的关税，且由于美国通胀加剧，物价成本上升，后续中国、东南亚国家商品输美关税有望得到调整，从而解决部分成本上升的压力。

### 3、三问三答，再探公司长期成长潜力与稳定性

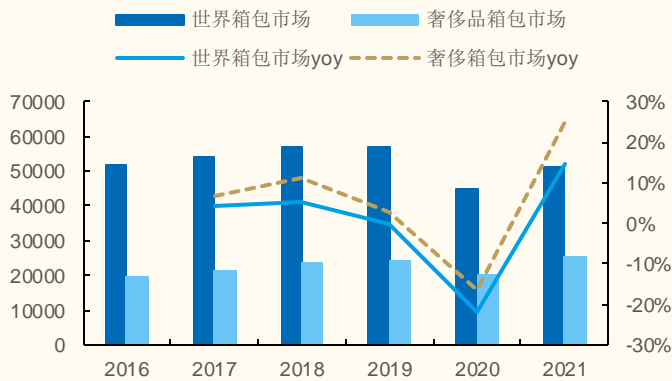
#### 3.1、如何理解公司的核心竞争优势？

##### ■ 全球份额领先，疫情利好行业格局优化

**疫后箱包市场规模快速回升，高端化趋势显著。**2020 年以前全球箱包市场规模在 550 亿美元左右，疫情发生后由于消费者的日常社交生活和出行均受到制约，整个行业规模缩减；2021 年箱包行业规模回归至 512 亿美元水平，恢复到 19 年的 90% 左右水平。奢侈箱包呈现更快的增长，21 年奢侈箱包市场规模达到 252.66 亿美元，占箱包行业整体的 49%、占比较 16 年提升 11Pct，反映箱包行业消费升级趋势。

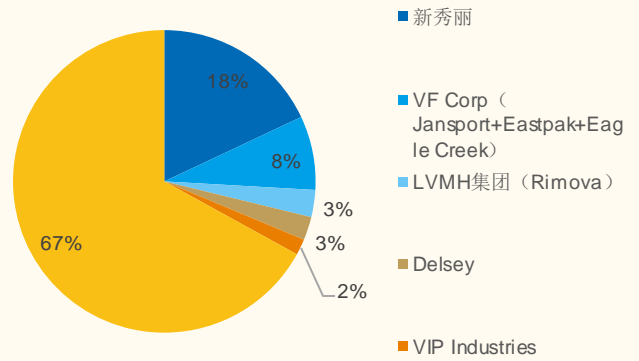
**市占率领先，逆势下格局优势凸显。**公司旗下包括新秀丽主品牌、高端箱包 Tumi、大众箱包美旅等核心品牌，合计占全球箱包行业的 18%，市场份额远超 VF、Delsey 等竞争对手。虽然近年来箱包行业陆续面临加征关税、原材料价格上升以及疫情影响出行等，但由于公司的市场份额处于绝对领先地位，这些外部因素并不会导致公司在格局方面的优势受到改变。

图表 30: 全球箱包市场与奢侈箱包市场规模及增速 (百万美元; %)



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 31: 全球箱包行业公司市场份额占比 (%)

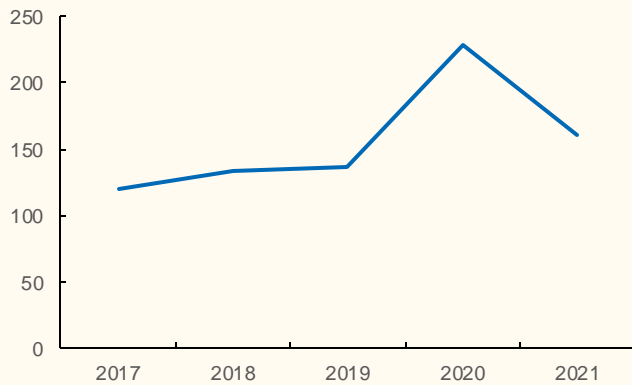


来源: Euromonitor, 国金证券研究所

### ■ 周转能力快速改善, 凸显较强的经营实力

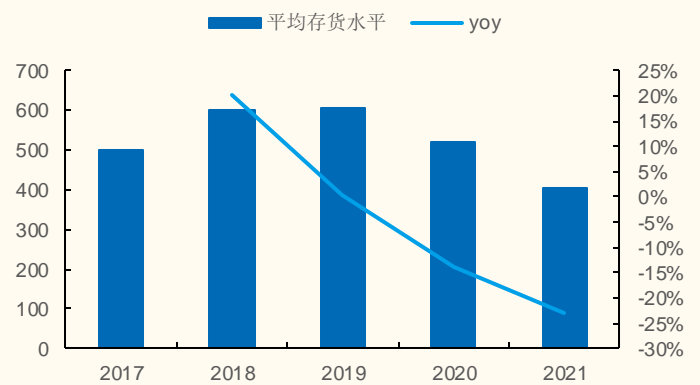
疫情前公司存货周转天数保持稳定, 疫情发生后公司迅速调整生产及采购计划、严控库存水平, 20 年平均存货同比下降 14%至 5.22 亿美元, 但由于箱包销售锐减, 存货周转天数大幅增加 93 天至 229 天。2021 年随着需求端回暖, 存货周转天数迅速回归至 160 天左右, 体现公司较强的库存管控能力, 平均存货同比下滑 23%至 4.02 亿美元, 主要系北美港口堵塞造成产品运输延误。

图表 32: 2017-21 年公司存货周转天数 (天)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

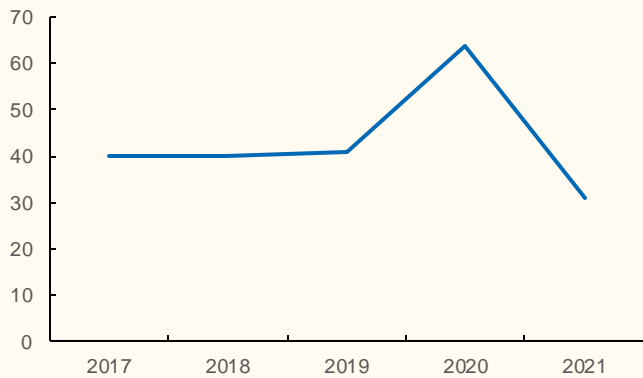
图表 33: 2017-21 年公司平均存货水平及增速 (百万美元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

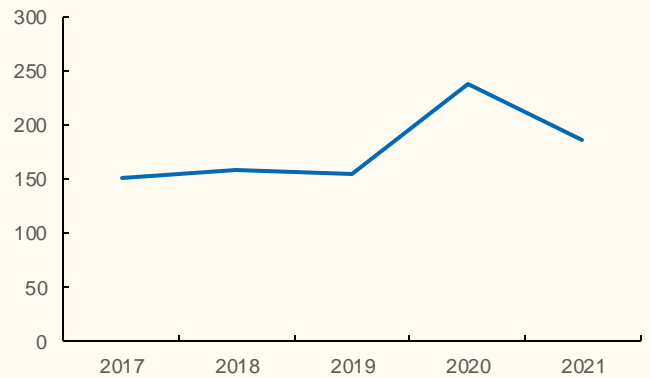
2017-19 年公司的应收/应付账款保持稳定, 2020 年由于终端销售放缓, 应收/应付账款分别上升 23/84 天至 64/239 天。2021 年随着出行复苏、箱包需求回暖, 叠加公司 DTC 渠道占比提升, 应收账款周转天数下滑至 31 天; 应付账款下降至 187 天, 反映公司对上游供应商具有较强把控力。

图表 34: 2017-21 年公司应收账款周转天数 (天)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 35: 2017-21 年公司应付账款周转天数 (天)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 研发实力赋能产品迭代, SKU 超同业水平

公司从产品的性能和使用感出发对行李箱进行创新。2018 年公司首次在 Cosmolite 系列中采用 Curv 材质, Curv 是一种热塑性复合材料, 具有高硬度以及抗冲击特点, 自身低密度又能为这种材料节省 50% 的重量; 运用到 Curv 材质的 Cosmolite 系列一经推出即广受好评, 2010 年还获得“红点设计奖”。除此之外, 在 2019-20 年推出的新品当中, 公司加入并改良了 Aero-Trac 技术, 让行李箱减震、静音等性能更加突出, 为用户带来更好的使用体验。在外观设计上, 品牌先后于超现实主义设计师 Magritte、设计师品牌 Alexander McQueen 以及迪士尼 IP 等发布联名款, 并加入虎年限定元素等, 满足特定人群需求。

图表 36: 新秀丽品牌旅行箱包产品迭代

时间	2008 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2022 年
产品	Cosmolite 系列 	XYLEM 2.0 	SBL FANTHOM 	C-LITE 	RAYDIEN DISNEY 	MAGNUM ECO 
产品特点	采用了 Curv 技术, 增加行李箱坚固程度的同时保持轻盈	采用了 Aero-Trac 技术, 让滚轮行李箱具备减震、静音的性能	采用了 Aero-Tractm II 技术, 减震性能更强	与超现实主义画家 Magritte 合作款, 具有较强的视觉冲击与时尚感	与迪士尼合作的虎年限定款, 融合中国元素	采用了环保技术材料 Recyclelex, 贯彻可持续发展理念

来源: 公司官网, 国金证券研究所

对比新秀丽和竞争对手日默瓦在天猫旗舰店销量前五大产品, 新秀丽品牌在外观设计、材质使用以及性价比方面都具备优势, 其中采用 Curv 材料、价位偏高的黑标系列销量排名第一, 经典贝壳箱系列推出多年依然热度不减, 而推出的高性价比基础款和迪士尼联名同样销量排名靠前。其主要竞争对手日默瓦为一家德国高端箱包品牌, 2016 年被 LVMH 集团收购, 该品牌旗下包括 6 个系列行李箱, 早期主要材质为铝合金, 材料坚韧但自重较大, 2000 年开始推出 PC 材质行李箱, Essential Lite 系列下的 Salsa Air 与新秀丽 Cosmolite 在重量较接近, 但性价比相对较低。

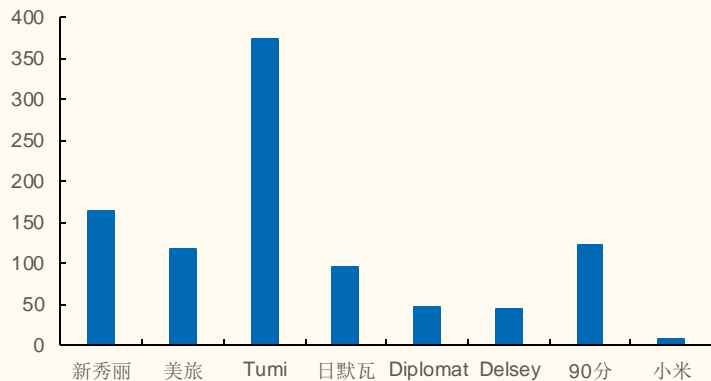
图表 37: 新秀丽与 RIMOWA 官网销量前五系列产品比较

	1	2	3	4	5	
 新秀丽	黑标系列 	普通款 	迪士尼合作系列 	贝壳箱系列 	时尚青春亮彩 DIY 系列 	
	材质	CURV 材质	PC	ABS+PC	CURV 材质	PC
	重量	2.2kg	3.2kg	2.82kg	2.65kg	3.42kg
	价格	5280 元	1480 元	1099 元	5080 元	1680 元
	1	2	3	4	5	
 RIMOWA	ORIGINAL 系列 	ESSENTIAL 系列 	ESSENTIAL LITE 系列 	CLASSIC 系列 	HYBRID 系列 	
	材质	铝镁合金	PC	PC	铝	PC
	重量	4.3kg	3.2kg	2.2kg	4.3kg	3.8kg
	价格	9090 元	5990 元	4590 元	9490 元	6990 元

来源: 品牌天猫旗舰店, 国金证券研究所 (注: 以上均为 20 寸箱子对应数据)

**SKU 超同业, 产品矩阵系列丰富。**从品牌 SKU 来看, 新秀丽品牌在售产品超 160 件, 包括行李箱、男女士双肩包、公文包以及配饰等, 而行李箱以硬箱为主, 包括主打高性价比的 Engenero 系列、铝合金边框的 Tru-Frame 系列、经典高端 Cosmolite (贝壳箱) 系列、高端 INOVA 系列等 9 大系列。而公司旗下平价品牌美旅有近 120 件在售产品, 除了常规硬、软箱以外, 美旅还推出含外置 USB 充电接口的智能箱, 功能属性不断升级。高端品牌 Tumi 当前在售 9 大系列包括 Alpha Bravo、Voyageur、Alpha3 等, 其中新推出的 Alpha Bravo 系列涵盖双肩包、斜挎包和腰包等产品, 除此之外, Tumi 还与雷蛇等品牌推出联名产品系列。

图表 38: 各品牌天猫旗舰店在售箱包配饰类产品 SKU (件)



来源: 各品牌天猫旗舰店, 国金证券研究所

■ 多元化品牌矩阵, 外延成长路径清晰

公司自 1993 年以来陆续收购多个箱包、户外等品牌，截至 2021 年旗下品牌矩阵包括主品牌、Tumi、美旅、Gregory、High Sierra、Kamiliant、Lipault、Hartmann 以及美国箱包电子平台 ebags 等。不同的箱包品牌在使用场景、产品特点以及主要价位上均有所区别，例如 Hartmann 为旗下最高端系列，箱包价格最高达万元，其次 Tumi 和新秀丽定位高端、产品价格 1k-9k 左右，该价位带主要竞品为 Rimowa；平价品牌中美旅产品线丰富，更适合追求性价比与高颜值的年轻一族，而户外品牌矩阵中 Gregory 产品将户外爱好者、背包客作为核心客群，旗下背包更加注重防水、抗震等野外功能性。清晰的客群定位及差异化的价格带有效将旗下品牌区隔，减少品牌内部竞争。

图表 39：公司旗下品牌矩阵

	旅行、日常商务箱包品牌			户外背包品牌		
品牌	Sams <sup>o</sup> nite	TUMI	AMERICAN TOURISTER	Lipault	GREGORY	HIGH SIERRA
定位	产品系列丰富，兼顾实用性与颜值的中高端箱包品牌	兼顾商务与出游属性，定位高端	大众旅行箱品牌，性价比高，定位年轻客群	注重时尚和设计感，高性价比，定位女性客群	设计注重户外功能性，定位背包客及户外爱好者	价格适中，设计感强，色彩图案独特
价格	旅行箱类 700-7000 元，非旅行箱类 300-5000 元	旅行箱包 4k-11k，非旅行箱包类 900-9000 元	旅行箱 400-2000 元，包袋配饰类 50-1000 元	旅行箱 600-2000 元，非旅行箱 400-1599 元	319-4099 元	149-1143 元

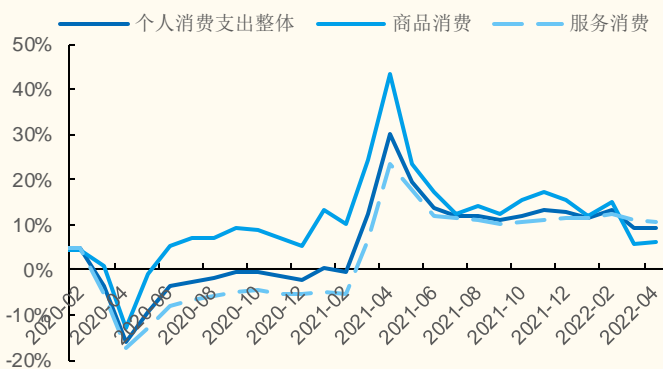
来源：公司公告，各品牌官网，国金证券研究所

### 3.2、美国零售需求转弱是否会导致公司业绩承压？

公司在美国收入超 38%，是收入占比最高的单一市场。2022 年以来美国经济出现明显放缓，5 月美国消费者指数同比+8.6%以及消费者信心指数降至历史低点，均反映通胀加剧下生活成本不断上升，而居民购买意愿受到压制，商品消费进入被动补库存阶段。美国需求下行导致市场对公司整体业绩产生担心，对此我们认为：（1）此阶段消费出现分化，服务消费接棒商品消费成为下半年经济主要支撑；（2）航班、酒店、景区等多个指标反映，当前美国境内消费处于景气高点，而境外消费呈现快速恢复趋势；出行需求保持强劲增长，公司在美销售仍然有望充分受益于当前的出行板块修复。

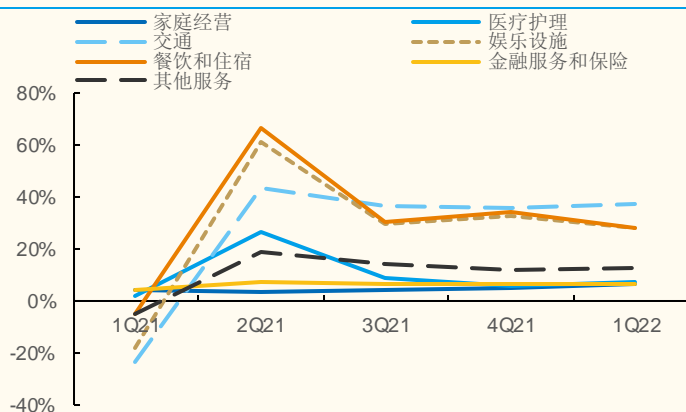
**服务消费接棒商品消费，后发动力强劲。**疫情发生后消费趋于分化，商品消费同比增速于 20 年 6 月转正后保持强劲增长；受制于早期严格的封控政策，服务业恢复滞后，直到 21 年 3 月服务消费才同比回到正增长，且后续增幅低于商品消费。22 年以来商品消费环比走弱，而服务消费仍然维持稳增长，4 月两者同比增幅分别为 6%、11%。从结构来看，1Q22 商品、服务消费占比分别达到 35%、65%，服务消费较疫情前占比缩减 4Pct，伴随着疫情常态化全面落实，叠加商品价格上涨抑制消费需求，服务消费有望在下半年逐渐修复，接棒商品消费支撑经济。

图表 40：疫情以来美国个人消费支出整体、商品及服务消费支出同比增速（%）



来源：美国经济分析局，国金证券研究所

图表 41：服务消费各细分品类个人支出分季度同比（%）



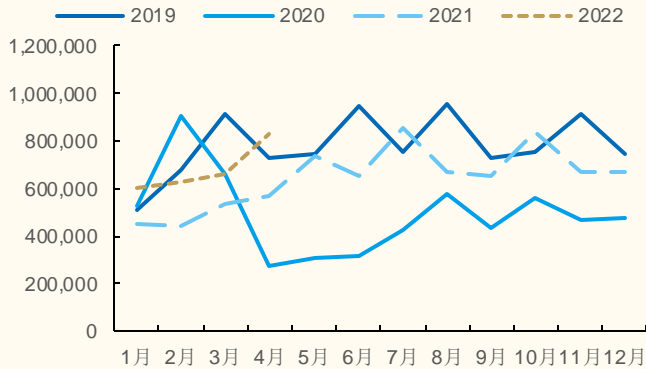
来源：美国经济分析局，国金证券研究所

从具体指标来看出行恢复情况:

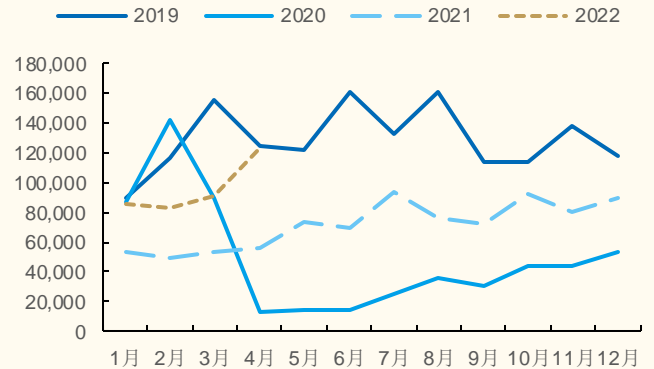
■ **航班：国内需求旺盛，21年出入境放开以来国际航线恢复加速**

从航班数量来看，2021年起国内航班活跃度明显提升，平均月航班数恢复至19年的95%左右水平，甚至在部分月份航班数超过19年同期水平，体现境内出行需求旺盛；22年以来虽航班数同比增长有所放缓，但从绝对值来看已略超过19年同期。国际航班恢复相对滞后，但受益于21年底国际旅行限制放开，22年1-4月航班数量增长不断提速，已基本恢复至19年的80%左右水平，伴随着暑期出行旺季临近叠加法定节假日，受到抑制的出行需求有望在下半年得到充分释放。

图表 42：2019-22 年美国月度国内航班数（架）



图表 43：2019-22 年美国月度国际航班数（架）



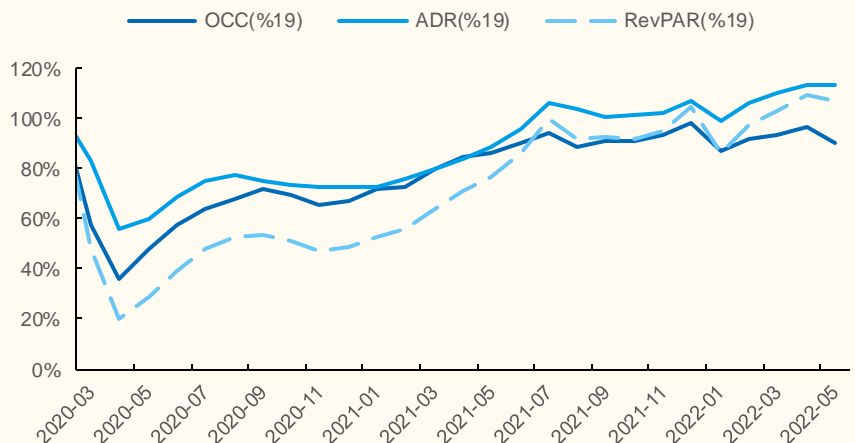
来源：美国交通部，国金证券研究所

来源：美国交通部，国金证券研究所

■ **酒店：RevPAR 恢复至 19 年水平，入住率仍有修复空间**

受益于境内游的持续景气，美国酒店平均房价于 21 年 7 月达到 19 年水平后仍然保持稳健增长，至 22 年 5 月达到 19 年的 1.13 倍；在房价的拉动下 RevPAR 边际改善趋势显著，至 5 月已经达到 19 年同期的 1.07 倍。受制于国际游客缺口，美国酒店入住率尚未达到 19 年的水平，但自去年 11 月国境放开后恢复提速，至 22 年 5 月达到 19 年同期的 90%，伴随着境外客流增加，入住率有望进一步提升。

图表 44：美国酒店平均客房入住率（OCC）、平均房价（ADR）以及平均可出租房收入（RevPAR）恢复至 19 年的比例（%）



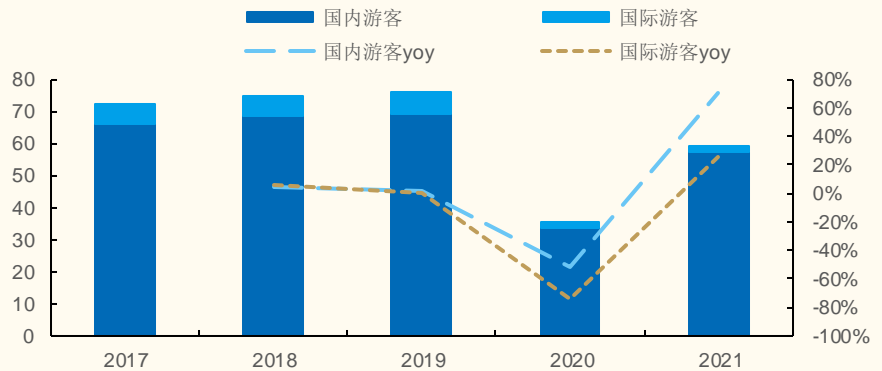
来源：Wind，国金证券研究所

■ **景区：境内出游高景气，出入境放开有望带动国际客流恢复**

奥兰多国内游客数显著回升，海外游客仅恢复至 19 年的 32%。旅游业是佛罗里达州排名第一的支柱产业，而其中奥兰多同时拥有全球最大的环球影城和迪士尼乐园，在疫情前每年国内外游客超过 7500 万人，是美国较典型的人

文旅游地。据奥兰多旅游官网披露，2020 年前往奥兰多旅游的国内、国际游客人数分别仅达到 3363 万人、165 万人，同比 19 年分别下滑 51%、75%；21 年以后伴随着境内旅游业恢复，国内游客同比回升 70%至 5723 万人，恢复至 19 年的 83%，而由于入境政策尚未完全放开，国际游客仅仅达到 19 年的 32%。

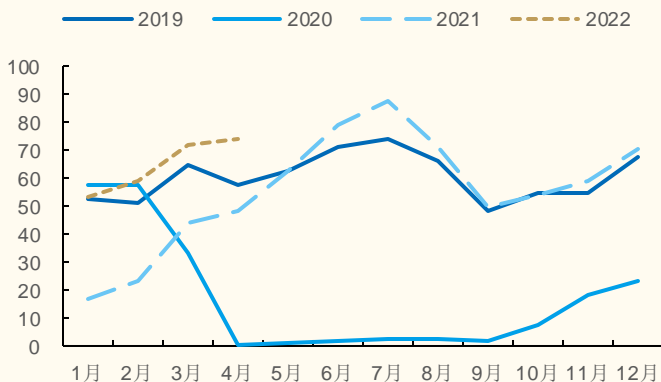
图表 45: 2017-21 年奥兰多国内外游客数及同比 (百万人, %)



来源: Visit Orlando 官网, 国金证券研究所

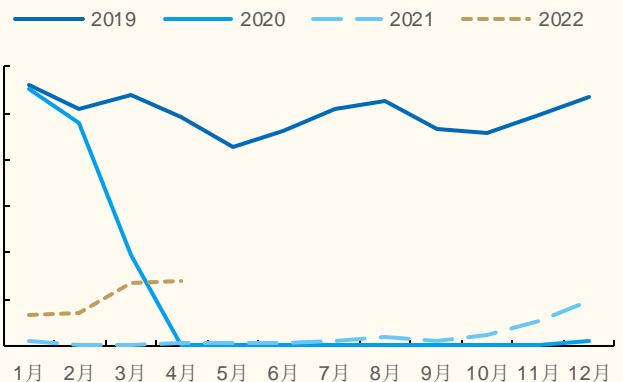
夏威夷国际游客缺口仍然较大, 近几个月爬坡趋势明显。19 年前往夏威夷游客达到 1024 万人, 其中国内/国际游客分占 71%/29%。20 年疫情发生后, 夏威夷全州封控至 10 月后安全开放, 做过 Covid-19 检测的美本土游客无需隔离 14 天, 该政策有利推动境内旅游业持续恢复, 自 21 年 5 月起, 前往夏威夷的美国游客人数已超过 19 年同期水平, 带动 21 全年游客人数达到 678 万, 其中国内游客恢复至 19 年的 92%水平, 占游客总数的 98%。随着去年 11 月国际游客入境放开, 22 年以来夏威夷国际客流已经出现明显爬坡, 2-4 月国际游客数同比分别高增 1993%/3604%/2947%, 由于当前国际客流占比仍然较低, 未来修复的趋势较为确定。

图表 46: 2019-22 年夏威夷每月国内游客数 (万人)



来源: Hawaii Tourism Authority, 国金证券研究所

图表 47: 2019-22 年夏威夷每月国际游客数 (万人)



来源: Hawaii Tourism Authority, 国金证券研究所

### 3.3、汇率变动对公司的销售收入有什么影响?

公司业务布局全球, 在超 100 个国家拥有包括 992 家自营门店在内的 4.8 万个销售点。由于公司美国之外业务占比 62%, 而公司收入以美元进行核算, 其他货币较美元贬值会导致公司收入端有所受损。

人民币兑美元下跌幅度超 3%将会对公司收入带来较大影响。我们将公司美国以外收入占比前 12 的国家及地区进行汇率敏感性分析, 预计 2022E 总收入实现 29.55 亿美元且各国占比与 21 年保持一致, 中国为除美国外最大的单一市场, 收入占比 11.3%, 当人民币对美元贬值幅度超过 4%时, 会导致公司收入下滑 1000 万美元以上; 印度为仅次于美国、中国的第三大单一市场, 收入占比 6.9%, 印度卢比对美元贬值 5%时, 公司收入端损失 975 万美元。

图表 48: 其他货币相较美元贬值幅度对公司收入影响测算 (百万美元)

国家及地区	对应本币	其他货币对美元贬值幅度						
		1%	2%	3%	4%	5%	8%	10%
中国	CNY	(3.30)	(6.54)	(9.71)	(12.82)	(15.87)	(24.69)	(30.30)
印度	INR	(2.03)	(4.01)	(5.96)	(7.88)	(9.75)	(15.17)	(18.61)
日本	JPY	(1.40)	(2.77)	(4.12)	(5.44)	(6.73)	(10.48)	(12.86)
比利时	EUR	(1.42)	(2.81)	(4.18)	(5.52)	(6.83)	(10.63)	(13.04)
韩国	KRW	(1.09)	(2.16)	(3.21)	(4.24)	(5.24)	(8.16)	(10.01)
德国	EUR	(0.77)	(1.52)	(2.26)	(2.99)	(3.70)	(5.75)	(7.06)
中国香港	HKD	(0.75)	(1.48)	(2.19)	(2.90)	(3.59)	(5.58)	(6.85)
意大利	EUR	(0.63)	(1.26)	(1.87)	(2.46)	(3.05)	(4.75)	(5.82)
智利	CLP	(0.61)	(1.21)	(1.80)	(2.37)	(2.94)	(4.57)	(5.61)
法国	EUR	(0.57)	(1.14)	(1.69)	(2.23)	(2.76)	(4.30)	(5.28)
西班牙	EUR	(0.48)	(0.95)	(1.41)	(1.87)	(2.31)	(3.60)	(4.41)
加拿大	CAD	(0.45)	(0.90)	(1.33)	(1.76)	(2.18)	(3.39)	(4.16)
合计		(13.51)	(26.75)	(39.73)	(52.47)	(64.96)	(101.05)	(124.02)

来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

## 4、盈利预测与估值

### 4.1、盈利预测

我们预测 2022-24 年公司营业收入分别为 29.6/37.0/41.6 亿美元, 同比 +46%/25%/12%, 归母净利润为 1.79/2.65/3.48 亿美元, 同比 +1153%/48%/31%, 对应 EPS 为 0.12/0.18/0.24 美元。核心假设如下:

**收入端:** 参考 1Q22 各地区表现 (北美/亚洲/欧洲/南美增速为 70%/19%/146%/135%), 以及公司制定 22 年恢复至 19 年的 80%-85%、23 年完全恢复至 19 年水平的目标, 预计 2022-24 收入实现 29.6/37.0/41.6 亿美元, 同比增长 46%/25%/12%。

**费用端:** 公司作为全球箱包龙头有较强的定价权, 可以通过终端提价传导成本压力, 预计 22 全年毛利率维持在 55%, 23-24 年回升至 56%疫情前水平; 公司预计提高广告相关开支、叠加销售收入同步提升预计销售费用率维持在 32.5%左右, 管理费用率降至 8.5%/8%/7.5%。

图表 49: 公司营收拆分

单位 (百万美元, %)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,490.9	3,797.0	3,638.8	1,536.7	2,020.8	2955.45	3699.9	4161.1
YOY		9%	-4%	-58%	32%	46%	25%	12%
北美	1,392.4	1,483.0	1,363.4	602.5	807.5	1,251.6	1,439.4	1,568.9
YOY		7%	-8%	-56%	34%	55%	15%	9%
亚洲	1,196.2	1,324.2	1,313.4	558.6	687.5	825.0	1,237.5	1,472.6
YOY		11%	-1%	-57%	23%	20%	50%	19%
欧洲	734.8	809.9	792.2	302.5	419.1	683.1	792.4	847.9
YOY		10%	-2%	-62%	39%	63%	16%	7%
拉丁美洲	158.5	176.4	166.7	71.2	104.7	193.7	228.6	269.7
YOY		11%	-5%	-57%	47%	85%	18%	18%
企业及其他	9.1	3.5	3.1	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
营业成本	1,531.0	1,652.4	1,622.0	830.4	919.3	1,330.0	1,627.9	1,830.9
毛利率	56.1%	56.5%	55.4%	46.0%	54.5%	55.0%	56.0%	56.0%
净利润	334.3	236.7	132.5	-1,277.7	14.3	179.2	264.9	348.2
YOY		-29%	-44%	-1064%	101%	1153%	48%	31%
净利率	9.6%	6.2%	3.6%	n.a	0.7%	6.1%	7.2%	8.4%

来源: Wind, 国金证券研究所

#### 4.2、可比估值及投资建议

预计 22-24 年归母净利分别为 1.79/2.65/3.48 亿美元，同比增长 1153%/48%/31%，当前股价对应 17/11/9 倍 PE。公司多年来在渠道、供应链资源方面优势突出，且作为全球箱包龙头享受一定的溢价。综合考虑公司在疫情前估值水平，以及全球中高端时尚品牌对应估值在 20 倍左右，给予公司 2022 年 20 倍 PE，对应目标价 19.57 港元/股，首次覆盖予以公司“买入”评级。

图表 50：可比估值

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利 (百万元)				PE			
				2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
BRBY.L	Burberry	63	1903.8	516.49	521.84	524.32	558.76	15	14	14	14
1913.HK	Prada	1022	39.95	-66.59	333.21	399.16	469.98	-	39	33	28
	平均	-	-	-	-	-	-	-	27	24	21
1910.HK	新秀丽	239	16.60	-1,277.7	14.3	179.2	264.9	-	213	17	11

来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所（可比公司采用 Bloomberg 一致预期，股价对应 2022 年 7 月 15 日收盘价，可比公司归母净利均统一为美元，burberry、Prada 市值及收盘价分别为英镑、港元，汇率采用 7.85 港元/美元、1.2 美元/英镑）

#### 5、风险提示

**全球疫情加剧或反复导致出行恢复不及预期：**出行复苏是支撑公司业绩回升的最强因素，如果 1) 全球疫情恶化导致各国重新封锁边境，2) 我国放松对出入境的防控速度慢于预期，将对公司的销售会带来巨大冲击；

**零售环境疲软导致居民消费意愿下降：**部分国家如果通胀环境加剧、物价大幅上涨可能导致居民消费意愿急剧下降，从而对公司的销售带来不利影响；

**油价上涨导致公司成本端承压：**行李箱使用材料包括铝、钢、塑料和皮革等，和原油成本相关，而原材料成本占比较高，油价波动一方面会影响公司的原材料成本，另一方面会增加运输成本。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (百万美元)							资产负债表 (百万美元)						
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,639	1,537	2,021	2,955	3,700	4,161	货币资金	463	1,495	1,325	1,219	1,633	1,807
增长率	-4.2%	-57.8%	31.5%	46.3%	25.2%	12.5%	应收账款	493	223	266	398	478	554
主营业务成本	1,622	830	919	1,330	1,628	1,831	存货	587	456	348	716	670	856
% 销售收入	44.6%	54.0%	45.5%	45.0%	44.0%	44.0%	其他流动资产	0	0	0	0	0	0
毛利	2,017	706	1,102	1,625	2,072	2,330	流动资产	1,543	2,174	1,940	2,333	2,781	3,217
% 销售收入	55.4%	46.0%	54.5%	55.0%	56.0%	56.0%	% 总资产	27.8%	42.1%	40.0%	43.7%	47.0%	49.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	257	177	145	159	227	265
销售费用	1,203	745	700	961	1,202	1,332	% 总资产	4.6%	3.4%	3.0%	3.0%	3.8%	4.1%
% 销售收入	33.1%	48.5%	34.6%	32.5%	32.5%	32.0%	无形资产	3,644	2,668	2,570	2,580	2,590	2,600
管理费用	230	200	206	251	277	291	非流动资产	3,998	2,988	2,915	3,000	3,138	3,246
% 销售收入	6.3%	13.0%	10.2%	8.5%	7.5%	7.0%	% 总资产	72.2%	57.9%	60.0%	56.3%	53.0%	50.2%
研发费用	32	19	17	25	33	37	<b>资产总计</b>	<b>5,541</b>	<b>5,162</b>	<b>4,854</b>	<b>5,333</b>	<b>5,919</b>	<b>6,462</b>
% 销售收入	0.9%	1.3%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	短期借款	236	226	239	254	272	289
息税前利润 (EBI)	552	-242	183	389	559	670	应付款项	501	240	355	532	554	667
% 销售收入	15.2%	n.a	9.1%	13.2%	15.1%	16.1%	其他流动负债	314	265	324	458	573	645
财务费用	91	118	118	115	121	121	流动负债	1,050	731	918	1,243	1,399	1,600
% 销售收入	2.5%	7.7%	5.8%	3.9%	3.3%	2.9%	长期贷款	1,694	3,110	2,682	2,712	2,747	2,780
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	796	652	528	477	598	545
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>3,540</b>	<b>4,493</b>	<b>4,128</b>	<b>4,432</b>	<b>4,744</b>	<b>4,925</b>
营业利润	435	-359	65	273	388	499	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,951</b>	<b>634</b>	<b>690</b>	<b>844</b>	<b>1,089</b>	<b>1,412</b>
营业利润率	12.0%	-23.4%	3.2%	9.2%	10.5%	12.0%	其中：股本	14	14	14	14	14	14
营业外收支							未分配利润	1,988	697	742	896	1,141	1,464
税前利润	185	-1,382	-33	240	355	466	少数股东权益	51	35	37	57	86	125
利润率	5.1%	n.a	n.a	8.1%	9.6%	11.2%	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,541</b>	<b>5,162</b>	<b>4,854</b>	<b>5,333</b>	<b>5,919</b>	<b>6,462</b>
所得税	32	-94	-56	41	60	79	<b>比率分析</b>						
所得税率	17.0%	n.a	n.a	17.0%	17.0%	17.0%		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	153	-1,288	24	199	294	387	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	21	-10	9	20	29	39	每股收益	0.09	-0.89	0.01	0.12	0.18	0.24
归属于母公司的净利润	133	-1,278	14	179	265	348	每股净资产	1.36	0.44	0.48	0.59	0.76	0.98
净利率	3.6%	n.a	0.7%	6.1%	7.2%	8.4%	每股经营现金净流	0.40	-0.08	0.27	0.43	0.72	0.86
							每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金流量表 (百万美元)</b>							<b>回报率</b>						
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净资产收益率	6.79%	-201.50%	2.07%	21.24%	24.33%	24.66%
净利润	133	-1,278	14	179	265	348	总资产收益率	2.39%	-24.75%	0.29%	3.36%	4.48%	5.39%
少数股东损益	21	-10	9	20	29	39	投入资本收益率	11.64%	-5.63%	-3.61%	8.34%	11.06%	12.07%
非现金支出	100	788	-24	173	185	197	<b>增长率</b>						
非经营收益							主营业务收入增长	-4.17%	-57.77%	31.50%	46.25%	25.19%	12.47%
营运资金变动	34	120	199	-189	103	-77	EBIT增长	-17.34%	-143.84%	175.72%	112.26%	43.75%	19.92%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>576</b>	<b>-114</b>	<b>387</b>	<b>620</b>	<b>1,035</b>	<b>950</b>	净利润增长率	-44.02%	-1064.30%	101.12%	1153.22%	47.83%	31.42%
资本开支	-75	-26	-26	-480	-560	-530	总资产增长率	7.77%	-6.84%	-5.96%	9.86%	10.98%	9.19%
投资	0	0	0	-40	-40	-40	<b>资产管理能力</b>						
其他	1	0	35	-106	68	-106	应收账款周转天数	38.51	59.80	29.16	30.00	31.30	32.73
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-73</b>	<b>-26</b>	<b>9</b>	<b>-626</b>	<b>-532</b>	<b>-676</b>	存货周转天数	134.27	226.13	157.48	144.00	153.19	150.00
股权募资	1	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	113.86	160.58	116.54	120.00	120.00	120.00
债权募资	-328	1,197	-543	45	53	50	固定资产周转天数	27.57	50.82	28.67	18.48	18.74	21.25
其他	-138	-39	-8	-120	-122	-125	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-465</b>	<b>1,158</b>	<b>-551</b>	<b>-75</b>	<b>-69</b>	<b>-75</b>	净负债/股东权益	113.07%	372.62%	292.28%	246.84%	168.80%	117.54%
<b>现金净流量</b>	<b>35</b>	<b>1,032</b>	<b>-170</b>	<b>-106</b>	<b>414</b>	<b>174</b>	EBIT利息保障倍数	5.84	-1.99	1.51	3.23	4.57	5.38
							资产负债率	63.88%	87.04%	85.03%	83.11%	80.15%	76.22%

**投资评级的说明:**

- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
- 中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 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》，本报告仅供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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场 T3-2402