

全球箱包行业领导者，多品牌多区域发展可期

2025 年 01 月 11 日

➤ **新秀丽是全球最大的旅行箱公司。**新秀丽的创立可回溯到 1910 年，距今已有 114 年历史，起源于美国，现业务已遍布全球。旗下主要有新秀丽、Tumi、American Tourister 三大品牌。2011 年公司在香港上市。2011-2019 年，通过内生和外延发展，公司收入从 16 亿美元增长至 36 亿美元，CAGR 约 11%。2020 年受疫情冲击，公司收入大幅下滑，2023 年收入基本恢复到疫情前水平，利润创下新高，盈利能力大幅改善。

➤ **业务近况：区域表现分化，新秀丽品牌韧性较强。**2024Q1-3 公司收入同比+0.9%/-1.6%/-8.3%，累计同比下降 3%（恒定汇率同比下降 0.6%），主要受中国市场走弱、北美批发客户今年更加谨慎，以及印度市场促销环境加剧影响。品牌端，新秀丽表现较具韧性，而定位更高的 Tumi 受到高端消费疲软影响、定位更大众的 American Tourister 受到价格竞争影响，短期承压。2024Q1-3 公司经调整净利润恒定汇率同比下降 8.4%，利润率仍远好于疫情前。

➤ **行业逻辑：全球旅游业恢复正常增长，箱包龙头强者恒强。**1) **旅游业复苏带动箱包消费：**据联合国旅游组织，2024 年前三季度国际旅客人次已经达到 11 亿、恢复到 2019 年的 98%，全球旅游业预计 2024 年底迎来全面复苏，有望带动旅行箱消费。2) **全球箱包行业预计稳健增长：**欧睿估计，2024 年全球箱包市场规模 1604 亿美元，预计 2024-2029 年复合增速 5.5%，其中手提包/行李箱/斜挎包市场规模 731/219/174 亿美元，预计复合增速 6.2%/5.6%/4.6%。3) **行业集中度高，格局稳定：**全球箱包行业竞争格局总体稳定，头部品牌多为定位高端/奢侈，2015-2024 年 CR5 从 22%提升到 30%。据欧睿，2024 年全球前五大箱包企业依次为 LVMH/开云集团/爱马仕/Tapestry/新秀丽，市占率分别为 12.2%/6.4%/4.3%/3.8%/3.7%。

➤ **公司逻辑：短期基本面有望迎来改善，中长期看好多品牌、多区域发展。**1) **短期变化：**受益于 2024 年 9 月底中国市场刺激政策和“双十一”活动，24Q4 中国区表现有望迎来改善。印度市场仍然面临价格竞争，但有望随着副品牌的新品推出而得到改善。2) **中长期驱动：**a) **品类扩张：**公司是行李箱行业内重要趋势的创建者，目前旅游品类基本盘增长稳健，非旅游品类持续扩充，占比提升至 34%。2024 年公司旗下各大品牌均推出了背包、手提包等新品，推动品类收入增长。b) **区域扩张：**目前公司 1/3 收入来自美国大本营，中国、印度、日本等国家各自占比不到 10%。分品牌看，Tumi 目前近 6 成收入来自北美，在欧洲、亚洲渗透极低；American Tourister 近 6 成收入来自亚洲，过去几年在印度市场取得突破，其针对大众市场的打法经验有望复用于其他类似市场。

➤ **投资建议：**公司是全球箱包龙头企业之一，我们预计随着旅游业全面复苏、宏观经济好转以及公司自身产品和渠道的稳步扩张，有望于 2025 年恢复正增长。此外，目前公司正在推进美国上市，有望改善股票流动性。我们预计新秀丽 2024-2026 年经调整归母净利润为 3.72/4.07/4.28 亿美元，经调整 EPS 为 0.25/0.28/0.29 美元，对应 2025 年 1 月 10 日收盘价 PE 为 12/11/10x，显著低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**全球消费者信心疲软；市场竞争加剧；新品类、新产品、新区域拓展不及预期；品牌势能下滑。

盈利预测与财务指标

单位/百万美元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,682	3,594	3,745	3,938
增长率 (%)	27.9	-2.4	4.2	5.2
经调整净利润	392	372	407	428
增长率 (%)	33	-5	9	5
EPS(基于经调整净利润)	0.27	0.25	0.28	0.29
P/E(基于经调整净利润)	11	12	11	10
P/B	3.0	2.6	2.3	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 1 月 10 日收盘价，汇率 1HKD=0.13USD）

推荐

首次评级

当前价格：

22.85 港元



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 徐熠雯

执业证书：S0100523100002

邮箱：xuyiwen@mszq.com

目录

1 新秀丽：全球旅行箱行业龙头	3
1.1 发展历程：历经百年的传承与创新	3
1.2 业务构成：新秀丽占比近半，北美和亚洲是主要市场	6
1.3 业务近况：区域市场表现分化，新秀丽品牌韧性强	8
1.4 股权结构、管理层与股东回报	12
2 行业逻辑：全球旅游业恢复正常增长，箱包龙头强者恒强	16
2.1 全球旅游业有望于 2024 年底全面恢复	16
2.2 全球箱包市场规模达万亿，预计未来 5 年稳健增长	16
2.3 全球箱包行业集中度高，竞争格局较为稳定	18
3 公司逻辑：短期基本面有望改善，中长期看好多品牌、多区域持续发展	21
3.1 短期变化：亚洲市场有望回暖，美国关税问题影响有限	21
3.2 中长期驱动：旅游品类基本盘稳固，非旅行品类扩张推动进一步增长	24
3.3 中长期驱动：多品牌、多区域渗透潜力巨大	27
4 盈利预测与投资建议	30
5 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	36

1 新秀丽：全球旅行箱行业龙头

1.1 发展历程：历经百年的传承与创新

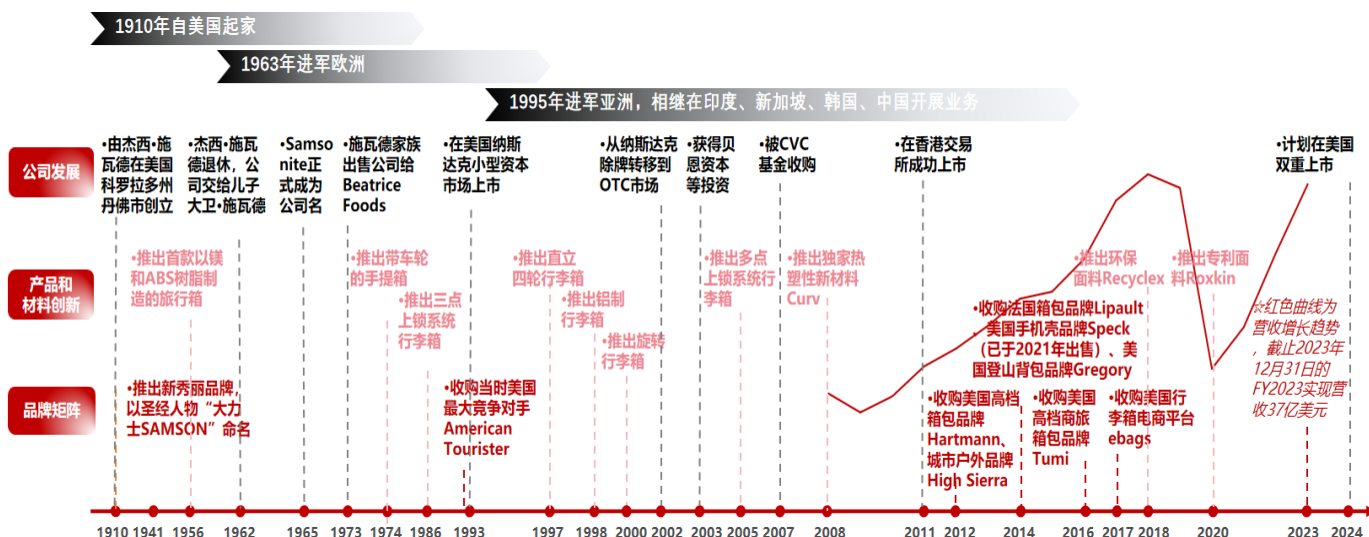
新秀丽是全球最大的旅行箱公司。新秀丽的创立可回溯到 1910 年，距今已经有 100 多年的历史，经过一个世纪的发展，公司已经成为全球最大的旅行箱公司。目前公司旗下品牌主要包括新秀丽、Tumi、American Tourister，以及 Gregory、High Sierra、Lipault 及 Hartmann 等小品牌，产品在全球 100 多个国家销售。

我们将公司发展划分为 5 个阶段：

1) 1910 年-1962 年：美国起家。公司前身 Shwayder Trunk Manufacturing Company 由杰西·施瓦德（Jesse Shwayder）于 1910 年在美国的科罗拉多州丹佛市创立，凭借生产木质行李箱起家，此后一直专注于行李箱包的生产和销售。1941 年品牌 Samsonite 新秀丽正式推出，Samsonite 是以圣经人物大力士 Samson 命名，旨在表达产品坚固耐用的特性。

2) 1963 年-1994 年：进入欧洲市场，职业经理人接管，收购最大竞对品牌。1963 年公司进入欧洲，在荷兰成立首个欧洲业务地点。1965 年 Samsonite 新秀丽正式成为公司名。1973 年施瓦德家族将公司出售，公司开始由职业经理人管理。1993 年公司在美国纳斯达克小型资本市场上市，同年收购了美国市场最大的竞争对手 American Tourister。

图1：新秀丽公司发展历程

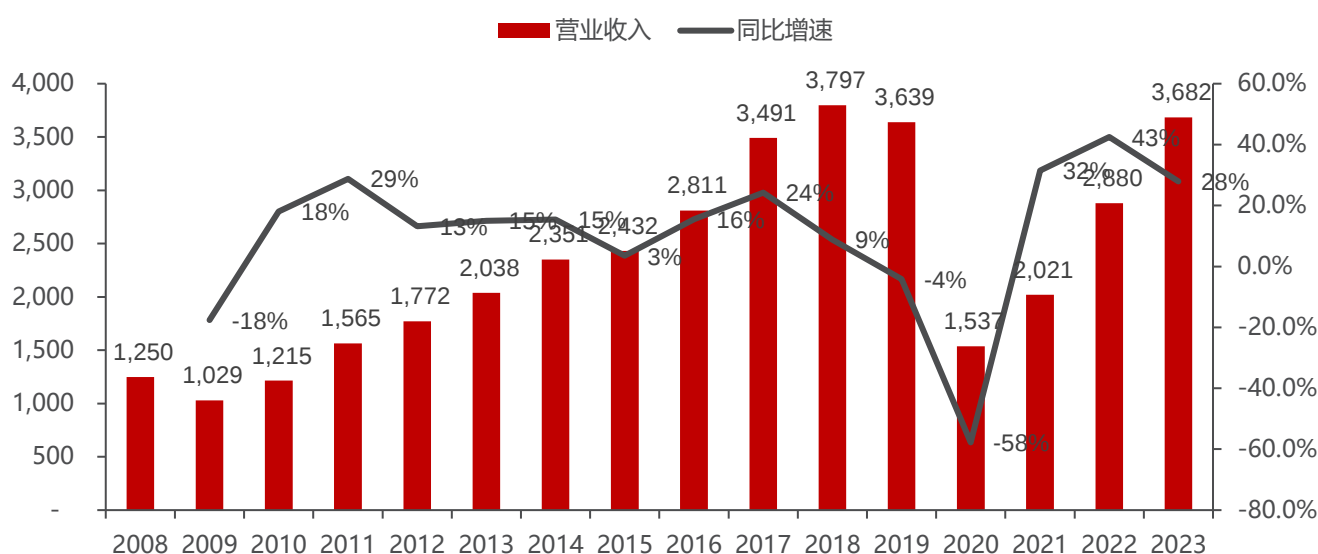


资料来源：公司官网，公司招股书，民生证券研究院

3) 1995 年-2011 年：进军亚洲市场，成功在港交所上市。1995 年公司进军亚洲，相继在印度、新加坡、南韩、中国等地开展业务。2011 年公司在香港成功上市，此时中国刚刚成为其第二大市场。2011 年公司总收入约 16 亿美元，其中美国大本营收入 3.6 亿美元，中国市场收入约 1.45 亿美元，仅次于美国。

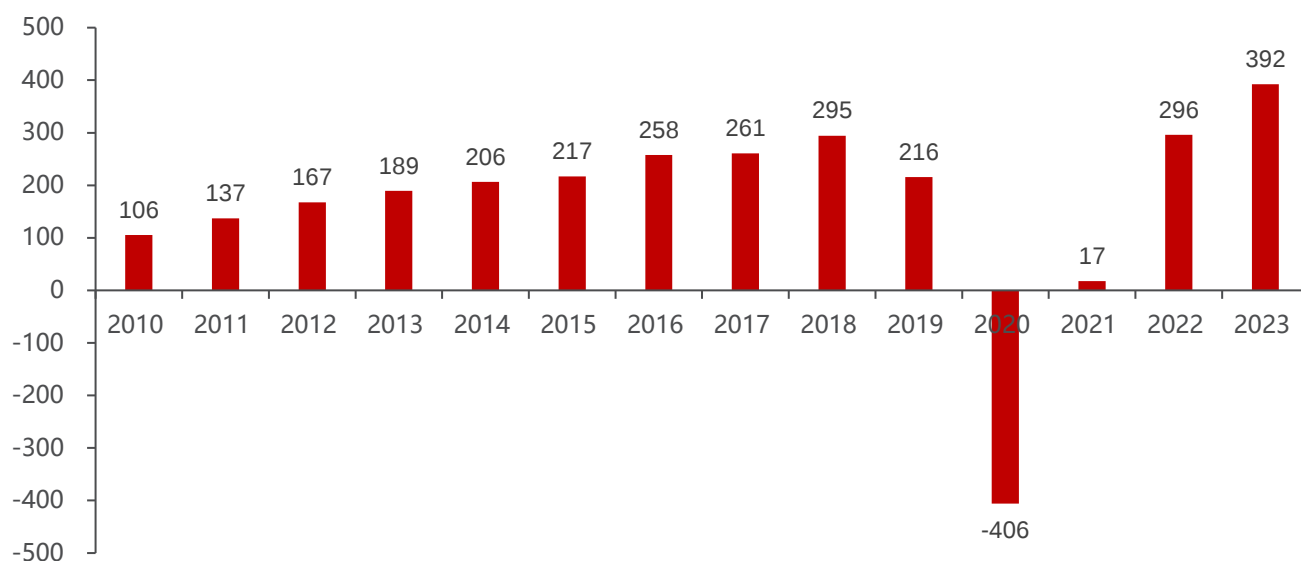
4) 2012 年-2019 年：寻找新的增长曲线，进行多起相邻品类品牌收购。在港上市之后，公司加快了并购步伐，在 2012-2017 年间陆续收购 6 个相邻品类品牌，以及 1 个垂类电商平台，分别是美国高档箱包品牌 Hartmann、城市户外品牌 High Sierra、法国箱包品牌 Liapault、美国手机壳品牌 Speck、美国登山包品牌 Gregory、美国高档商旅箱包品牌 Tumi、美国行李箱电商平台 ebags。其中最大一笔是 2016 年对美国高档商旅箱包品牌 Tumi 的收购，斥资 18 亿美元。到 2019 年，公司收入增长至约 36 亿美元（约合 253 亿人民币），2011-2019 年复合增速约 11%。

图2：2008-2023 公司总收入（百万美元）及同比增速情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

5) 2020 年至今：疫情冲击后持续修复，2023 年收入回到 2019 年水平，利润创历史新高。2020 年受疫情影响，旅游业受到重创，公司行李箱销售受到冲击，2020 年收入名义同比下降 58% 至 15 亿美元（约合 100 亿人民币）。2021-2023 年，公司收入以约 35% 的年复合增速持续修复。到 2023 年，公司收入达到 37 亿美元（约合 261 亿人民币），相比 2019 年增长了 1.2%、固定汇率口径增长 11.5%；归母净利润 4.17 亿美元，相比 2019 年增长了 215%，经调整归母净利润 3.92 亿美元，相比 2019 年增长了 82%，利润创历史新高。

图3：2008-2023 公司经调整净利润（百万美元）情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

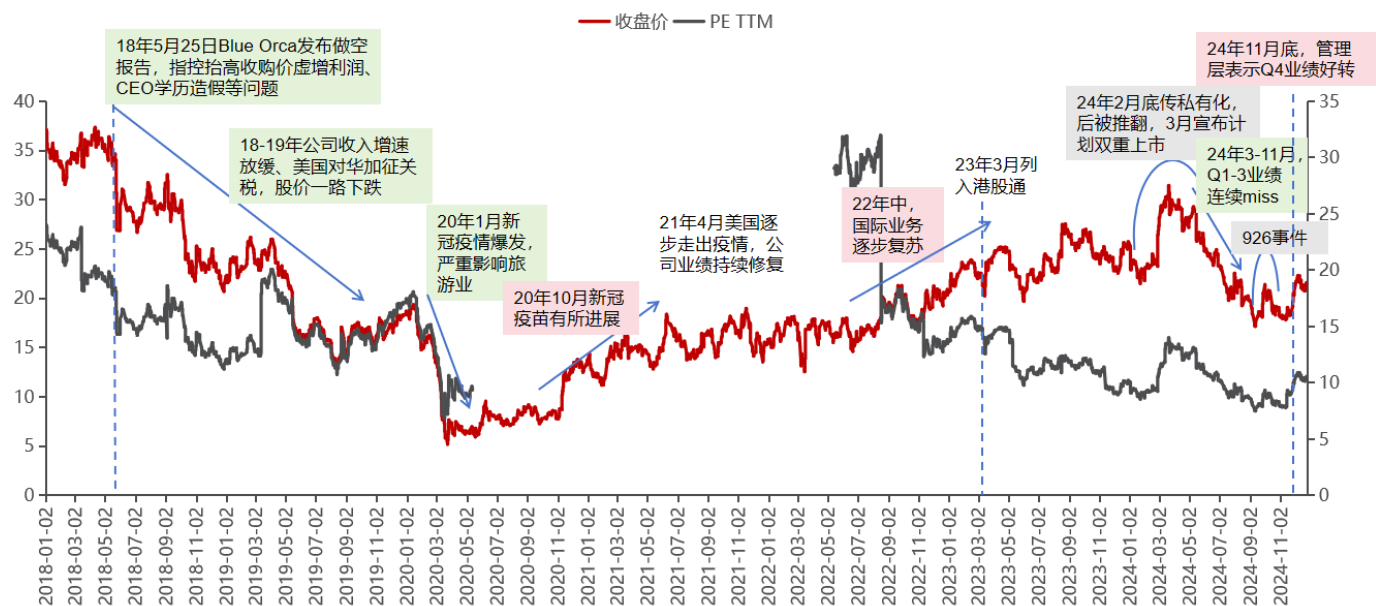
股价复盘：外部影响因素包括公共卫生事件、旅游业波动、地缘冲突、美国关税问题等，内部因素包括业务增长状况、公司治理等。

1) 2018 年 5 月，Blue Orca 发布一篇针对新秀丽的做空报告，指控其在收购 Tumi 的交易中粉饰报表、CEO 简历造假、内部关联交易、手工记账等问题，引起股价大跌。2018-2019 年公司业务增速放缓，叠加美国对华加征关税对利润产生负面影响，外加 2020 年 1 月新冠疫情对公司业务形成冲击，股价进一步下跌。

2) 2020 年 10 月新冠疫苗出现，全球各国逐步放开管控，新秀丽作为受益股股价开始回升。2021-2023 年公司业绩持续修复，股价一路上涨。

3) 2024 年 2 月底有媒体曝光公司正在商讨私有化，股价拉涨，后来于 3 月宣布计划在中国香港以外市场双重上市，股价回落。2024 年 5-10 月，公司 Q1-3 业绩接连不及预期，引起股价下跌。

图4：2008-2024Q1-3 公司总收入（百万美元）及同比增速情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

1.2 业务构成：新秀丽占比近半，北美和亚洲是主要市场

公司旗下三大品牌新秀丽、Tumi、American Tourister，分别定位高端、奢侈、大众市场。新秀丽品牌主力价格带 150-500 美元，主要品类为行李箱、双肩包等，目前是全球最大的旅行箱品牌。TUMI 品牌于 2016 年收购而来，主力价格带 400-2000 美元，调性偏商务，主要品类为商务包、背包、行李箱等。American Tourister 品牌于 1993 年收购而来，主力价格带 75-150 美元，调性偏年轻、时尚，主要品类为行李箱、双肩包等。

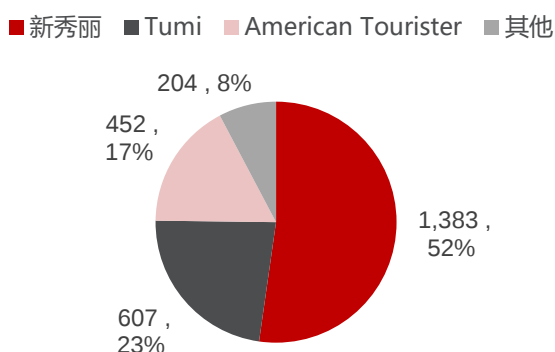
图5：新秀丽三大主力品牌

品牌	品牌定位	品类	核心单品	主力价格带
 Samsonite 新秀丽	全球最大的旅行箱品牌	行李箱、双肩包、包袋、配件等		150-500美元
 Tumi 途明	全球顶尖的商务、旅游及配件高档时尚生活品牌	旅行箱、双肩包、包袋、配件等		400-2000美元
 American Tourister 美旅	年轻及时尚国际行李品牌	拉杆箱、学生书包、休闲包袋、通勤背包等		75-150美元

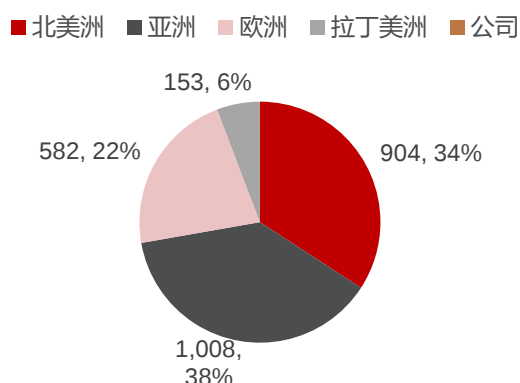
资料来源：公司官网，公司招股书，民生证券研究院

收入结构：1) 品牌拆分：2024Q1-3 新秀丽、Tumi、American Tourister 品牌分别实现收入 13.83、6.07、4.52 亿美元，占比 52%、23%、17%，其他品牌

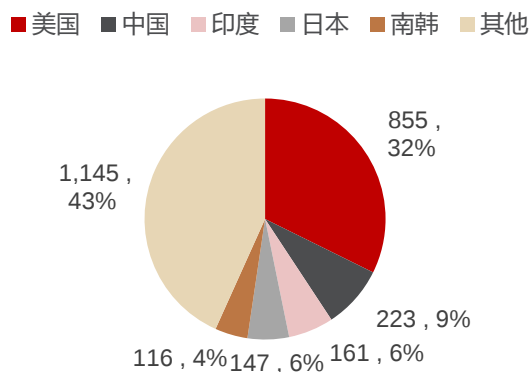
收入 2.05 亿美元, 占比 8%。**2) 地区拆分:** 2024Q1-3 公司北美洲、亚洲、欧洲、拉丁美洲分别实现收入 9.04、10.08、5.82、1.53 亿美元, 占比 34%、38%、22%、6%。其中, 美国、中国、印度是公司最大的三个单一市场, 2024Q1-3 实现收入 8.55、2.23、1.61 亿美元, 占比 32%、8%、6%。**3) 渠道拆分:** 2024Q1-3 公司批发、DTC 渠道分别实现收入 16.22、10.23 亿美元, 占比 61%、39%。其中, DTC 渠道包括自营零售店和 DTC 电商, 2023 年自营零售店和 D2C 电商分别占比 72%、28%。截至 2024 年 9 月 30 日, 公司线下自营零售店总数 1104 家。

图6: 2024Q1-3 公司收入按品牌拆分 (百万美元)


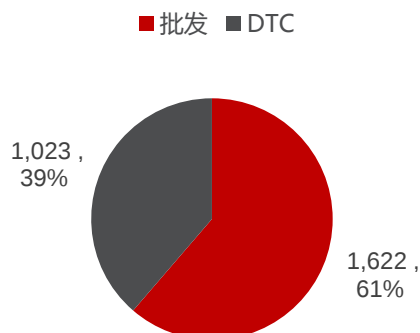
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 2024Q1-3 公司收入按大区拆分 (百万美元)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图8: 2024Q1-3 公司收入按国别拆分 (百万美元)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图9: 2024Q1-3 公司收入按销售模式拆分 (百万美元)


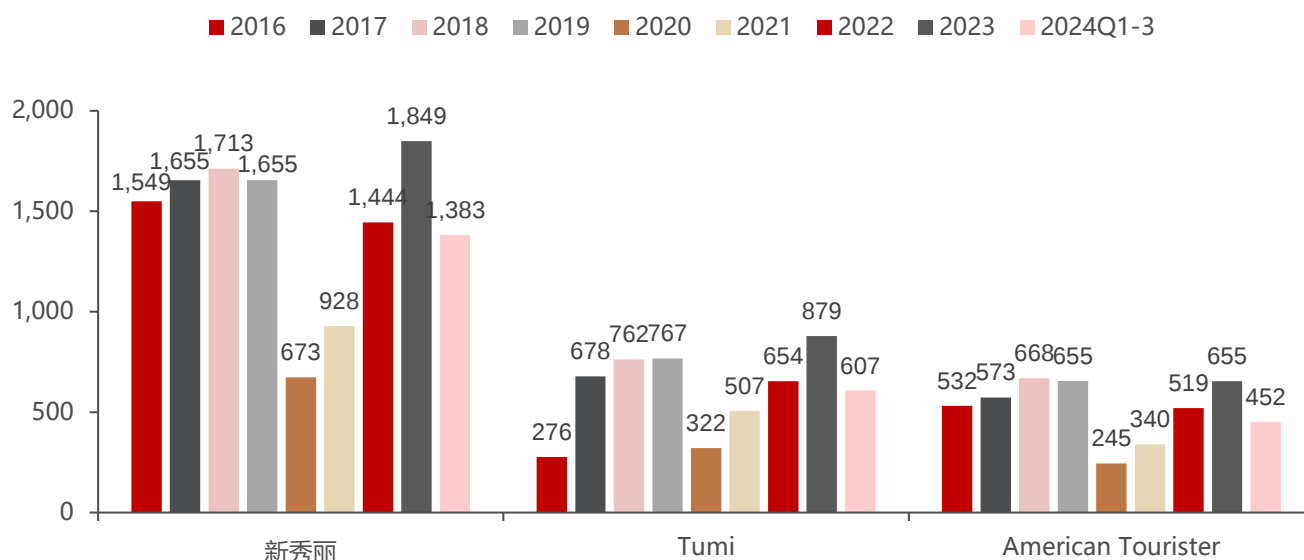
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

疫情前后单品牌收入对比: 新秀丽、Tumi 收入相比 2019 年有明显增长。1)

新秀丽: 2016-2019 年, 新秀丽品牌收入从 15.49 亿美元增长至 16.55 亿美元, 3 年复合增速 2%, 2019 年新秀丽品牌收入平稳。疫情后新秀丽品牌快速修复, 2023 年新秀丽品牌收入达到 18.49 亿美元, 相比 2019 年增长 12%, 展现较强韧性。**2) Tumi:** 自 2016 年被收购以来录得较好增长, 2015-2019 年 Tumi 品牌收入从 5.48 亿美元增长至 7.67 亿美元, 4 年复合增速 9%, 2019 年 Tumi 品牌收入增长放缓, 主要受到赴美旅行的中国游客流量减少所影响。2023 年 Tumi 品牌收入达到 8.79 亿美元, 相比 2019 年增长 15%, 相比疫情前有所提速。**3)**

American Tourister: 2016-2019 年 American Tourister 品牌收入从 5.32 亿美元增长至 6.55 亿美元，3 年复合增速 7%，2019 年收入增速放缓，主要受到 2018 年全球营销活动力度加大导致基数较高所影响。2023 年 American Tourister 品牌收入恢复到 6.55 亿元，与 2019 年持平。

图10：2008-2024Q1-3 公司各品牌收入（百万美元）情况

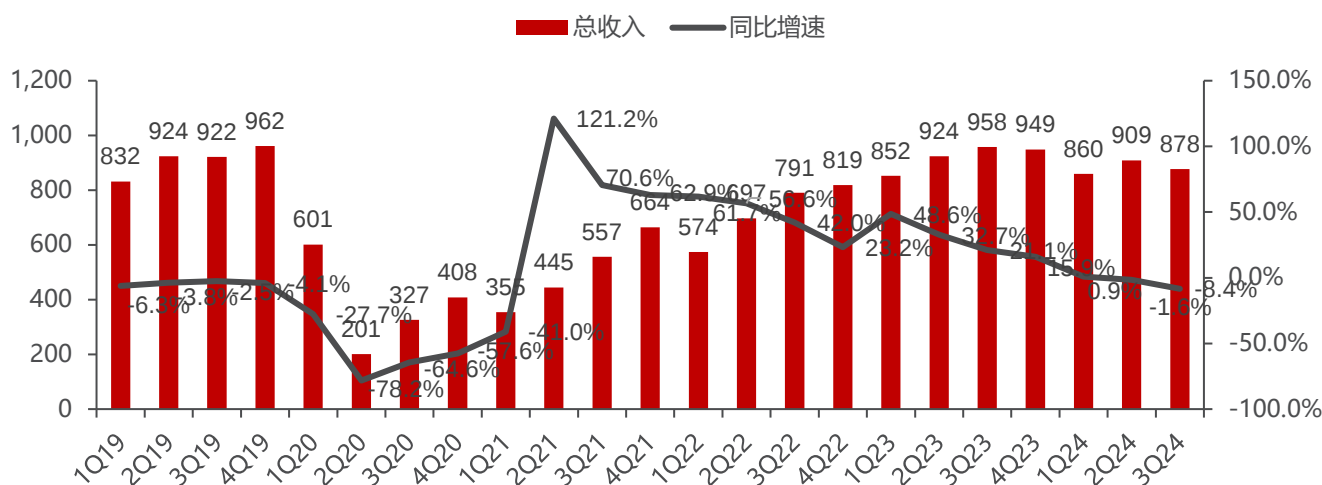


资料来源：ifind，民生证券研究院

1.3 业务近况：区域市场表现分化，新秀丽品牌韧性强

2024Q1-3 公司收入增速放缓，同比下降 3.0%至 26.46 亿美元，恒定汇率口径下降 0.6%。其中，Q1-3 单季度分别实现收入 8.60、9.09、8.78 亿美元，同比增速+0.9%、-1.6%、-8.3%，恒定汇率下同比增速+4.1%、+1.5%、-6.8%，增速逐季放缓。

图11：2019Q1-2024Q3 公司总收入（百万美元）及同比增速情况

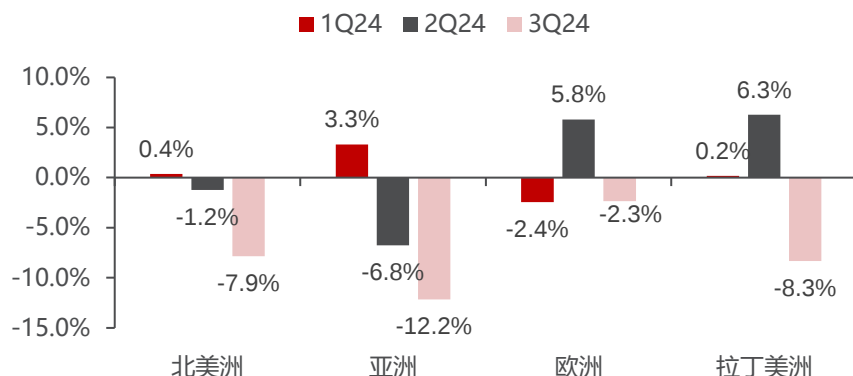


资料来源：ifind，民生证券研究院

亚洲地区拖累较大，北美高端消费短期承压，欧洲相对平稳。1) **亚洲**：增速自 24Q2 开始大幅转负，Q3 降幅进一步扩大到 12.2%，主要受到消费疲软（尤其中国市场 Q3 同比下降 14.9%，恒定汇率口径），以及印度市场价格竞争（Q3 印度市场同比下降 24.3%，恒定汇率口径）影响。2) **北美**：增速自 24Q2 开始小幅转负，Q3 降幅扩大到 7.9%，主要受到客流量减弱以及奢侈品消费承压影响（Q3 Tumi 品牌同比下降 14.2%）。3) **欧洲**：相对平稳，主要得益于 Tumi 品牌的持续增长，但是新秀丽品牌由于复苏趋势趋于平稳而增速放缓，而 American Tourister 同比有所下降、受到通胀压力影响。4) **拉丁美洲**：总体表现良好，尽管市场情绪疲软，但公司的品牌渗透率仍在提升，Q3 恒定汇率口径同比增长 13.7%。

注：公司财报口径，亚洲包括南亚（印度、中东）、中国、新加坡、马来西亚、印尼、澳洲等；北美洲包括美国、加拿大；欧洲包括欧洲国家和南非；拉丁美洲包括智利、墨西哥等

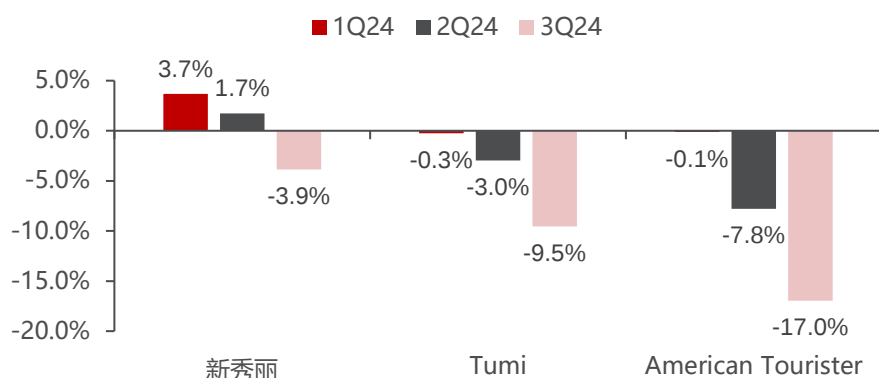
图12：2024Q1-3 公司各地区收入同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

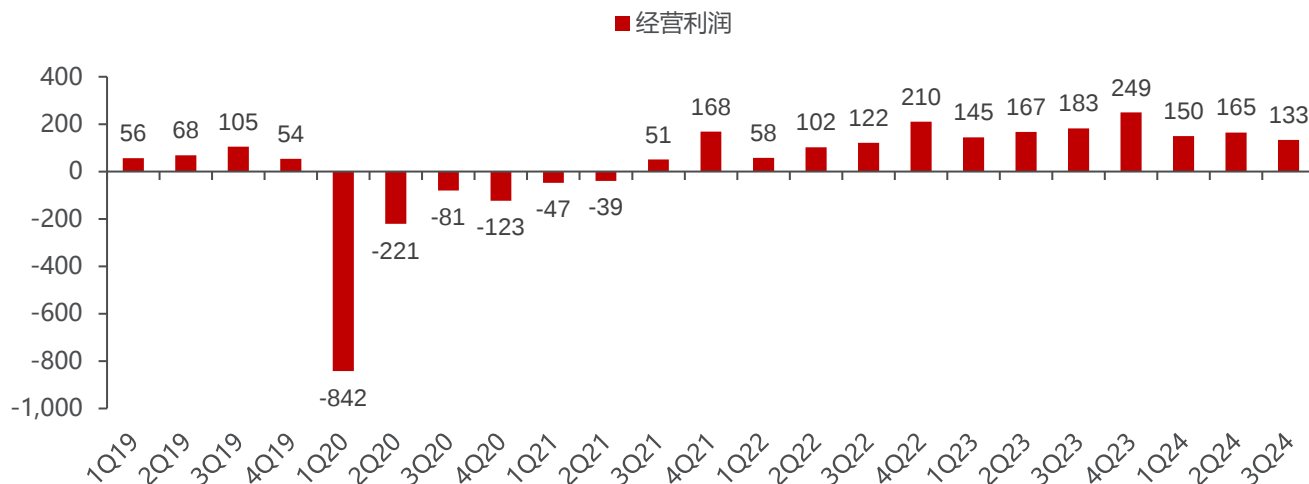
新秀丽品牌韧性较好，Tumi、American Tourister 短期承压相对明显。1) **新秀丽**：24Q3 品牌收入同比下降 3.9%，恒定汇率口径同比下降 2.2%，主要由于

亚洲、欧洲和拉丁美洲收入由于消费者可自由支配支出减少而有所下降，而北美洲收入有所增长，北美地区中高端市场消费需求较具韧性。**2) Tumi:** 24Q3 品牌收入同比下降 9.5%，恒定汇率口径同比下降 8.9%，受到零售客流减少，以及消费者对于高端和奢侈品牌支出下降所影响、尤其在美国和亚洲，但是在欧洲，随着公司对品牌的大力推广，仍然保持增长趋势。**3) American Tourister:** 品牌收入同比下降 17.0%，恒定汇率口径下降 15.1%，主要由于印度市场收到竞争对手大幅折扣，以及北美洲批发客户更加谨慎所影响。

图13：2024Q1-3 公司三大品牌收入同比增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2024Q1-3 利润有所下降，但仍好于 2019 年水平。2024Q1-3 公司实现经营利润 4.48 亿美元，同比下降 9.5%，恒定汇率口径同比下降 5.7%；经调整经营利润 4.42 亿美元（不考虑减值拨回和重组拨回），同比下降 10.5%，恒定汇率口径同比下降 6.7%。Q1-3 单季度实现经营利润 1.50、1.65、1.33 亿美元，同比 +3.5%、-1.5%、-27.2%，Q3 利润降幅较大，受到利润率较高的亚洲地区、Tumi 品牌销售减少，以及新开自营零售店影响，但仍高于 2019 年同期。

图14：2019Q1-2024Q3 公司经营利润（百万美元）情况


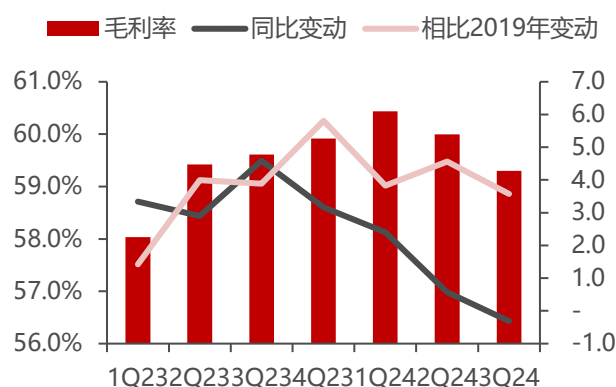
资料来源：ifind，民生证券研究院

加强成本费用管控，2024 年前三季度经营利润率接近 17%，相比 2019 年大幅优化。

➤ **毛利率：受益于地区毛利率优化以及结构改善，公司整体毛利率有所提升。**

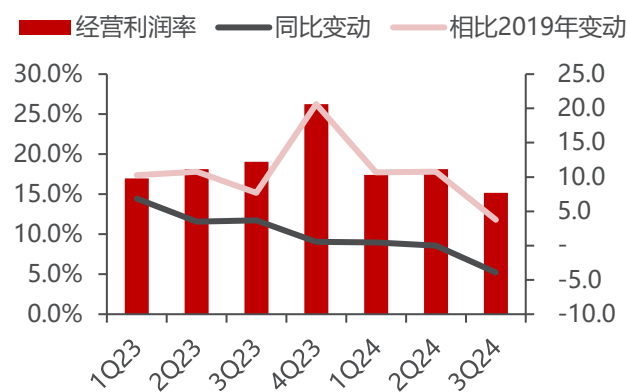
2024Q1-3 公司毛利率 59.9%，同比提升 0.8ppt，相比 2019 年提升 4ppt。疫情过后，公司全球所有地区的毛利率均有改善，同时得益于毛利率最高的亚洲地区比重提升，以及利润率较高的品牌 Tumi 占比上升、DTC 渠道收入占比上升，当前毛利率水平相比 2019 年有显著改善。24Q1-3 单季度毛利率分别为 60.4%、60.0%、59.3%，Q3 毛利率微降 0.3ppt，主要由于利润率较高亚洲地区和 Tumi 品牌销售减少所致，但总体仍显著高于 2019 年水平。

图15：23Q1-24Q3 公司毛利率(左轴)及同比变动(右轴)、相比 2019 年变动(右轴)



资料来源：公司公告，民生证券研究院；右轴单位为 ppt

图16：23Q1-24Q3 公司经营利润率(左轴)及同比变动(右轴)、相比 2019 年变动(右轴)



资料来源：公司公告，民生证券研究院；右轴单位为 ppt

➤ **期间费用率：分销开支占收入比有所下降，线下 DTC 效益相比疫情前显著改善。**

2024Q1-3 公司分销开支（主要由分销中心和线下零售店产生）占收入比为 29.8%，同比提升 2.3ppt，相比 2019 年下降 4ppt。疫情期间公司大力精简业务成本，调整线下自营店布局，分销开支占比显著下降。24Q1-3 单季度分销开支占收入比分别为 30.0%、28.9%、30.4%，同比+2.4、+1.4、+2.9ppt，主要由于自营店扩张所致，但总体仍低于 2019 年水平。

营销开支占收入比小幅扩张，持续进行营销投资。2024Q1-3 营销开支占收入比为 6.5%，同比提升 0.1ppt，相比 2019 年提升 1ppt。24Q1-3 单季度营销开支占收入比分别为 6.1%、7.1%、6.3%，同比+0.3、+0.2、+0.1ppt。

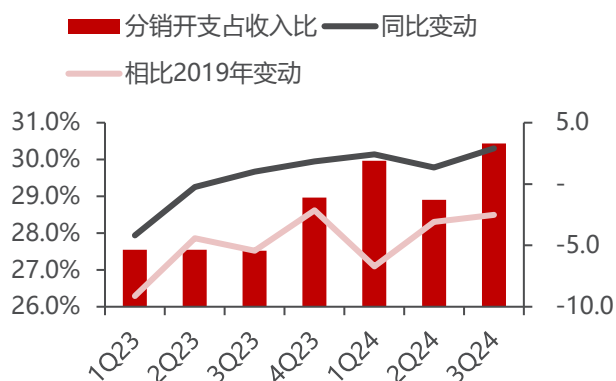
持续控制一般及行政开支。2024Q1-3 一般及行政开支占收入比为 6.6%，同比下降 0.4ppt，相比 2019 年提升 0.3ppt。公司对固定成本持续严格管理，24Q1-3 单季度一般及行政开支占收入比分别为 7.0%、6.4%、6.3%，同比-0.6、-0.4、-0.4ppt。

➤ **经营利润率：相比 2019 年大幅优化，2024 年前三季度经营利润率接近 17%。**

2024Q1-3 公司经营利润率 16.9%，同比下降 1.2ppt，相比 2019 年同期提升 8.4ppt。Q1-3 单季度经营利润率分别为 17.4%、18.1%、15.2%，同比

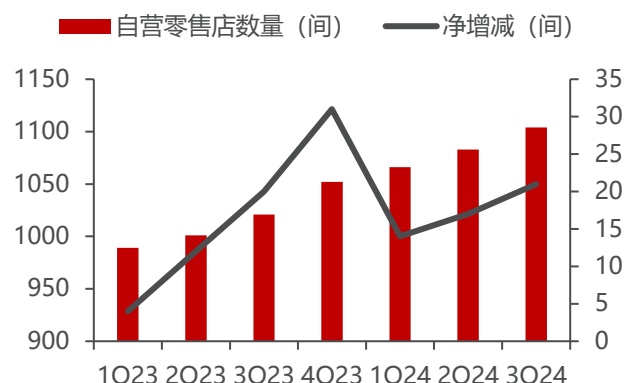
+0.4、+0.0、-3.9ppt, Q3 利润率有所下降主要受到毛利率降低以及线下新开自营零售店影响。

图17: 23Q1-24Q3 公司分销开支占收入比 (左轴) 及同比变动 (右轴)、相比 2019 年变动 (右轴)



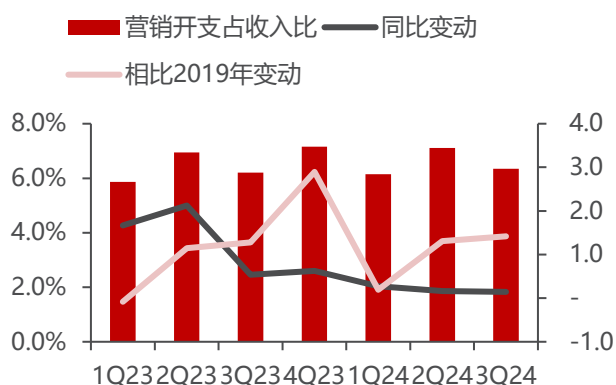
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院; 右轴单位为 ppt

图18: 23Q1-24Q3 公司线下自营零售店数量 (左轴) 及单季度净增减 (右轴)



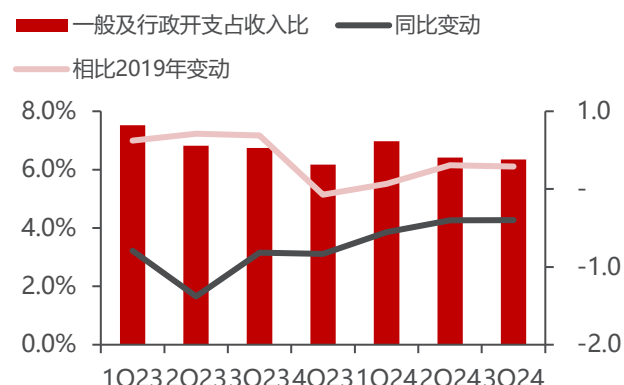
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 23Q1-24Q3 公司营销开支占收入比 (左轴) 及同比变动 (右轴)、相比 2019 年变动 (右轴)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院; 右轴单位为 ppt

图20: 23Q1-24Q3 公司一般及行政开支占收入比 (左轴) 及同比变动 (右轴)、相比 2019 年变动 (右轴)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院; 右轴单位为 ppt

1.4 股权结构、管理层与股东回报

公司管理层多由内部晋升而来，平均司龄超过 20 年，对各自所管理的品牌和市场具备深度理解。董事会主席 Parker 于 2008 年加入集团，2008-2014 年担任公司 CEO，2011 年本公司注册成立起就一直担任董事会主席，在加入集团之前，曾在多家大型公司担任行政总裁，在管理方面具备丰富经验。执行董事兼行政总裁 Gendreau 于 2007 年加入集团财务部，2009-2018 年任公司 CFO，2018 年 5 月起接任 CEO，并于 2011 年本公司注册成立起就一直担任执行董事。公司各大区、各品牌业务线高管均来自内部晋升，且司龄平均超过 20 年，对公司和行业拥有深刻理解。

表1：公司董事会主要成员及高管成员

姓名	职务	性别	年龄	个人简历
Timothy Charles Parker	董事会主席，非执行董事	男	68	2008 年加入公司，2008 年-2014 年任 CEO，2011 年起任董事会主席。加入公司前曾担任 The Automobile Association (2004 年至 2007 年)、汽车修理公司 Kwik-Fit (2002 年至 2004 年)、皮鞋制造商 Clarks (1997 年至 2002 年) 及 Kenwood Appliances (1989 年至 1995 年) 的行政总裁，对管理大型业务具丰富经验。
Kyle Francis Gendreau	行政总裁，执行董事	男	54	2007 年加入公司，2007-2008 年任企业融资部副总裁，2009-2018 年任 CFO，2018 年 5 月起任 CEO。加入公司前，曾担任风险资本支援创业公司 Zoots Corporation 财务副总裁及财务总监 (2000 年至 2007 年) 等。
Reza Taleghani	行政副总裁、财务总监	男	51	2018 年 11 月加入公司，任 CFO，2019 年 12 月任行政副总裁。加入公司前，曾任 Brightstar 的总裁兼财务总监、摩根大通投行领导职务等，拥有逾 20 年银行业务及财务经验。
Lynne Berard	北美洲区总裁	女	52	负责公司于美国及加拿大的整体业务 (不包括 Tumi 品牌) 管理及发展，此前在 American Tourister 工作，1993 年被公司收购，2000-2008 年在集团营销部工作，2008-2016 年任集团美国批发销售及营销部总经理及副总裁，2016 年 4 月获晋升任北美洲区总裁。
Andrew Dawson	Tumi 北美洲区总裁	男	54	负责 Tumi 品牌于北美洲业务的整体管理及发展和品牌的全球监控，2010 年加入 Tumi，任北美洲批发业务销售副总裁，2015 年至 2019 年任北美洲区直接面向消费者及批发业务高级副总裁，2021 年 3 月再次加入公司，任 Tumi 北美区总裁。
Subrata Dutta	亚太区及中东区总裁	男	60	负责公司亚洲区整体业务管理及发展，2007 年加入公司，任南亚及中东区的营运总监 (2007 年至 2008 年)、董事总经理 (2008 年至 2012 年)，2016 年 4 月至 2020 年 12 月任亚太及中东区总裁，2021-2022 年短暂离开公司任印度制药公司高管，2022 年 10 月重新加入公司，任亚太区及中东区总裁。
Juan Roberto Guzmán Martínez	拉丁美洲区总裁	男	58	负责拉丁美洲区整体业务管理及发展，2007 年其家族企业被收购而加入公司，负责管理集团的智利业务，2014 年 5 月起任拉美区总裁。
Fabio Rugarli	欧洲区总裁	男	60	负责欧洲区整体业务管理及发展，1989 年加入公司，历任意大利的行李部市场推广及销售总监 (1996 年至 2001 年)、Samsonite Italy 总经理 (2002 年至 2009 年)、欧洲区总裁 (2009 年至 2016 年)，2019 年 5 月再次加入公司，任欧洲区总裁。
马瑞国	大中华区总裁	男	61	负责中国内地、中国香港、中国澳门、中国台湾及菲律宾的整体业务管理及发展，1998 年加入公司，历任中国区业务经理 (1998 年)、中国区总经理 (1999 年至 2007 年)、大中华区副总裁 (2007 年至 2015 年 1 月)，2015 年 1 月获晋升至大中华区总裁。
John Bayard Livingston	行政副总裁、总法律顾问兼联席公司秘书	男	56	2006 年 7 月加入集团，任美洲区的副总裁兼总经理，2009 年 9 月成为集团副总裁兼总法律顾问。
William Albert Morrison	资讯科技总监	男	65	负责制定组织及实施集团的全球资讯科技策略及外判资讯科技共享服务，2009 年加入公司，任北美洲区资讯科技总监 (2009 年至 2014 年)、北美洲区资讯科技高级总监 (2014 年至 2016 年)、北美洲区资讯科技副总裁 (2016 年至 2020 年)，2020 年 3 月获晋升至资讯科技总监。
Marjorie Whitlock (Marcie)	全球人力资源部高级副总裁	女	62	负责全球管理薪酬规划、高级领导层接任规划、招聘管理人才及制定培训计划，以支持集团直接面向消费者业务的增长，2008 年至 2017 年任 Tumi 业务的人力资源部高级副总裁，2017 年 7 月获晋升至全球人力资源部高级副总裁。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司前三大股东均为大型投资机构,其中易方达为第一大股东、持股约占 8%,公司董事会成员持股合计约占 6%。截至 2024 年 6 月 30 日,公司第一大股东为易方达,持股比例约为 8%,富达、施罗德、骏利亨德森基金持股比例分别约为 7%、6%、5%。对比 2023 年底,易方达、富达新进 5%以上最主要股东。公司董事会主席 Parker 持股比例约为 4%,持股数量较 2023 年底未发生变化;董事兼行政总裁 Gendreau 持股比例约 2%,持股数量较 2023 年底增加 205 万股。

表2: 公司主要股东及董事会成员持股情况 (数据来自 2024 年中报)

股东	持股数量 (万股)	股权占比	较 2023 年底
易方达	11701 (L)	8.00%	新进
富达	10257 (L)	7.01%	新进
施罗德	8806 (L)	6.02%	增加 200 万股
骏利亨德森	7587 (L)	5.18%	增加 26 万股
Timothy Charles Parker (董事会主席)	5882 (L)	4.02%	不变
Kyle Francis Gendreau (行政总裁, 执行董事)	3273 (L)	2.23%	增加 205 万股
Tom Korbas (独立非执行董事)	106 (L)	0.07%	减少 35 万股
Paul Kenneth Etchells (独立非执行董事)	10 (L)	0.00%	不变
Ying Yeh (独立非执行董事)	0.3 (L)	0.00%	不变

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

股东回报积极, 2023 年恢复现金分红, 2024 年 8 月开启首次回购。公司于 2011 年 6 月在港上市, 2011-2012 年、2014-2018 年均进行了现金分红, 新冠疫情期间因销售受到冲击、暂停了分红, 2023 年公司自由现金流大幅好转 (全年实现 2.86 亿美金正向自由现金流), 恢复了分红。历年来看, 公司分红率最低 25%、最高达到 52%, 股息率 1.30%-3.10%, 2023 年分红率约 36%, 股息率 3.10%。2024 年 6 月 11 日, 公司宣布了为期 1 年、不超过 2 亿美金 (约合 15.6 亿港币) 的股票回购计划, 以抵消股权激励带来的摊薄, 于 2024 年中报静默期过后开始进行。2024 年 8 月 15 日至 2025 年 1 月 7 日, 公司已经累计回购 6415 万股, 占总股本比例 4.39%, 回购金额累计约 12.58 亿港元。

表3: 公司 2011 年上市以来分红情况 (单位: 亿港元)

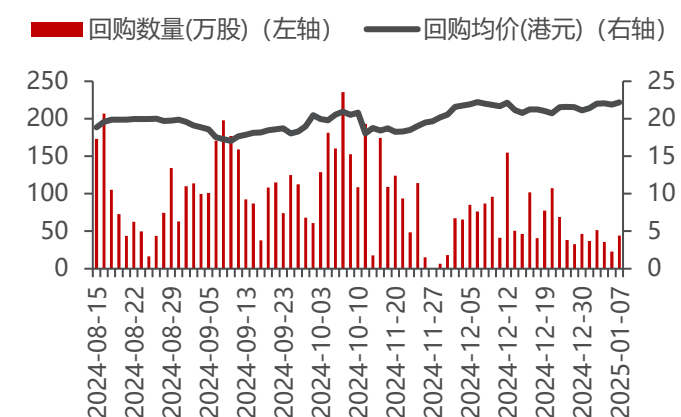
年度	现金分红总额	归母净利润	股息率	股利支付率	投入资本回报率	每股股利(港元)
2011	2.32	6.74	1.36%	34.49%	8.99%	0.17
2012	2.91	11.50	1.30%	25.33%	14.74%	0.21
2013	--	13.65	--	--	15.38%	--
2014	6.83	14.45	2.11%	47.27%	14.66%	0.48
2015	7.21	15.32	2.20%	47.09%	14.34%	0.51
2016	7.61	19.82	2.42%	38.36%	10.73%	0.54
2017	8.61	26.11	1.68%	32.97%	9.51%	0.6
2018	9.71	18.54	3.06%	52.38%	6.35%	0.68
2019	--	10.32	--	--	3.50%	--
2020	--	-99.06	--	--	-33.82%	--
2021	--	1.12	--	--	0.39%	--
2022	--	24.42	--	--	9.59%	--
2023	11.71	32.57	3.10%	35.95%	13.23%	0.8

资料来源: ifind, 民生证券研究院

图21：2024 年公司累计股票回购数量和金额情况

	近一年
回购数量(万股)	6,415
占总股本比例	4.39%
回购金额(亿港元)	12.58
回购均价(港元)	19.61
回购次数	71
最高价(港元)	22.80
最低价(港元)	16.78

资料来源：ifind，民生证券研究院

图22：公司最近一年股份回购情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

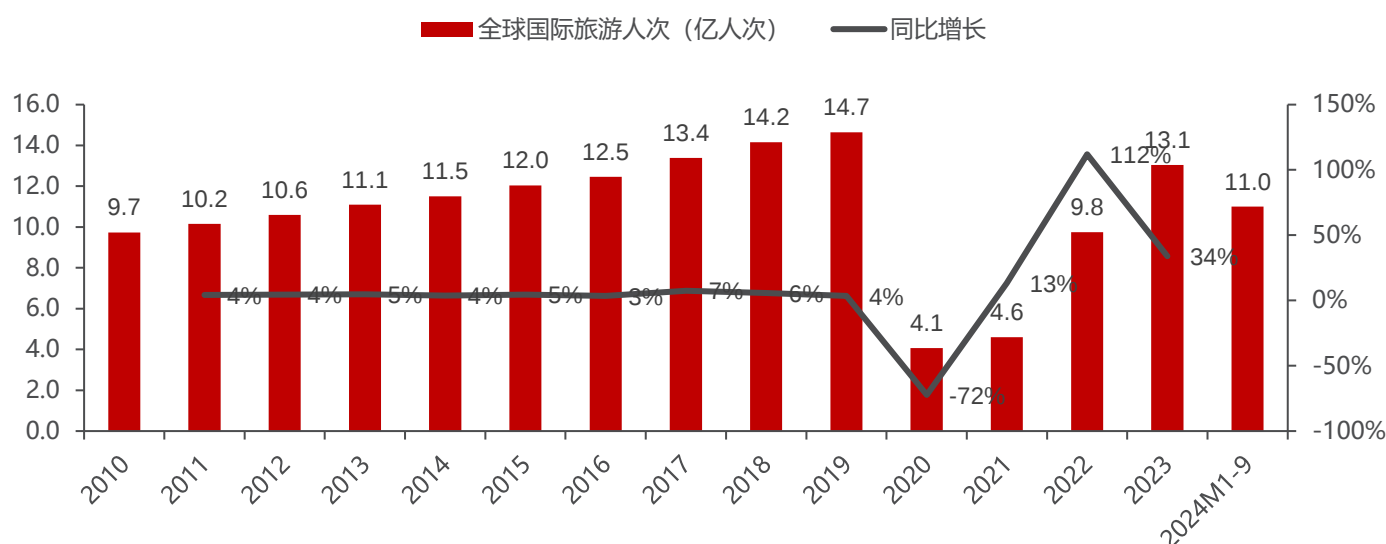
计划于美国上市，有望改善股票流动性。2024 年 3 月 22 日，公司公告计划在港交所以外的第二主要证券交易所上市，2024 年 8 月 15 日，公司在 2024 年中报中披露，经评估，美国是进行双重上市的合适地点，有望提升公司股份流动性。目前双重上市事项正在稳步推进中。

2 行业逻辑：全球旅游业恢复正常增长，箱包龙头强者恒强

2.1 全球旅游业有望于 2024 年底全面恢复

全球旅游业预计于 2024 年底迎来全面复苏。根据联合国旅游组织数据, 2024 年 1-9 月, 国际旅客人次达到 11 亿, 恢复到 2019 年的 98%, 由全球大型客源市场欧洲和亚洲的强劲需求所推动, 同时亚太区旅游目的地持续复苏、航线连通性提升、签证的便利化也支持了国际旅行的恢复。根据国际航空运输协会 (IATA) 数据, 2024 年 9 月国际航空运力已经恢复到了 2019 年水平的 99%。联合国旅游组织预计 2024 年国际游客人数将全面达到 2019 年水平。

图23：2010-2024M1-9 全球国际旅游人次及同比增速

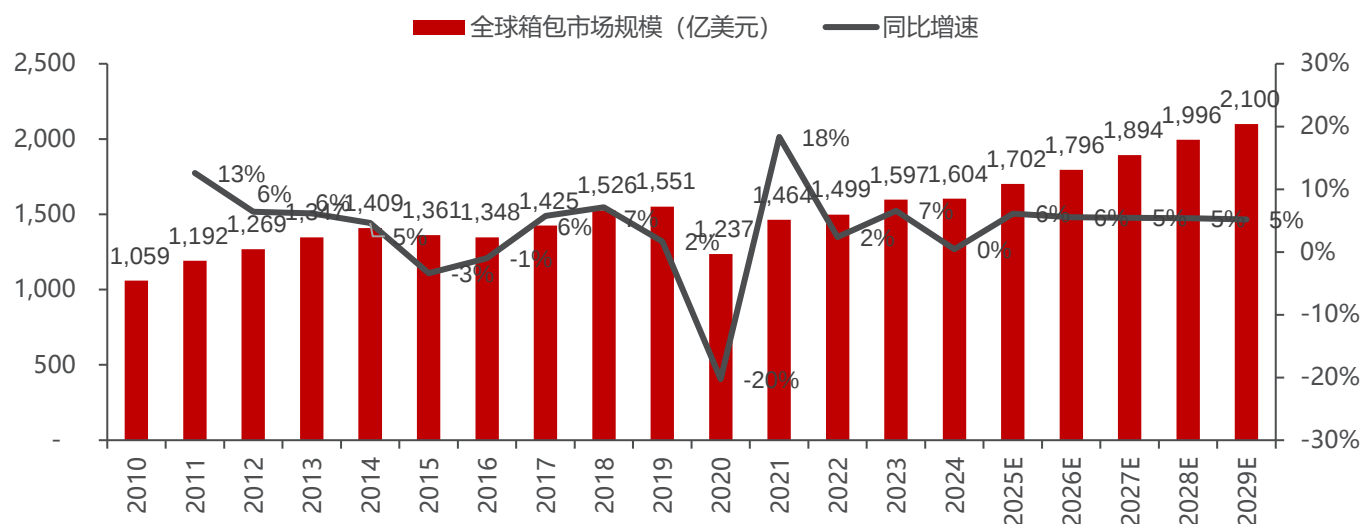


资料来源：UNWTO，民生证券研究院

2.2 全球箱包市场规模达万亿，预计未来 5 年稳健增长

2024 年全球箱包市场规模 1604 亿美元，预计未来五年复合增速 5.5%，稳健增长。根据欧睿数据, 2024 年全球箱包行业零售规模估计约为 1604 亿美元, 同比持平, 较 2019 年增长 3%。欧睿预计 2024-2029E 全球箱包市场规模复合增速 5.5%, 到 2029 年零售额有望达到 2100 亿美元。

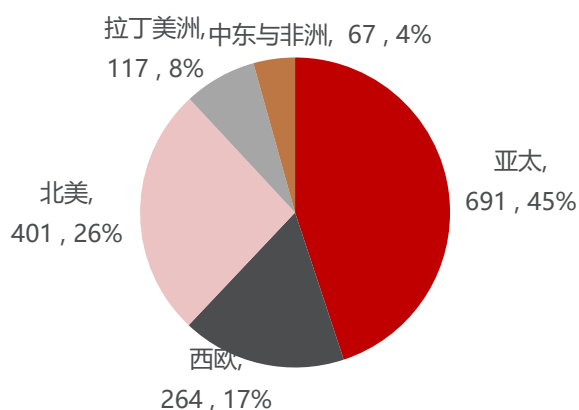
图24：2010-2029E 年全球箱包市场规模



资料来源：欧睿，民生证券研究院

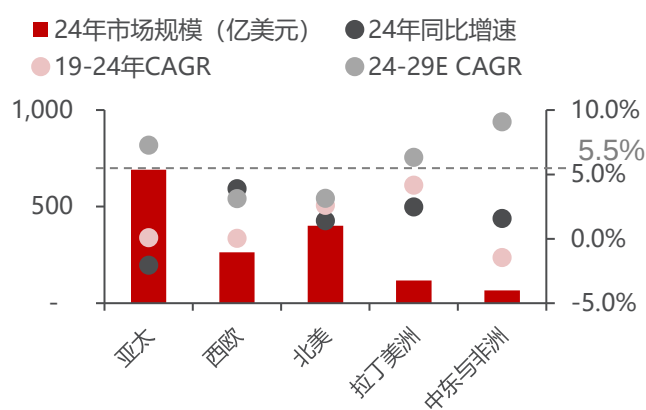
亚太、拉美、中东和非洲地区预计引领增长。细分地区来看，2024 年亚太/北美/西欧/拉丁美洲/中东与非洲箱包零售规模估计分别约为 691/401/264/117/67 亿美元，占比 45%/26%/17%/8%/4%，同比分别-2.1%/+1.4%/+3.9%/+2.5%/+1.6%，欧睿预计 2024-2029E 复合增速分别为+7.3%/+3.1%/+3.1%/+6.3%/+9.1%，亚太、拉美、中东和非洲地区预计引领增长。

图25：全球箱包市场细分品类规模（亿美元）及占比



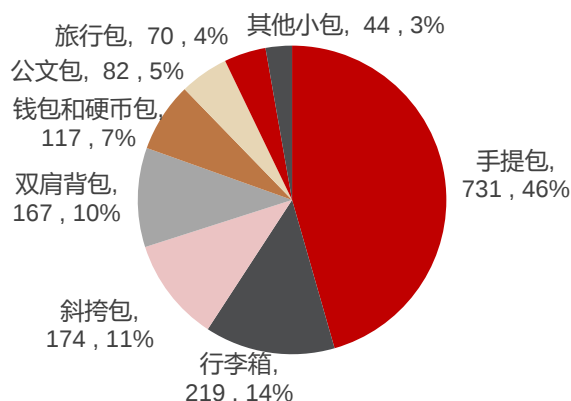
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图26：全球箱包市场细分品类规模增速情况

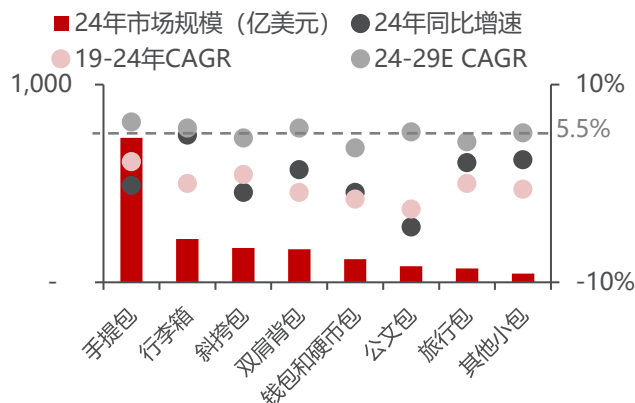


资料来源：欧睿，民生证券研究院

手提包、旅行箱、双肩背包等品类预计增速快于大盘。细分品类来看，2024 年手提包/行李箱/斜挎包/双肩背包全球零售规模估计分别约为 731/219/174/167 亿美元，占比 46%/14%/11%/10%，同比分别-0.2%/+4.9%/-0.9%/+1.4%，欧睿预计 2024-2029E 复合增速分别为+6.2%/+5.6%/+4.6%/+5.6%，手提包、行李箱、双肩背包有望以略高于大盘的速度增长。

图27：全球箱包市场细分品类规模（亿美元）及占比


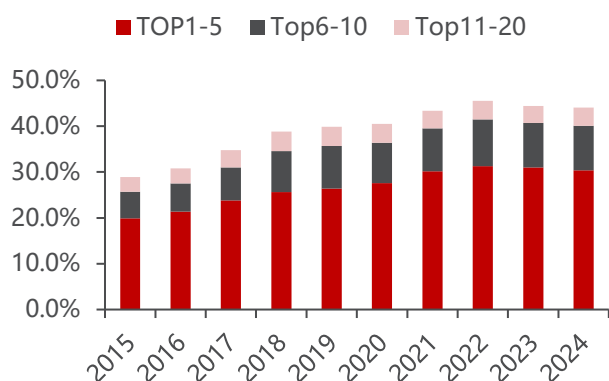
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图28：全球箱包市场细分品类规模增速情况


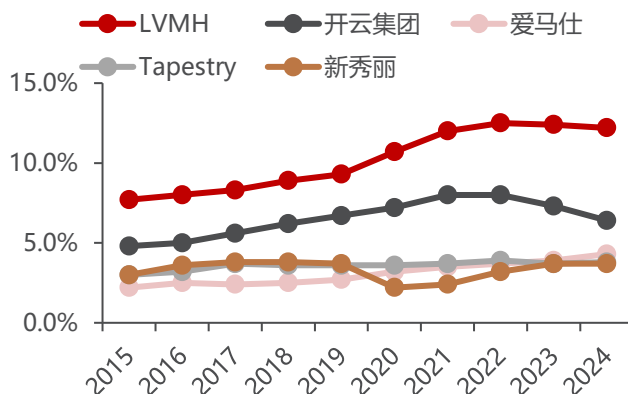
资料来源：欧睿，民生证券研究院

2.3 全球箱包行业集中度高，竞争格局较为稳定

全球箱包市场集中度较高，竞争格局总体稳定。据欧睿，2024 年全球 TOP1-5/TOP6-10/TOP11-20 箱包企业市场份额分别为 30%/10%/4%，CR5/CR10 分别达到 30%/40%，而 2015 年 CR5/CR10 分别是 22%/31%。2024 年全球前五大箱包企业依次是 LVMH、开云集团、爱马仕、Tapestry (Coach 母公司)、新秀丽，市场份额分别为 12.2%/6.4%/4.3%/3.8%/3.7%，相比 2015 年分别提升 4.5/1.6/2.1/0.8/0.7ppt。2015 年全球前五大箱包企业分别是 LVMH、开云集团、Michael Kors、新秀丽、Coach，2024 年爱马仕从第六攀升至第三，Michael Kors (后改名为 Capri) 从第三跌至第七。

图29：2015-2024 年全球箱包市场集中度


资料来源：欧睿，民生证券研究院

图30：2024 年全球前五大箱包公司历史市占率


资料来源：欧睿，民生证券研究院；2017 年 Coach 收购 kate spade，并将集团改名为 Tapestry

头部箱包企业多瞄准高端市场，具有较强的品牌护城河。同时，外延并购也是头部企业一大增长手段。全球头部箱包企业大多瞄准高端或奢侈品市场，例如 LVMH、开云集团、爱马仕均为奢侈品集团，Tapestry 旗下主品牌 Coach 定位高

端市场，新秀丽旗下同名主品牌定位高端市场，高端品牌具有更强的品牌护城河。此外，外延并购是头部企业继续扩大市场份额的重要手段之一，例如 LVMH 在 2016 年收购全球顶级箱包品牌 Rimowa、Coach 在 2017 年收购纽约时尚轻奢品牌 Kate Spade、新秀丽在 2016 年收购全球顶级箱包品牌 Tumi，推动集团市占率进一步提升。

图31：2024 年全球前五大箱包企业旗下主要品牌市场份额变化及零售额（亿美元）情况

集团/品牌	品牌定位	市场份额 (%)											零售额 (亿美元)
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	变化	
LVMH	-	7.7	8.0	8.3	8.9	9.3	10.7	12.0	12.5	12.4	12.2		196
Louis Vuitton	奢侈	5.4	5.4	5.6	6.0	6.3	7.4	8.2	8.6	8.3	8.2		132
Christian Dior	奢侈	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3		20
Céline	奢侈	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7		12
Rimowa	奢侈	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5		9
Loewe	奢侈	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4		6
Fendi	奢侈	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4		6
Marc Jacobs	高端	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3		4
Givenchy	奢侈	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2		3
开云集团	-	4.8	5.0	5.6	6.2	6.7	7.2	8.0	8.0	7.3	6.4		102
Gucci	奢侈	2.4	2.6	3.1	3.7	4.1	4.3	4.7	4.6	4.1	3.4		54
Yves Saint Laurent	奢侈	0.8	1.0	1.1	1.3	1.5	1.6	1.8	1.9	1.8	1.7		27
Bottega Veneta	奢侈	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3		20
Hermès	奢侈	2.2	2.5	2.4	2.5	2.7	3.2	3.5	3.7	3.9	4.3		69
Tapestry	-	3.0	3.2	3.7	3.6	3.6	3.6	3.7	3.9	3.7	3.8		60
Coach	高端	3.0	3.2	3.0	2.9	2.8	2.9	3.0	3.1	3.0	3.1		49
Kate Spade	中端	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7		11
新秀丽	-	3.0	3.6	3.8	3.8	3.7	2.2	2.4	3.2	3.7	3.7		59
Samsonite	高端	2.3	2.3	2.4	2.4	2.3	1.4	1.4	1.9	2.2	2.3		36
American Tourister	中端	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7		10
Tumi	奢侈	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6		10

资料来源：欧睿，民生证券研究院

然而，经济处于不同发展阶段的国家，其箱包市场的竞争格局差异较大。以美国、中国、印度市场为例，美国箱包市场较为成熟，根据欧睿数据，2024 年品牌产品份额占比约达 56%，白牌占比不到一半。本土品牌在中高端市场具备一定优势，例如 Coach、Michael Kors、新秀丽等市占率名列前茅。印度市场以大众消费为主，白牌偏多。印度的本土品牌在大众市场中具备优势，但同时，个别外资企业通过高水平的本土化运营，在该类市场中占据一席之地。印度的中高端市场则由外资品牌主导，例如新秀丽等，这与中国类似。中国箱包市场以白牌为主导，品牌产品份额占比仅约 36%，本土品牌在大众市场占据优势，例如李宁、迪桑娜、90 分等，而中高端市场由外资品牌主导。

表4：2024 年美国、印度市场箱包品牌竞争格局

美国				印度			
排名	品牌名	公司名	2024 年市占率 (%)	排名	品牌名	公司名	2024 年市占率 (%)
1	Louis Vuitton	LVMH	10.3	1	Safari	Safari	7.2
2	Coach	Tapestry	7.5	2	American Tourister	新秀丽	6.6
3	Michael Kors	Capri	6.0	3	新秀丽	新秀丽	3.4
4	Gucci	开云集团	3.8	4	Aristocrat	VIP	3.3
5	新秀丽	新秀丽	3.4	5	Fastrack	Titan	3.2
6	Hermès	Hermès	3.1	6	Skybags	VIP	2.4
7	Nike	Nike	2.5	7	Wildcraft	Wildcraft	2.3
8	Kate Spade	Tapestry	2.0	8	Vip	VIP	1.7
9	Tumi	新秀丽	1.9	9	Louis Vuitton	LVMH	0.9
10	Yves Saint Laurent	开云集团	1.8	10	Hermès	Hermès	0.8
27	American Tourister	新秀丽	0.3				

资料来源：欧睿，民生证券研究院；红色字体为奢侈品牌，灰色字体为中高端品牌，蓝色字体为大众品牌；灰色底色的为当地本土品牌

表5：2024 年中国市场箱包品牌竞争格局

排名	品牌名	公司名	2024 年市占率 (%)	排名	品牌名	公司名	2024 年市占率 (%)
1	Louis Vuitton	LVMH	5.0	13	Samsonite	新秀丽	0.9
2	Hermès	Hermès	4.4	14	Burberry	Burberry	0.8
3	Chanel	Chanel	3.7	15	李宁	李宁	0.8
4	Coach	Tapestry	2.5	16	Nike	Nike	0.6
5	Gucci	开云集团	2.1	17	adidas	adidas	0.6
6	Christian Dior	LVMH	1.7	18	迪桑娜	深圳德津实业	0.5
7	Céline	LVMH	1.3	19	Miu Miu	普拉达	0.5
8	Bottega Veneta	开云集团	1.1	20	JanSport	VF	0.4
9	Prada	普拉达	1.1	21	90 分	安徽开润股份	0.4
10	Yves Saint Laurent	开云集团	1.0	22	威豹	广东威豹实业	0.4
11	Fendi	LVMH	0.9	23	American Tourister	新秀丽	0.4
12	Michael Kors	Capri	0.9	39	Tumi	新秀丽	0.1

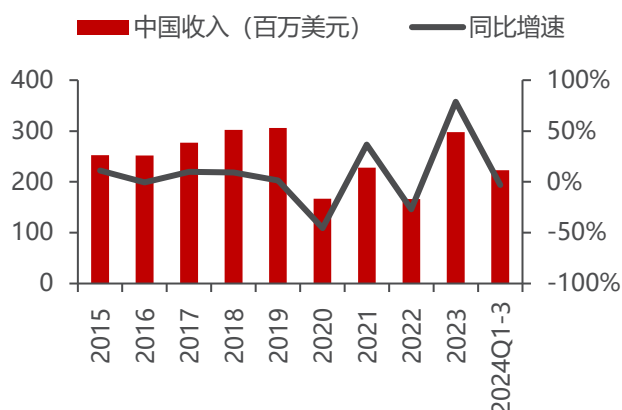
资料来源：欧睿，民生证券研究院；红色字体为奢侈品牌，灰色字体为中高端品牌，蓝色字体为大众品牌；灰色底色的为当地本土品牌

3 公司逻辑：短期基本面有望改善，中长期看好多品牌、多区域持续发展

3.1 短期变化：亚洲市场有望回暖，美国关税问题影响有限

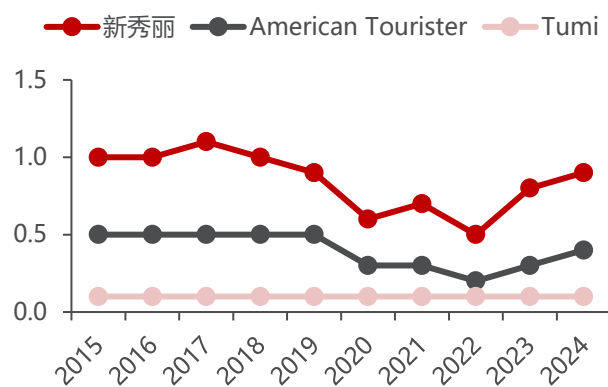
受益于中国市场刺激政策和“双十一”活动，中国区表现有望改善。中国是公司的第二大单一市场，2023 年中国地区实现收入 2.98 亿美元，同比增长 78.7%，恢复到 2019 年的 97%。2024 年 Q1 公司中国地区业务仍然保持双位数增长，2024 年 Q2 开始中国地区收入出现下滑，Q3 降幅进一步扩大。然而，随着 9 月底中国政府出台一系列经济刺激政策，叠加“双十一”大促活动，公司在中国区销售出现一定回暖迹象。根据公司 2024Q3 业绩会，中国消费者信心在 Q4 有所改善，“双十一”期间，公司中国收入同比增长接近双位数。根据天猫公布的“双十一”全周期箱包服配店铺销售榜单，新秀丽品牌旗舰店 GMV 排名第八，Tumi 品牌旗舰店 GMV 排名第十八。

图32：2015-2024Q1-3 公司在中国地区收入及增速



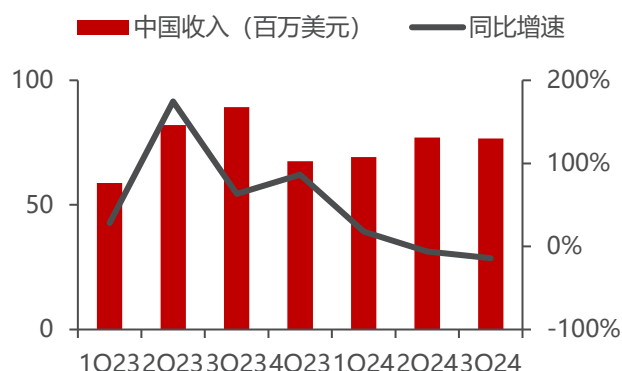
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图33：2015-2024 年公司在中国箱包市场占有率 (%)



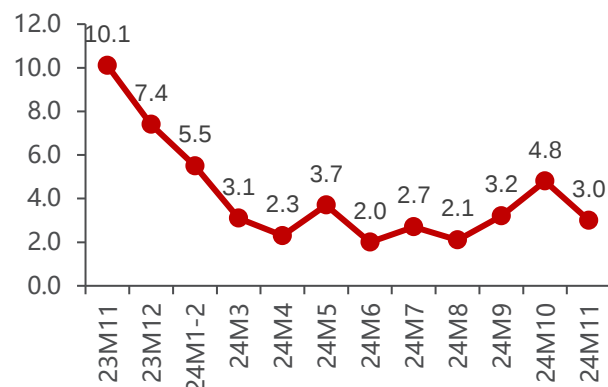
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图34：2023Q1-2024Q3 公司在中国地区收入及增速



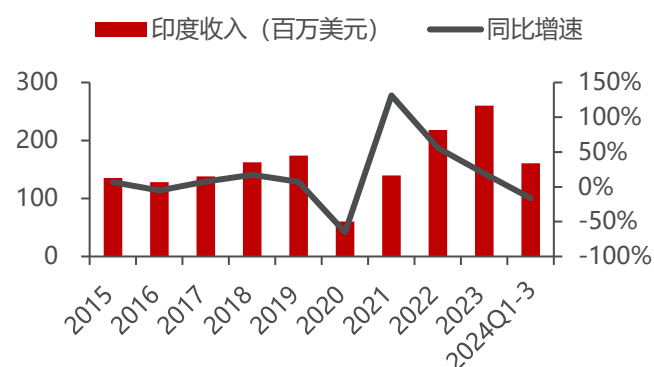
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图35：2024 年 1-11 月中国社零总额增速 (%)

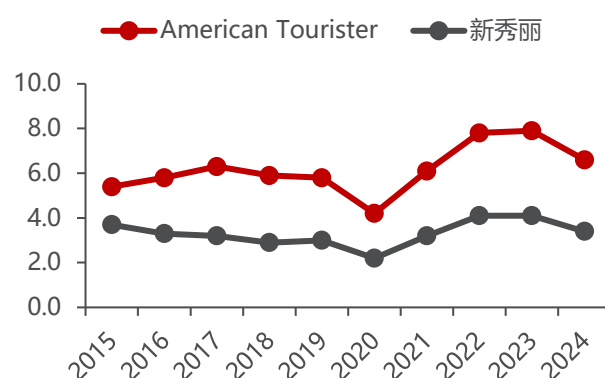


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

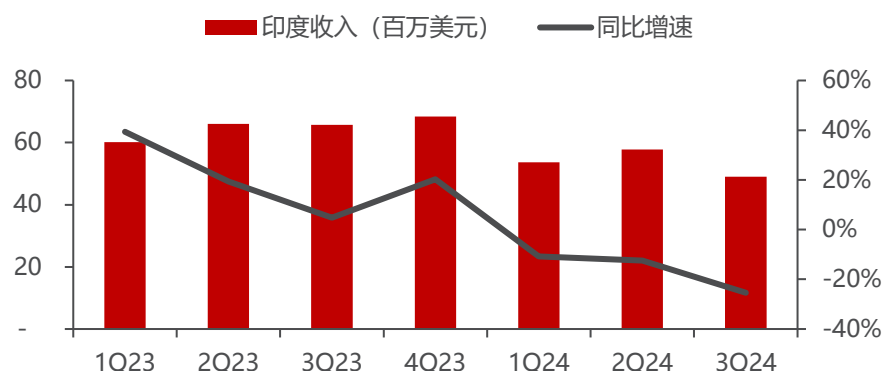
印度市场仍然面临价格竞争，但有望随着副品牌的新品推出而得到改善。得益于 American Tourister 品牌的强劲表现，公司在印度市场的收入于 2022 年超过了 2019 年水平，达到 2.18 亿美元，2023 年进一步增长 19.3% 至 2.60 亿美元，相比 2019 年增长了近 50%。2024 年 Q1 开始印度市场客流有所放缓，同时竞争对手 Safari、VIP 开始大力促销，导致 American Tourister 品牌销量承压，Q2、Q3 公司在印度市场收入出现双位数下滑，我们预计下滑趋势将持续到 2024 年底。面对印度市场的价格竞争，公司一方面坚持品牌不破价、保证利润率的长期主义策略，另一方面，公司在印度拥有自己的工厂，计划通过定位更平价的子品牌 Kamiliant 来促进销售回升，新品将于 2025 年上半年推出，有望带来增量。

图36：2015-2024Q1-3 公司在印度地区收入及增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图37：2015-2024 年公司在印度箱包市场占有率 (%)


资料来源：欧睿，民生证券研究院

图38：2023Q1-2024Q3 单季度公司在印度地区收入及增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

表6：2024 年印度 TOP10 箱包品牌零售额（单位：百万美元）

排名	品牌	所属集团	零售额	市占率	定位
1	Safari	Safari	323	7.2%	大众
2	American Tourister	新秀丽	294	6.6%	大众
3	Samsonite	新秀丽	152	3.4%	中高端
4	Aristocrat	VIP	146	3.3%	大众
5	Fastrack	Titan	145	3.2%	大众
6	Skybags	VIP	108	2.4%	大众
7	Wildcraft	Wildcraft	104	2.3%	大众
8	Vip	VIP	78	1.7%	大众
9	Louis Vitton	LVMH	41	0.9%	奢侈
10	Hermès	Hermès	38	0.8	奢侈

资料来源：欧睿，民生证券研究院

表7：印度市场主要箱包品牌售价（中号行李箱）

品牌	Safari	American Tourister	Kamiliant	Aristocrat	Skybags
公司	Safari	新秀丽	新秀丽	VIP	VIP
产品型号	Astra 66cm	Ivy 68cm	Harrier Zing 60cm	Baleno 69cm	Rubik 68cm
产品图片					
原价（印度卢比）	9800	7900	10800	7350	7790
折后价（印度卢比）	2198	3599	3099	2739	2789

资料来源：亚马逊印度站，民生证券研究院

美国对华关税政策对公司影响有限。2018-2019 年美国对中国产品加征关税，公司迅速调整供应链，加大中国境外采购，并与供应商针对美国市场重新协商价格，2019 年公司全球产品中有 33%是自中国境外采购，比 2018 年提升 5ppt。根据公司 2024 年 Q3 业绩交流会，目前公司从中国采购用于美国市场的产品大概仅占收入的 10%，约 90%的采购来自中国以外的地区，包括泰国、越南、印尼等，一小部分已经转移到美洲、大概个位数占比，因此对于未来可能出现的美国对华加征关税问题，公司受到的影响较为有限。对于可能存在的扩大加征关税范围的问题，公司能够通过和供应商重新协商价格来调整成本或者向 C 端转嫁，公司每年所销售的产品中接近 30%是改良款或者新系列。

3.2 中长期驱动：旅游品类基本盘稳固，非旅行品类扩张推动进一步增长

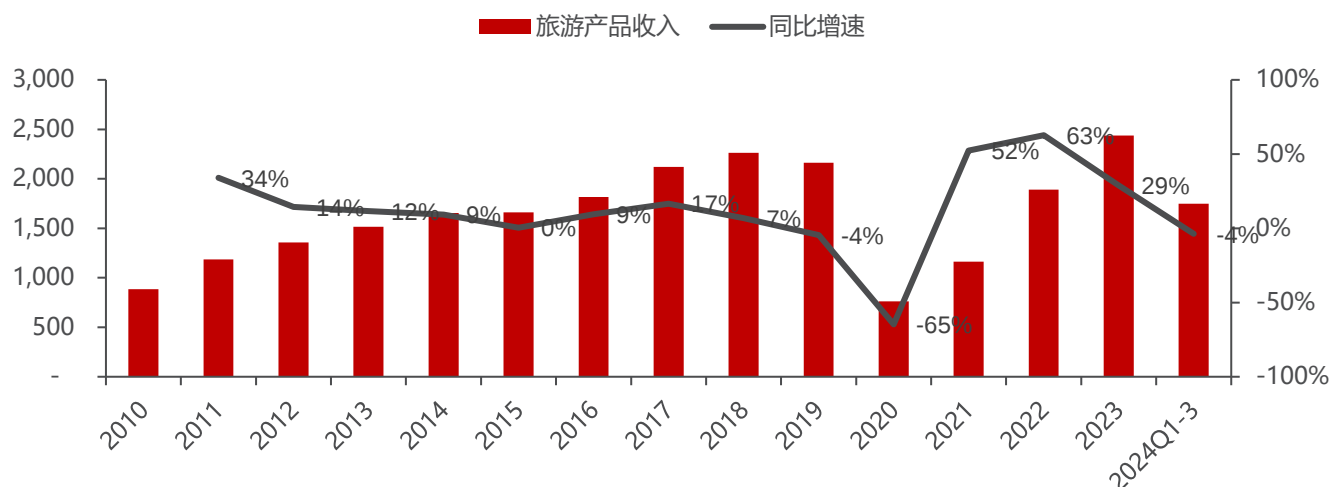
公司是行李箱行业重要趋势的创建者和领导者，旅游品类基本盘稳固。早在 1956 年，随着交通方式的变革，新秀丽率先开发出适应飞行时代的轻型行李箱，创新性地使用了镁和 ABS 树脂这一轻型材料，取代了传统笨重的木质行李箱。1976 年，公司率先将轮式行李箱大规模商业化，并且在 2004 年推出了四轮旋转技术。2007 年，公司的研发团队开发了 Curv 塑形工艺，创新性用于制造新秀丽 Cosmolite 硬质行李箱产品线，这一产品线是新秀丽品牌最轻便和强韧的行李箱产品，并且在 2010 年赢得德国红点设计奖。2018 年、2020 年公司进一步推出 Recyclex、Roxkin 面料，在环保性、抗冲击能力等方面更进一步，满足消费者对于行李箱坚固耐用、轻巧便携、绿色环保等方面的多元需求。2010-2019 年，公司旅游产品（主要包括手提箱和手拖行李箱等）收入从 8.9 亿美元增长至 21.6 亿美元，2010-2019 年复合增速 10%，增长稳健。新冠疫情结束后，2023 年旅游品类率先修复，2023 年公司旅游/非旅游产品收入分别达到 24.4/12.5 亿美元，恢复到 2019 年的 113%/84%。

表8：新秀丽的产品创新

年份	产品创新	产品特点
1910	开始制造行李箱	工艺精巧，能够应对早期各种旅行考验
1941	推出用硫化纤维覆盖木制框架的 Streamlite 手提箱	强度高、耐用性好
1956	推出新型行李箱，采用镁及 ABS 取代木制箱	轻便，更加适应喷气机时代的出行
1974	引入带有轮子的 Silhouette 手提箱	更加舒适和方便
1986	Oyster 硬质行李箱，三点上锁系统，塑料框架取代金属框架	当时最轻的行李箱，锁具系统创新
1997	Ultra Transporter 竖式行李箱，平衡四轮系统	相较于手提箱，便捷性大幅提高
1998	Xylem™ 铝制行李箱	更加轻便
2000	推出轮子可旋转的行李箱	操控更轻易
2005	首款多点式上锁系统的行李箱	锁具系统改进
2008	Cosmolite 系列，应用 Curv® 技术于行李箱外壳	新秀丽特有技术，结合轻盈（20 英寸的款式仅有两瓶 1L 矿泉水的重量）、坚韧和减震降噪的特性。Curv 材料也因此荣获设计界的至高荣誉，红点设计大奖
2018	推出 Recyclex™ 面料，100% 由回收的 PET 保特瓶制成	环保面料，减少塑料污染
2020	推出新秀丽 PROXIS™ 硬身行李箱系列，采用创新专利物料 Roxkin™ 制造	由 28 层 PP 材料堆叠而成，坚韧、轻盈且可回收

资料来源：公司官网，民生证券研究院

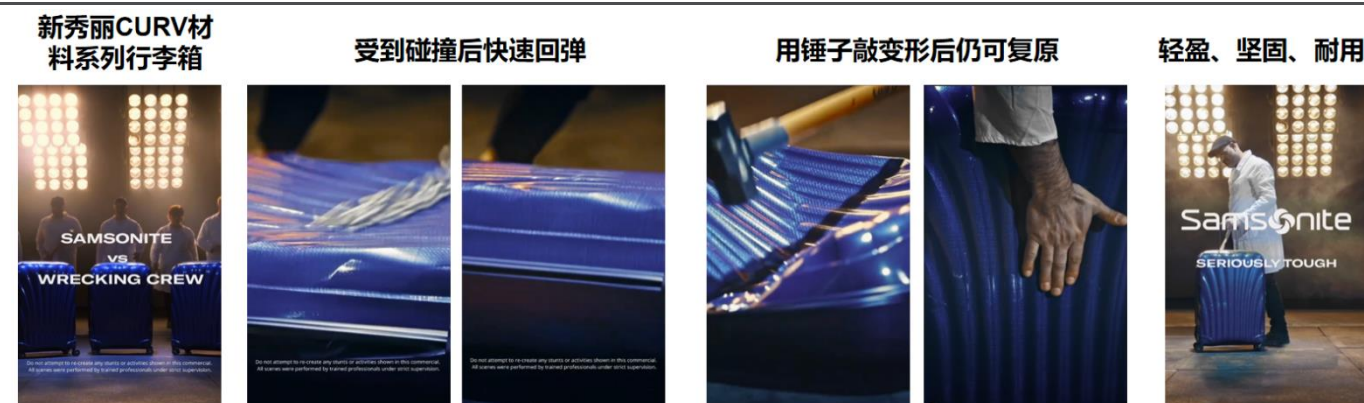
图39：2010-2024Q1-3 公司旅游产品收入（百万美元）及增速情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司自主把控研发与设计，核心技术产品采用内部生产，构建产品壁垒。产品设计方面，由于不同地区的消费者产品偏好有所不同，例如欧洲市场讲究创新设计和功能、北美市场更关注产品功能而非美学，因此公司在各个经营地区均设置了设计团队，专门为该地区开发产品，并且各地团队之间定期互相沟通，分享意见和设计，以迎合不同地区消费者的偏好。**生产方面**，公司目前大约 15%的生产是在自己工厂内部进行，在欧洲、匈牙利、比利时、印度均设有自有工厂，以保护公司的知识产权；剩下约 85%是外包生产，主要在亚洲，包括东南亚、中国等，以优化成本效益。公司对于自主生产以及第三方供应商制造的产品采取严格且全面的品控程序，新品要求通过一系列模拟使用和压力测试，确保耐用性和坚固程度，第三方供应商的产品由公司的地区经理负责监察，确保产品的功能和外观均达到标准。

图40：新秀丽 Curv 系列硬质行李箱



资料来源：公司官网，民生证券研究院

持续扩充非旅游品类，推动收入进一步增长。凭借在旅游产品中建立的品牌知名度、经营规模和销售网络，公司持续扩大商务、休闲袋以及配件产品等相邻品类的渗透。2010-2019 年，公司商务（主要包括商务旅行者使用的公文包、电脑袋、拉杆旅行箱等）、休闲（主要包括背包、行李袋、小型手袋或肩袋等）及旅行

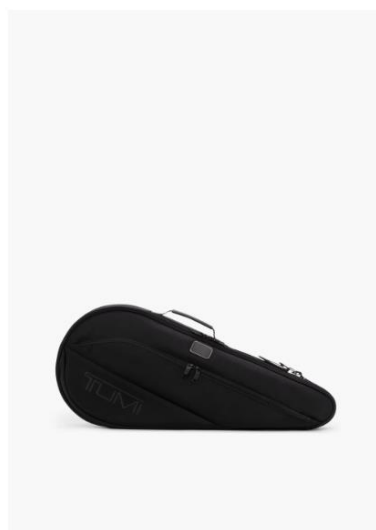
配件（锁、带子、雨伞等）等非旅游产品收入从 3.3 亿美元增长至 14.8 亿美元，2010-2019 年复合增速 18%，占比从 27%提升至 41%。2024 年公司旗下品牌均推出了多款非旅游品类新品，包括新秀丽的 AQUARIUS 系列女包、Tumi 的 Turin 系列包袋以及 Voyageur 皮革系列新包袋、Sport 运动系列新的网球、骑行相关单品等，推动公司 2024 年前三季度非旅游产品收入同比实现正增长（固定汇率口径增长 1.6%）。

图41: Tumi Turin 系列双肩包



TURIN
Alzare 双肩包
¥11,600.00

图42: Tumi Sport 网球拍套

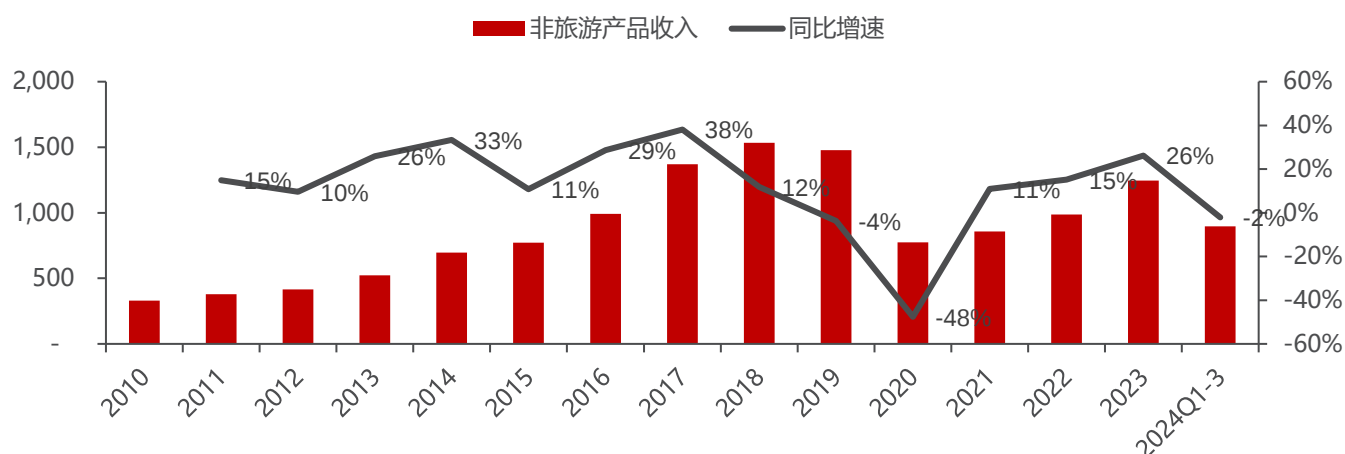


TUMI SPORT
网球包
¥4,900.00

资料来源：公司官网，民生证券研究院

资料来源：公司官网，民生证券研究院

图43: 2010-2024Q1-3 公司非旅游产品收入（百万美元）及增速情况

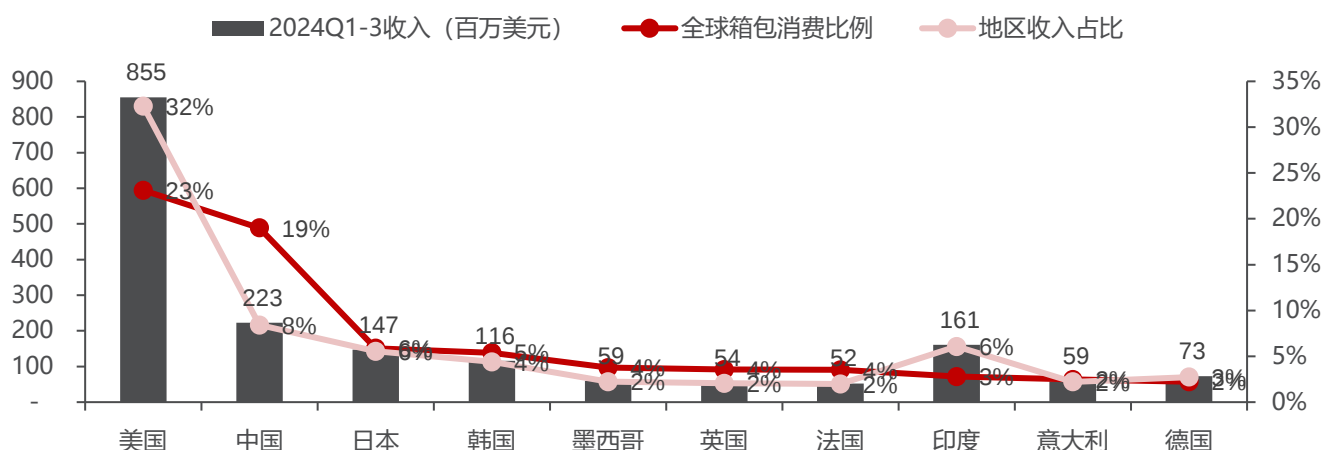


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 中长期驱动：多品牌、多区域渗透潜力巨大

目前公司 1/3 收入来自美国大本营，中国、印度、日本等国家各自占比不到 10%。美国、中国、印度、日本、韩国是公司销售收入最高的 5 个国家，2024Q1-3 公司来自这五个国家的收入占比分别为 32%、8%、6%、6%、4%，来自中国、西欧等国家或地区的收入比重较低，而这些地区在箱包方面的消费能力可观。

图44：2024Q1-3 公司在全球主要箱包消费国家的收入（百万美元）及占比

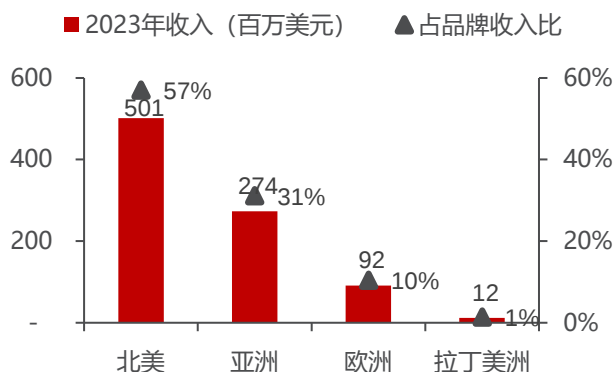


资料来源：公司官网，民生证券研究院

TUMI 品牌目前 6 成收入来自北美，在亚洲、欧洲地区仍然有较大拓展空间。

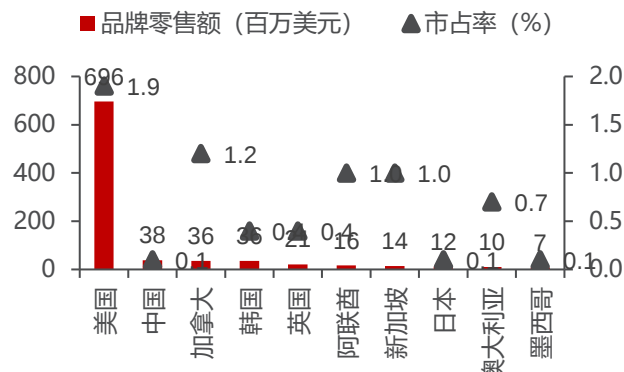
根据公司财报，2023 年 Tumi 品牌收入中 57%来自北美，31%来自亚洲，10%来自欧洲，1%来自拉丁美洲。据欧睿数据，2024 年 Tumi 品牌在美国的零售额接近 7 亿美元，市占率接近 1.9%；而在全球其他国家，其零售额最高不超过 4000 万美元，市占率大多仅 0.1%。2022 年以来，公司在亚洲、欧洲地区持续通过新开直营门店的方式进行渠道拓展和品牌宣传，以加大品牌知名度和渠道渗透率。2023 年 12 月 20 日，Tumi 在日本东京表参道开设了首个亚太区旗舰店，2023 年全年，Tumi 品牌在全球新开 23 间直营店，其中亚洲 10 间、欧洲 5 间、北美 5 间、拉丁美洲 3 间。

图45：2023 年 Tumi 品牌全球收入分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图46：2024 年 Tumi 品牌在全球主要国家的零售额



资料来源：欧睿，民生证券研究院

中国市场来看，Tumi 品牌在三亚、杭州等奢侈品消费大城的布局有较大加密空间。根据我们在 Tumi 品牌官网上的统计，截至 2024 年底，品牌在全国 30 个城市设有 87 间线下零售店，其中直营店 35 间，经销商店 40 间，奥特莱斯店 12 间。目前只有在北京、上海、广州、深圳、海口、成都的零售店数量达到 5 间及以上。根据要客研究院数据，从奢侈品消费力层面看，2023 年上海、北京、三亚、杭州、南京、成都的奢侈品消费金额均超 200 亿元，宁波、重庆、广州、长沙、深圳、郑州、苏州、武汉超过 100 亿元。Tumi 品牌在这些奢侈品消费大城中仍然有较大的加密和渗透空间。

表9：Tumi 中国线下零售店布局（单位：间）

城市	直营店	经销商店	奥特莱斯	合计	城市	直营店	经销商店	奥特莱斯	合计
北京	5	5	2	12	昆明	1	1		2
上海	6	4	2	12	无锡	1			1
广州	2	6		8	宁波	1			1
深圳	5	1		6	合肥	1			1
海口	1	4		5	福州		1		1
成都	2	1	2	5	郑州		1		1
南京	1	2	1	4	天津			1	1
杭州	1	2	1	4	哈尔滨	1			1
武汉	1	1	1	3	珠海		1		1
苏州	1		1	2	佛山			1	1
济南		2		2	三亚		1		1
青岛	1	1		2	资阳		1		1
沈阳	1	1		2	贵阳		1		1
长沙	1	1		2	西安	1			1
重庆	1	1		2	咸阳		1		1

资料来源：Tumi 官方微信，民生证券研究院

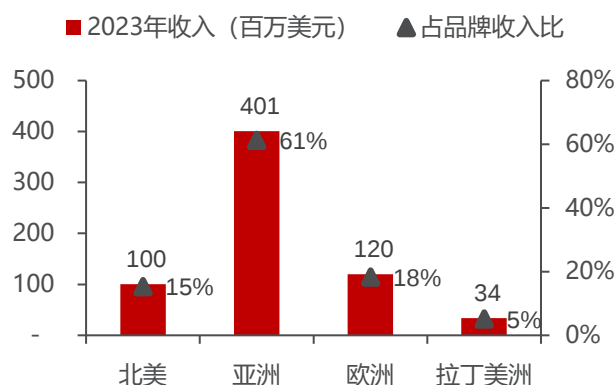
表10：2023 年中国奢侈品消费金额 TOP20 城市

排名	城市	消费额（亿元）	同比增速	排名	城市	消费额（亿元）	同比增速
1	上海	535	3%	11	深圳	137	5%
2	北京	523	1%	12	郑州	130	-6%
3	三亚	455	19%	13	苏州	128	29%
4	杭州	321	21%	14	武汉	127	15%
5	南京	287	16%	15	天津	95	14%
6	成都	235	7%	16	厦门	93	22%
7	宁波	191	6%	17	昆明	92	7%
8	重庆	189	14%	18	福州	91	5%
9	广州	159	-5%	19	佛山	90	22%
10	长沙	145	14%	20	海口	89	89%

资料来源：要客，民生证券研究院

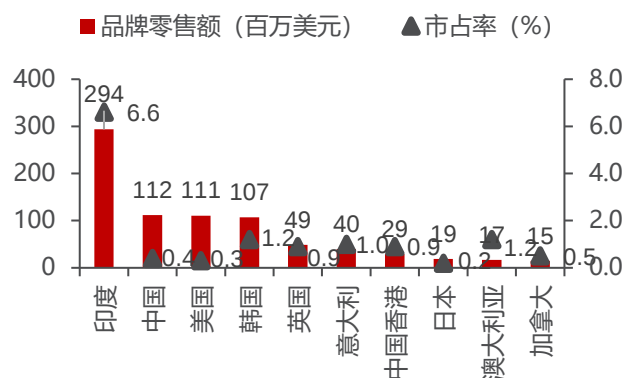
American Tourister 过去几年在印度市场取得突破, 其针对大众市场的经营经验有望复制到其他类似市场。根据欧睿数据, 2020-2023 年 American Tourister 品牌在印度的零售额从 6500 万美元增长至 3.2 亿美元, 从行业第三提升至行业第一, 市占率从 4.2% 提升至 7.9%。印度消费者对价格敏感, 注重性价比, 品牌通过精准的价格定位、本地化的产品设计与生产, 叠加明星代言、社媒营销等营销策略, 在印度实现大幅增长。目前品牌除印度市场外, 在中国、美国、韩国的零售额各约 1 亿美元, 其中, 品牌在中国、美国的市占率均不到 0.5%。我们认为品牌作为大众定位, 潜在客群基数大, 以满足消费者对于“性价比”的需求, 其在印度市场的成功经验有望复制到其他类似市场。

图47: 2023 年 American Tourister 全球收入分布



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图48: 2024 年 American Tourister 全球主要国家的零售额及市占率



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

盈利预测：

关键假设：1) 收入端：我们预计 2024 年受到北美、亚洲市场疲软以及价格竞争，公司恒定汇率口径收入同比基本持平，2025 年随着全球旅行业回归常态发展、部分国家或地区消费信心的改善，以及公司产品和渠道的稳步扩张，收入有望重回正增长。我们预计 2024-2026 年公司收入 35.94、37.45、39.38 亿美元，同比-2.4%、4.2%、5.2%。其中，新秀丽品牌收入 18.72、19.66、20.64 亿美元，同比增长 1%、5%、5%，2025 年回到温和增长；Tumi 品牌收入 8.63、9.50、10.44 亿美元，同比-2%、10%、10%，2025 年重回双位数增长；American Tourister 品牌收入 5.88、5.58、5.58 亿美元，同比-10%、-5%、0%，印度市场价格竞争的负面影响有望于 2025 年逐步减弱。

表11：2019-2026E 公司收入拆分（按品牌）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	3,639	1,537	2,021	2,880	3,682	3594	3,745	3,938
同比增长	-4.2%	-57.8%	31.5%	42.5%	27.9%	-2.4%	4.2%	5.2%
收入按品牌分类								
新秀丽	1,655	673	928	1,444	1,849	1,872	1,966	2,064
Tumi	767	322	507	654	879	863	950	1,044
美旅	655	245	340	519	655	588	558	558
其他	562	298	246	262	300	271	271	271
占比								
新秀丽	45%	44%	46%	50%	50%	52%	52%	52%
Tumi	21%	21%	25%	23%	24%	24%	25%	27%
美旅	18%	16%	17%	18%	18%	16%	15%	14%
其他	15%	19%	12%	9%	8%	8%	7%	7%
实际同比增长								
新秀丽	-3.4%	-59.3%	37.9%	55.7%	28.0%	1.3%	5.0%	5.0%
Tumi	0.6%	-58.1%	57.5%	29.2%	34.3%	-1.8%	10.0%	10.0%
美旅	-1.9%	-62.7%	39.2%	52.6%	26.0%	-10.2%	-5.0%	0.0%
其他	-14.1%	-47.0%	-17.3%	6.3%	14.7%	-9.6%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

2) 成本费用端：公司对折扣的严格管控，我们预计公司毛利率总体平稳，但可能随着高毛利地区亚洲的收入占比下降而微降，预计 2024-2026 年毛利率分别为 59.7%、59.5%、59.5%。分销开支方面，预计 2024-2026 年分销开支占收入比为 29.6%、29.7%、29.7%，总体平稳，主要用于线下直营店的装修和新开。营销开支方面，预计 2024-2026 年营销开支占收入比 6.7%、6.8%、6.8%，维持营销和广告投入。一般及行政开支方面，预计 2024-2026 年占收入比 6.3%、6.0%、6.0%，严格控制。

估值分析:

我们选取港股市场安踏体育 (2020.HK)、普拉达 (1913.HK)、波司登 (3998.HK) 作为可比公司, 根据彭博一致预期, 可比公司对应 2024/2025/2026 年经调整 EPS 的平均 PE 为 17/15/13x。

表12: 港股市场可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (港元)	经调整 EPS (美元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
2020.HK	安踏体育	78.10	0.51	0.63	0.67	0.75	19	16	15	13
1913.HK	普拉达	60.25	0.29	0.33	0.37	0.42	20	24	21	19
3998.HK	波司登	3.57	0.04	0.05	0.05	0.06	13	10	9	8
平均							17	17	15	13
1910.HK	新秀丽	22.85	0.27	0.25	0.28	0.29	11	12	11	10

资料来源: 彭博, 民生证券研究院; 注: 可比公司数据采用彭博一致预期, 股价时间为 2025 年 1 月 10 日收盘; 波司登为 2024-2026 财年, 财年截至每年 3/31

目前公司正在推进美国上市, 参考美国高端箱包服饰品牌 Coach 母公司 Tapestry (TPR.N)、美国高端服饰品牌 Ralph Lauren (RL.N)、美国高端箱包服饰品牌 Michael Kors 母公司 Capri (CPRI.N), 根据彭博一致预期, 对应 2025/2026/2027 财年经调整 EPS 的平均 PE 为 16/15/13x。

表13: 美股市场同行业公司 PE 数据对比

股票 代码	公司简称	收盘价 (美元)	经调整 EPS (美元)				PE (倍)			
			FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
TPR.N	Tapestry	67.15	4.29	4.65	5.05	5.58	10	14	13	12
RL.N	Ralph Lauren	237.34	10.57	11.74	13.24	14.85	18	20	18	16
CPRI.N	Capri	23.71	3.53	1.60	1.89	2.16	13	15	13	11
平均							14	16	15	13

资料来源: 彭博, 民生证券研究院; 注: 可比公司数据采用彭博一致预期, 股价时间为 2025 年 1 月 10 日收盘; Tapestry (TPR.N) 财年为截至每年 6/30, Ralph Lauren (RL.N)、Capri (CPRI.N) 财年为截至每年 3/31

表14：美股同行业公司 FY2022-FY2027E 营收（百万美元）、净利润（百万美元）、EPS（美元）情况

	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025 预测	FY2026 预测	FY2027 预测
Tapestry	07/02/2022	07/01/2023	06/29/2024	06/30/2025	06/30/2026	06/30/2027
营收	6,685	6,661	6,671	6,760	6,950	7,146
同比增长 (%)	16.3	-0.4	0.2	1.3	2.8	2.8
净利润, 经调整	937	936	1,000	1,058	1,088	1,149
净利润率 (%)	14	14.1	15	15.6	15.7	16.1
EPS, 经调整	3.47	3.88	4.29	4.65	5.05	5.58
同比增长 (%)	18.0	11.9	10.6	8.3	8.63	10.6
Ralph Lauren	04/02/2022	04/01/2023	03/30/2024	03/31/2025	03/31/2026	03/31/2027
营收	6,219	6,444	6,631	6,869	7,170	7,454
同比增长 (%)	41.3	3.6	2.9	3.6	4.4	4.0
净利润, 经调整	698	577	703	749	812	877
净利润率 (%)	11.2	8.9	10.6	10.9	11.3	11.8
EPS, 经调整	9.39	8.36	10.57	11.74	13.24	14.85
同比增长 (%)	265.9	-10.9	26.4	11.1	12.7	12.2
Capri	04/02/2022	04/01/2023	03/30/2024	03/31/2025	03/31/2026	03/31/2027
营收	5,654	5,619	5,170	4,522	4,553	4,653
同比增长 (%)	39.3	-0.6	-8.0	-12.5	0.7	2.2
净利润, 经调整	948	821	413	188	223	258
净利润率 (%)	16.8	14.6	8.0	4.2	4.9	5.5
EPS, 经调整	6.22	6.13	3.53	1.60	1.89	2.16
同比增长 (%)	264.8	-1.4	-42.5	-54.7	18.4	14.4

资料来源：彭博，民生证券研究院；注：财务预测值为彭博一致预期，更新于 2025 年 1 月 10 日

综上，我们预计新秀丽 2024-2026 年收入为 35.94/37.45/39.38 亿美元，同比-2.4% /+4.2%/+5.2%；经调整归母净利润为 3.72/4.07/4.28 亿美元，经调整 EPS 为 0.25/0.28/0.29 美元，对应 2025 年 1 月 10 日收盘价 PE 为 12/11/10x，显著低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

- 1) **全球消费者信心疲软。**如果消费者信心疲软，居民消费支出可能下滑，将会影响到公司的业务发展，引起收入和利润的下滑。
- 2) **市场竞争加剧。**箱包行业竞争激烈，如果行业的价格竞争持续时间超出预期，或者折扣进一步恶化，则可能影响公司业务增长和盈利能力。
- 3) **新品类、新产品、新区域拓展不及预期。**如果公司的新品类、新产品没有切中市场趋势和客户偏好，而竞争对手有此能力，则公司的市占率和销售表现可能会受到不利影响。
- 4) **品牌势能下滑。**公司收入主要来自新秀丽、Tumi、American Tourister 三个品牌，如果出现产品缺陷、假冒产品、活动宣传不力等情况，可能会削弱品牌优势，从而影响公司的销售和盈利。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	1,836	2,075	2,324	2,582
现金及现金等价物	717	1,006	1,208	1,408
应收账款及票据	304	286	298	313
存货	696	668	699	735
其他	119	115	120	126
非流动资产合计	3,276	3,121	3,008	2,916
固定资产	213	215	235	269
商誉及无形资产	2,796	2,656	2,523	2,397
其他	267	249	249	249
资产合计	5,112	5,196	5,332	5,498
流动负债合计	1,157	1,170	1,212	1,264
短期借贷	208	208	208	208
应付账款及票据	500	523	548	576
其他	449	439	457	480
非流动负债合计	2,437	2,289	2,089	1,889
长期借贷	1,730	1,530	1,330	1,130
其他	706	759	759	759
负债合计	3,594	3,459	3,301	3,153
普通股股本	15	15	15	15
储备	1,437	1,627	1,889	2,169
归属母公司股东权益	1,451	1,642	1,904	2,184
少数股东权益	67	96	127	161
股东权益合计	1,518	1,737	2,031	2,345
负债和股东权益合计	5,112	5,196	5,332	5,498

现金流量表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	534	741	699	724
净利润	417	344	375	403
少数股东权益	33	29	31	34
折旧摊销	192	187	183	182
营运资金变动及其他	-108	181	110	105
投资活动现金流	-110	21	-70	-90
资本支出	-110	-50	-70	-90
其他投资	0	71	0	0
筹资活动现金流	-348	-469	-425	-431
借款增加	-345	-200	-200	-200
普通股增加	27	0	0	0
已付股利	0	-150	-110	-120
其他	-30	-119	-115	-111
现金净增加额	81	290	201	200

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,682	3,594	3,745	3,938
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,500	1,450	1,517	1,595
销售费用	1,269	1,302	1,367	1,437
管理费用	250	228	225	236
研发费用	20	0	0	0
财务费用	115	105	95	87
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	37	0	0	0
除税前利润	585	510	542	583
所得税	135	138	135	146
净利润	450	372	406	437
少数股东损益	33	29	31	34
归属母公司净利润	417	344	375	403
EBIT	700	615	637	669
EBITDA	892	802	819	852
EPS (元)	0.29	0.24	0.26	0.28

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	27.88	-2.39	4.19	5.16
归属母公司净利润	33.35	-17.59	9.12	7.54
盈利能力(%)				
毛利率	59.28	59.66	59.50	59.50
净利率	11.32	9.56	10.01	10.24
ROE	28.74	20.93	19.70	18.46
ROIC	15.60	12.91	13.38	13.63
偿债能力				
资产负债率(%)	70.31	66.57	61.92	57.35
净负债比率(%)	80.49	42.13	16.28	-2.98
流动比率	1.59	1.77	1.92	2.04
速动比率	0.98	1.20	1.34	1.46
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.70	0.71	0.73
应收账款周转率	12.57	12.18	12.83	12.89
应付账款周转率	2.77	2.83	2.83	2.84
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.24	0.26	0.28
每股经营现金流	0.37	0.51	0.48	0.50
每股净资产	0.99	1.12	1.30	1.49
估值比率				
P/E	10	13	11	11
P/B	3.0	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	6.25	6.96	6.81	6.55

插图目录

图 1: 新秀丽公司发展历程	3
图 2: 2008-2023 公司总收入 (百万美元) 及同比增速情况	4
图 3: 2008-2023 公司经调整净利润 (百万美元) 情况	5
图 4: 2008-2024Q1-3 公司总收入 (百万美元) 及同比增速情况	6
图 5: 新秀丽三大主力品牌	6
图 6: 2024Q1-3 公司收入按品牌拆分 (百万美元)	7
图 7: 2024Q1-3 公司收入按大区拆分 (百万美元)	7
图 8: 2024Q1-3 公司收入按国别拆分 (百万美元)	7
图 9: 2024Q1-3 公司收入按销售模式拆分 (百万美元)	7
图 10: 2008-2024Q1-3 公司各品牌收入 (百万美元) 情况	8
图 11: 2019Q1-2024Q3 公司总收入 (百万美元) 及同比增速情况	9
图 12: 2024Q1-3 公司各地区收入同比增速	9
图 13: 2024Q1-3 公司三大品牌收入同比增速	10
图 14: 2019Q1-2024Q3 公司经营利润 (百万美元) 情况	10
图 15: 23Q1-24Q3 公司毛利率 (左轴) 及同比变动 (右轴)、相比 2019 年变动 (右轴)	11
图 16: 23Q1-24Q3 公司经营利润率 (左轴) 及同比变动 (右轴)、相比 2019 年变动 (右轴)	11
图 17: 23Q1-24Q3 公司分销开支占收入比 (左轴) 及同比变动 (右轴)、相比 2019 年变动 (右轴)	12
图 18: 23Q1-24Q3 公司线下自营零售店数量 (左轴) 及单季度净增减 (右轴)	12
图 19: 23Q1-24Q3 公司营销开支占收入比 (左轴) 及同比变动 (右轴)、相比 2019 年变动 (右轴)	12
图 20: 23Q1-24Q3 公司一般及行政开支占收入比 (左轴) 及同比变动 (右轴)、相比 2019 年变动 (右轴)	12
图 21: 2024 年公司累计股票回购数量和金额情况	15
图 22: 公司最近一年股份回购情况	15
图 23: 2010-2024M1-9 全球国际旅游人次及同比增速	16
图 24: 2010-2029E 年全球箱包市场规模	17
图 25: 全球箱包市场细分品类规模 (亿美元) 及占比	17
图 26: 全球箱包市场细分品类规模增速情况	17
图 27: 全球箱包市场细分品类规模 (亿美元) 及占比	18
图 28: 全球箱包市场细分品类规模增速情况	18
图 29: 2015-2024 年全球箱包市场集中度	18
图 30: 2024 年全球前五大箱包公司历史市占率	18
图 31: 2024 年全球前五大箱包企业旗下主要品牌市场份额变化及零售额 (亿美元) 情况	19
图 32: 2015-2024Q1-3 公司在中国地区收入及增速	21
图 33: 2015-2024 年公司在中国箱包市场占有率 (%)	21
图 34: 2023Q1-2024Q3 公司在中国地区收入及增速	21
图 35: 2024 年 1-11 月中国社零总额增速 (%)	21
图 36: 2015-2024Q1-3 公司在印度地区收入及增速	22
图 37: 2015-2024 年公司在印度箱包市场占有率 (%)	22
图 38: 2023Q1-2024Q3 单季度公司在印度地区收入及增速	22
图 39: 2010-2024Q1-3 公司旅游产品收入 (百万美元) 及增速情况	25
图 40: 新秀丽 Curv 系列硬质行李箱	25
图 41: Tumi Turin 系列双肩包	26
图 42: Tumi Sport 网球拍套	26
图 43: 2010-2024Q1-3 公司非旅游产品收入 (百万美元) 及增速情况	26
图 44: 2024Q1-3 公司在全球主要箱包消费国家的收入 (百万美元) 及占比	27
图 45: 2023 年 Tumi 品牌全球收入分布	27
图 46: 2024 年 Tumi 品牌在全球主要国家的零售额	27
图 47: 2023 年 American Tourister 全球收入分布	29
图 48: 2024 年 American Tourister 全球主要国家的零售额及市占率	29

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司董事会主要成员及高管成员	13
表 2: 公司主要股东及董事会成员持股情况 (数据来自 2024 年中报)	14
表 3: 公司 2011 年上市以来分红情况 (单位: 亿港元)	14
表 4: 2024 年美国、印度市场箱包品牌竞争格局	20
表 5: 2024 年中国市场箱包品牌竞争格局	20
表 6: 2024 年印度 TOP10 箱包品牌零售额 (单位: 百万美元)	23
表 7: 印度市场主要箱包品牌售价 (中号行李箱)	23
表 8: 新秀丽的产品创新	24
表 9: Tumi 中国线下零售店布局 (单位: 间)	28
表 10: 2023 年中国奢侈品消费金额 TOP20 城市	28
表 11: 2019-2026E 公司收入拆分 (按品牌)	30
表 12: 港股市场可比公司 PE 数据对比	31
表 13: 美股市场同行业公司 PE 数据对比	31
表 14: 美股同行业公司 FY2022-FY2027E 营收 (百万美元)、净利润 (百万美元)、EPS (美元) 情况	32
公司财务报表数据预测汇总	34

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048