



新秀丽 (01910.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

业绩再超预期，现金流显著改善

业绩简评

2024年3月14日公司披露2023财年年报，实现营收36.82亿美元，同比增长27.9%（剔除汇率影响同比+30%）；实现归母净利润4.17亿美元，同比增长33.3%（剔除汇率影响同比+34.6%）。其中，4Q23实现营收9.48亿美元，同比增长15.8%；实现归母净利润3.01亿美元，同比增长18.5%。业绩超市场预期。

经营分析

亚太恢复性增长强劲，成熟市场稳定兑现。23全年公司亚洲/北美/欧洲/拉美营收剔除汇兑分别实现61.7%/13.7%/15.1%/25.7%增长，其中亚洲主要受到中国出行需求恢复推动，（中国营收同增88.4%，已恢复至2019年水平）；北美较19年亦有2.3%小幅增长；欧洲/拉美较19年同期实现26%/72%强劲增长。渠道净开店，合计净增67家至1052家，亚洲作为开店主力新增44家至405家，其他地区增加个位数；平均店效同增27%至98.4万美元。

毛利率、EBITDA均创历史新高。受益于毛利率较高的亚洲地区、TUMI品牌(yoy+36%)及DTC渠道占比提升及折扣收窄，公司23年毛利率较22年同增3.5pct、较19年同增3.9pct至59.3%；同时叠加严格的控费(SG&A占比同比下降1.4pct)，公司EBITDA利润率较22年、19年分别改善2.9pct、5.8pct至19.3%。

现金改善，恢复派息，去杠杆化顺利。公司年内产生2.85亿美元自由现金流(+240.6%)，并偿还借款1.26亿美元，带动公司杠杆比率由去年末的2.85倍大幅改善至1.53倍，已恢复至16年收购TUMI以来最佳水平。因此公司董事会决定于24年派息1.5亿美元。

展望：24年指引收入10%-12%增长，继续保持门店扩张。公司基于年初至今的良好业务表现（中国销售增长超20%、日韩双位数等），预计全年将实现10%-12%收入增长，其中Q1由于基数较高预计增长5%左右；全年毛利率提升至60%以上，并在年内继续新增60-70家左右门店。

盈利预测、估值与评级

自全球出行恢复以来，公司收入、利润均保持强劲增长，且伴随着库存、现金流的改善，债务压力减小，未来增长潜力可期。考虑到公司已恢复净开店、逐步加大营销投放力度，高利润率的TUMI等增速领跑，预计未来三年仍可保持收入双位数复合增长、利润率提升，我们预计公司24/25/26年归母净利润为4.7/5.3/6亿美元，当前股价对应PE为12/10/9倍，维持“买入”评级。

风险提示

美元汇率波动；出行恢复不及预期；公司私有化风险。

纺织服装组

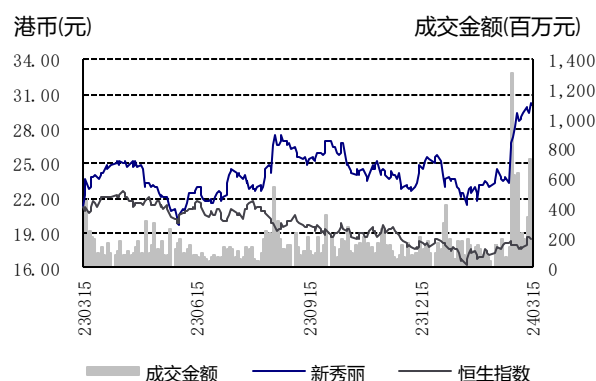
分析师：杨欣 (执业S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价 (港币)：30.000元

相关报告：

1.《新秀丽港股公司点评：出行修复延续，龙头增势可期》，2023.3.16



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,880	3,682	4,127	4,585	5,067
营业收入增长率	42.50%	27.88%	12.07%	11.10%	10.51%
归母净利润(百万元)	313	417	470	530	602
归母净利润增长率	2086.71%	33.35%	12.68%	12.88%	13.41%
摊薄每股收益(元)	0.22	0.29	0.32	0.37	0.41
每股经营性现金流净额	0.19	0.37	0.89	0.77	0.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	30.31%	28.74%	24.41%	21.56%	19.62%
P/E	0.00	13.34	11.84	10.49	9.25
P/B	0.00	29.97	22.61	17.69	14.20

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表(美元 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,021	2,880	3,682	4,127	4,585	5,067
增长率	31.5%	42.5%	27.9%	12.1%	11.1%	10.5%
主营业务成本	919	1,274	1,500	1,651	1,820	2,001
%销售收入	45.5%	44.2%	40.7%	40.0%	39.7%	39.5%
毛利	1,102	1,605	2,183	2,476	2,765	3,065
%销售收入	54.5%	55.8%	59.3%	60.0%	60.3%	60.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	700	807	1,028	1,305	1,444	1,601
%销售收入	34.6%	28.0%	27.9%	31.6%	31.5%	31.6%
管理费用	206	222	250	351	390	410
%销售收入	10.2%	7.7%	6.8%	8.5%	8.5%	8.1%
研发费用	17	296	0	35	69	91
%销售收入	0.9%	10.3%	0.0%	0.9%	1.5%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	85	463	700	763	840	941
%销售收入	4.2%	16.1%	19.0%	18.5%	18.3%	18.6%
财务费用	118	101	115	94	75	73
%销售收入	5.8%	3.5%	3.1%	2.3%	1.6%	1.4%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	118	421	660	785	862	963
营业利润率	5.8%	14.6%	17.9%	19.0%	18.8%	19.0%
营业外收支						
税前利润	-33	363	585	669	765	868
利润率	-1.6%	12.6%	15.9%	16.2%	16.7%	17.1%
所得税	-56	24	135	147	176	200
所得税率	171.9%	6.7%	23.0%	22.0%	23.0%	23.0%
净利润	24	338	450	522	589	668
少数股东损益	9	26	33	52	59	67
归属于母公司的净利润	14	313	417	470	530	602
净利率	0.7%	10.9%	11.3%	11.4%	11.6%	11.9%

现金流量表(美元 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	14	313	417	470	530	602
少数股东损益	9	26	33	52	59	67
非现金支出	-24	-35	11	155	164	174
非经营收益						
营运资金变动	199	-175	-86	211	-58	-3
经营活动现金净流	387	278	534	1,292	1,118	1,254
资本开支	-26	-63	-110	-480	-560	-530
投资	0	0	0	-40	-40	-40
其他	35	0	0	-22	-22	-22
投资活动现金净流	9	-63	-110	-542	-622	-592
股权募资	0	2	27	0	0	0
债权募资	-543	-872	-345	45	53	50
其他	-8	-11	-30	-81	-83	-85
筹资活动现金净流	-551	-881	-348	-36	-30	-35
现金净流量	-170	-689	81	718	471	632

资产负债表(美元 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,325	636	717	1,435	1,906	2,538
应收款项	266	371	423	488	559	638
存货	348	688	696	660	775	834
其他流动资产	0	0	0	0	0	0
流动资产	1,940	1,695	1,836	2,584	3,240	4,010
%总资产	40.0%	35.9%	35.9%	43.6%	48.4%	53.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	145	152	213	227	295	333
%总资产	3.0%	3.2%	4.2%	3.8%	4.4%	4.4%
无形资产	2,570	2,597	2,796	2,806	2,816	2,826
非流动资产	2,915	3,027	3,276	3,340	3,458	3,546
%总资产	60.0%	64.1%	64.1%	56.4%	51.6%	46.9%
资产总计	4,854	4,721	5,112	5,924	6,698	7,556
短期借款	239	238	208	223	241	258
应付款项	355	583	500	550	607	667
其他流动负债	324	392	449	640	711	785
流动负债	918	1,213	1,157	1,413	1,558	1,710
长期贷款	2,682	1,893	1,730	1,760	1,795	1,828
其他长期负债	528	535	706	706	706	706
负债	4,128	3,642	3,594	3,879	4,060	4,245
普通股股东权益	690	1,032	1,451	1,925	2,460	3,066
其中：股本	14	14	15	15	15	15
未分配利润	742	1,077	1,502	1,976	2,511	3,117
少数股东权益	37	48	67	119	178	245
负债股东权益合计	4,854	4,721	5,112	5,924	6,698	7,556

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.01	0.22	0.29	0.32	0.37	0.41
每股净资产	0.48	0.72	1.00	1.33	1.70	2.11
每股经营现金净流	0.27	0.19	0.37	0.89	0.77	0.86
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	2.07%	30.31%	28.74%	24.41%	21.56%	19.62%
总资产收益率	0.29%	6.62%	8.16%	7.93%	7.92%	7.96%
投入资本收益率	-1.67%	13.46%	15.60%	14.79%	13.84%	13.42%
增长率						
主营业务收入增长率	31.50%	42.50%	27.88%	12.07%	11.10%	10.51%
EBIT 增长率	106.71%	445.70%	51.11%	9.05%	10.04%	11.99%
净利润增长率	101.12%	2086.71%	33.35%	12.68%	12.88%	13.41%
总资产增长率	-5.96%	-2.74%	8.28%	15.88%	13.07%	12.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.2	30.0	28.6	28.3	29.2	30.5
存货周转天数	157.5	146.4	166.1	147.9	141.9	144.7
应付账款周转天数	116.5	132.5	130.1	114.6	114.4	114.6
固定资产周转天数	28.7	18.5	17.8	19.2	20.5	22.3
偿债能力						
净负债/股东权益	292.28%	188.02%	127.03%	61.37%	31.71%	7.69%
EBIT 利息保障倍数	0.7	4.2	5.4	9.5	10.2	11.1
资产负债率	85.03%	77.13%	70.31%	65.49%	60.62%	56.18%

来源：公司年报、国金证券研究所



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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究