

新秀丽 (01910.HK)

2024 年业绩承压，25Q1 北美疲软，期待全年需求修复

公司发布 2024 年业绩，全年收入-2.5%/净利润-17.1%，24Q4 收入-0.6%/净利润-26.2%，Q4 收入有所修复。全年新秀丽品牌更具韧性，Tumi 受到高端消费及客流影响，美旅则由于印度价格战及北美批发客户拿货谨慎而呈现最明显下滑。但受益于渠道结构改善、费用及折扣控制，2024 年公司毛利率同比+0.7pct 至 60.0%，经调整 EBITDA 利润率同比+0.3pct 至 19.0%。从 25Q1 趋势来看，北美消费明显承压，亚洲区域中国、印度呈修复态势但全年仍具不确定性，因此预计 2025 年收入 36.79 亿美元/同比+3%。由于公司 DTC 占比持续提升且费用管控较为严格，利润率仍有提升空间，预计公司 2025 年-2027 年归母净利润规模分别为 3.73 亿美元、4.07 亿美元、4.37 亿美元，同比分别+8%、+9%、+7%，3 月 24 日收盘价对应 25PE9.6X、26PE8.8X，维持“强烈推荐”评级。

□ 公司发布 2024 年业绩，24Q4 收入增速环比改善。24Q4 公司收入 9.4 亿美元，同比-0.6%；净利润 1.1 亿美元，同比-26.2%；毛利率同比提升 0.3pct 至 60.3%，经调整 EBITDA 利润率提升 1.6pct 至 20.7%创历史新高。2024 全年，公司实现收入 35.9 亿美元，同比-2.5%；净利润 3.5 亿美元，同比-17.1%。

□ 全年收入拆分来看（报表/固定汇率增速同时列示）：

（1）按品牌划分：新秀丽最具韧性，美旅持续承压。①2024 年新秀丽收入 18.7 亿美元，同比+1.0%/+3.3%，仅在亚洲下滑（-3.3%/-1.1%），北美+4.5%/+4.6%、欧洲+2.1%/+3.8%、拉美+0.4%/+23.4%。②2024 年 Tumi 收入 8.6 亿美元，同比-2.1%/-0.8%，其中北美-2.8%/-2.7%、亚洲-3.0%/-0.3%、欧洲+1.6%/+4.5%、拉美+20.3%/+25.8%，主要受到客流及高端消费下滑影响。③2024 年美旅收入 6.0 亿美元，同比-8.7%/-6.1%，依旧受到印度区域价格战竞争影响，同时北美批发客户拿货更加谨慎。

（2）按地区划分：2024 年北美、欧洲表现较好，25Q1 北美表现较弱。2024 年亚洲地区收入 13.4 亿美元，同比-5.8%/-3.6%；北美 12.5 亿美元，同比-1.2%；欧洲 7.9 亿美元，同比+1.4%/+3.1%；拉美 2.0 亿美元，同比-2.4%/+17.0%。2025 年一季度，公司表示欧洲、拉美表现相对稳定，而北美区域受美国消费环境影响表现较弱。

（3）按销售渠道划分：DTC 占比持续提升，自营零售店稳步开设。2024 年批发渠道收入 21.6 亿美元，同比-4.0%/-2.0%。DTC 渠道收入 14.3 亿美元，同比-0.3%/+2.7%；其中 DTC 零售同比-1.6%/+1.5%，季内自营零售店净增 67 家；DTC 电子商贸收入同比+3.2%/+5.8%。

（4）按产品类别划分：2024 年旅游产品收入 23.6 亿美元，同比-3.2%/-1.3%；非旅游产品收入 12.3 亿美元，同比-1.2%/+2.0%，收入表现更好。

□ 严控折扣&渠道结构改善提升毛利率，费用管控较为严格。

（1）2024 全年，毛利率 60.0%，同比+0.7pct；经调整 EBITDA 利润率 19.0%，同比+0.3pct。其中毛利率提升主要系控制促销折扣、品牌升级带来利润率提升，以及 DTC 占比提升；经调整 EBITDA 利润率提升主要由于广告投放占比的下降和毛利率的提升。2024 年营销/分销/SG&A 费用率分别同比

强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺织
目标估值：NA
当前股价：19.2 港元

基础数据

总股本（百万股）	1385
香港股（百万股）	1385
总市值（十亿港元）	26.6
香港股市值（十亿港元）	26.6
每股净资产（港元）	8.7
ROE（TTM）	23.4
资产负债率	69.6%
主要股东	易方达基金管理有限公司
主要股东持股比例	8.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14	3	-39
相对表现	-15	-27	-79



相关报告

- 1、《新秀丽（01910）—高基数&弱消费致 24Q3 业绩承压，静待拐点向上》2024-11-18
- 2、《新秀丽（01910）—全球消费情绪疲软致收入端承压，利润率稳中有升》2024-08-15
- 3、《新秀丽（01910）—多品牌矩阵&全球化渠道布局的出行箱包龙头》2024-05-21

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
王雪玉 研究助理
wangxueyu@cmschina.com.cn

-0.3pct/+1.7pct/-0.4pct 至 6.3%/29.6%/6.4%，其中分销费用率提升主要由于自营零售店的开设。

(2) 24Q4，毛利率 60.2%，同比+0.3pct；经调整 EBITDA 利润率 20.7%，同比+1.6pct。

- 存货周转加快，杠杆率维持低位。截至 2024 年 12 月 31 日，公司平均存货周转天数 166 天，同比下降 3 天。2024 年 12 月 31 日公司净杠杆率 1.58x，维持较低水平。
- 盈利预测及投资评级：公司多区域多品牌业务布局，龙头地位稳固。从 25Q1 趋势来看，北美消费明显承压，亚洲区域中国、印度呈修复态势但全年仍具不确定性，因此我们预计 2025 年收入 36.79 亿美元/同比+3%。由于公司 DTC 占比持续提升且费用管控较为严格，利润率仍有提升空间，我们预计公司 2025 年-2027 年归母净利润规模分别为 3.73 亿美元、4.07 亿美元、4.37 亿美元，同比分别+8%、+9%、+7%，3 月 24 日收盘价对应 25PE9.6X、26PE8.8X，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：下游需求及产品销售不及预期，市场竞争加剧导致品牌份额下降风险，美国上市进度不及预期风险，利润率下滑风险，汇率波动风险，港股系统性风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万美元)	3682	3589	3679	3882	4084
同比增长	28%	-3%	3%	6%	5%
营业利润(百万美元)	660	624	648	688	728
同比增长	57%	-5%	4%	6%	6%
归母净利润(百万美元)	417	346	373	407	437
同比增长	33%	-17%	8%	9%	7%
每股收益(美元)	0.29	0.24	0.25	0.28	0.30
PE	8.5	10.4	9.6	8.8	8.2
PB	2.4	2.4	2.1	1.8	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1836	1743	1864	2238	2630
现金及现金等价物	717	676	775	1090	1424
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	304	313	321	339	357
其它应收款	119	102	104	110	116
存货	696	651	664	699	733
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	3276	3337	3246	3242	3242
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	213	252	161	157	157
无形资产	2806	2849	2849	2849	2849
其他	257	236	236	236	236
资产总计	5112	5079	5110	5480	5872
流动负债	1157	1090	877	920	963
应付账款	500	512	521	549	576
应交税金	110	54	54	54	54
短期借款	208	229	0	0	0
其他	340	295	301	317	333
长期负债	2437	2444	2444	2444	2444
长期借款	1730	1687	1687	1687	1687
其他	706	757	757	757	757
负债合计	3594	3534	3321	3364	3407
股本	15	15	15	15	15
储备	1437	1777	1993	2287	2602
少数股东权益	67	69	98	129	163
归属于母公司所有者权益	1451	1476	1692	1987	2302
负债及权益合计	5112	5079	5110	5480	5872

现金流量表

单位：百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	534	565	755	688	714
净利润	417	346	373	407	437
折旧与摊销	192	222	241	154	150
营运资本变动	(86)	(32)	(7)	(15)	(15)
其他非现金调整	11	29	149	143	142
投资活动现金流	(110)	(112)	(161)	(160)	(157)
资本性支出	(110)	(112)	(150)	(150)	(150)
出售资产和现金	0	0	0	0	0
投资增减	0	0	0	0	0
其它	0	0	(11)	(10)	(7)
筹资活动现金流	(348)	(460)	(495)	(213)	(223)
债务增减	(345)	(161)	(229)	0	0
股本增减	27	(126)	0	0	0
股利支付	0	150	157	112	122
其它筹资	(30)	(23)	(108)	(101)	(101)
其它调整	0	(300)	(314)	(224)	(244)
现金净增加额	81	(40)	99	315	334

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	3682	3589	3679	3882	4084
主营收入	3682	3589	3679	3882	4084
营业成本	1500	1436	1464	1541	1617
毛利	2183	2152	2215	2341	2467
营业支出	1523	1528	1567	1653	1739
营业利润	660	624	648	688	728
利息支出	130	131	108	101	101
利息收入	14	14	6	7	10
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	62	(17)	(17)	(17)	(17)
非经常项目损益	(22)	1	1	1	1
除税前利润	585	491	530	578	620
所得税	135	118	128	139	149
少数股东损益	33	27	29	32	34
归属普通股股东净利润	417	346	373	407	437
EPS(美元)	0.29	0.24	0.25	0.28	0.30

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	28%	-3%	3%	6%	5%
营业利润	57%	-5%	4%	6%	6%
净利润	33%	-17%	8%	9%	7%
获利能力					
毛利率	59.3%	60.0%	60.2%	60.3%	60.4%
净利率	11.3%	9.6%	10.1%	10.5%	10.7%
ROE	28.7%	23.4%	22.0%	20.5%	19.0%
ROIC	16.4%	13.6%	13.9%	13.5%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	70.3%	69.6%	65.0%	61.4%	58.0%
净负债比率	37.9%	37.7%	33.0%	30.8%	28.7%
流动比率	1.6	1.6	2.1	2.4	2.7
速动比率	1.0	1.0	1.4	1.7	2.0
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.2	2.1	2.2	2.3	2.3
应收帐款周转率	9.3	8.6	8.8	8.9	8.9
应付帐款周转率	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9
每股资料(美元)					
每股收益	0.29	0.24	0.25	0.28	0.30
每股经营现金	0.37	0.39	0.52	0.47	0.49
每股净资产	1.00	1.01	1.16	1.36	1.57
每股股利	0.10	0.11	0.08	0.08	0.09
估值比率					
PE	8.5	10.4	9.6	8.8	8.2
PB	2.4	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	7.0	7.7	7.4	7.8	7.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。