

新秀麗國際 (1910.HK)

轉型成功的國際箱包公司

Bloomberg | Reuters | POEMS

1910.HK | 1910.HK | 1910.HK

行業：消費

年報分析

評級：買入 收市價：25.20 目標價：31.00

公司簡介

新秀麗國際有限公司是全球最大的旅遊行李箱公司，擁有逾 100 年悠久歷史。本集團主要以新秀麗®、American Tourister®、High Sierra®及 Hartmann®品牌以及其他自有及獲授權的品牌，於全球主要從事設計、製造、採購及分銷行李箱、商務包及電腦包、戶外包及休閒包以及旅遊配件。本集團的核心品牌新秀麗是全球最著名的旅遊行李箱品牌之一。

投資概述

得益於全球旅行需求的持續上升，尤其是金融危機後新興市場的國際旅遊需求增長強勁，新秀麗國際的銷售額和利潤保持兩位數的較快增長，如圖。這一數字對於一個在超過 40 個國家從事箱包業務的大型跨國消費品牌頗為難得。

2013 年新秀麗國際的銷售額首次突破 20 億美元，而經調整的 EBITDA 增幅連續四年超過 15%。自從 2009 年公司開始轉型計畫以來，公司銷售額上升接近 1 倍，而經調整的 EBITDA 增長近 6 倍。

新秀麗國際的四大經營策略分別是：創新、產品多元化、投資產品研發和保持業務增長，以此來提升股東價值，推動公司市值增長。輕巧、耐用及多功能是新秀麗公司的核心價值。在匯率變動、政治氣候改變以及新興市場增長放緩的紛繁外部環境中，公司管理層通過卓有成效的運營成功脫穎而出，經營業績保持穩健且較快增長。我們認為，新秀麗管理層的策略具有一致性且不失靈活，是成功的運營策略。同時，這也反映了公司管理層的價值。

傳統的新秀麗品牌是一個定位較為單一的旅行箱品牌，以高品質、多功能和耐用著稱，公司在上世紀 90 年代收購的平價旅行箱品牌 American Tourister 仍然是延續這一思路。進入 21 世紀後，尤其是 2009 年以來，公司管理層通過擴充新秀麗子品牌和收購來豐富公司的市場定位和產品組合，將新世界的時尚和休閒的元素注入新秀麗品牌組合。這一轉型不僅提升了品牌價值，也直接驅動了公司的業績持續增長。

公司的轉型初具成效。目前，新秀麗品牌的銷售額比重由五年前的 75%降至目前的 69%。American Tourister 品牌成為公司在亞洲的主要增長動力，占到全球業務的 21%。收購 High Sierra 和 Hartmann 使品牌定位更趨多元，並正成為公司增速最快的品牌。



Phillip Securities (Hong Kong) Ltd

Phillip Securities Research

08 May, 2014

Samsonite

Rating	1.00	Buy
- Previous Rating	n.a.	Not Rated
Target Price (HKD)	31.00	
- Previous Target Price (HKD)	n.a.	
Closing Price (HKD)	25.20	
Expected Capital Gains (%)	23.0%	
Expected Dividend Yield (%)	1.9%	
Expected Total Return (%)	24.9%	
Raw Beta (Past 2yrs weekly data)	0.70	
Market Cap. (HKD mn)	35,469	
Enterprise Value (HKD mn)	34,543	
52 week range (HKD)	17.54-25.55	
Closing Price in 52 week range		



Key Financial Summary

FYE	12A	13A	14E	15E
Revenue (USD mn)	1,772	2,038	2,287	2,525
Net Profit, adj. (USD mn)	148	176	214	243
EPS, adj. (USD)	0.105	0.125	0.152	0.172
P/E (X), adj.	19.56	24.27	26.18	23.13
BVPS (USD)	0.750	0.850	0.950	1.070
P/B (X)	2.74	3.57	4.19	3.72
DPS (USD)	0.027	0.057	0.070	0.077
Div. Yield (%)	1.31%	1.88%	1.76%	1.93%

Source: Bloomberg, Samsonite

*All multiples & yields based on current market price

Valuation Method

P/E

研究員

陳耕

chengeng@phillip.com.cn

+8621 63512937-107

新秀麗國際在 2014Q1 的銷售額同比增長 9.6%至 5.11 億美元。撇除匯率變動影響，1 季度銷售額增速為 12.3%。亞洲、北美洲、歐洲和拉丁美洲的銷售增速分別為 19.1%、4.5%、9.8%和 17.3%，亞洲和歐洲的銷售增速顯著超出預期。

亞洲的主要市場日本、印度和韓國的 Q1 增速分別達到 28.1%、33.8%和 24.6%，有效彌補了其亞洲第一大市場—中國的 1.1%的疲弱增長。American Tourister 和 Samsonite Red 兩個品牌推動了亞洲銷售額的增長。此外，泰國、印尼和菲律賓幾個新興地區的銷售增長表現不俗。

歐洲在 Q1 的 9.8%的銷售增速得益於幾個核心市場的突出表現，如法國同比增長 14.7%，俄羅斯增長 18.8%以及英國增長 14.1%。而義大利和西班牙經濟的初步復蘇帶動其銷售額分別增長 10.9%和 5.4%。未來我們可以對歐洲業務的增長抱有更多期望。2013 年末，新秀麗國際的帳面現金較 2012 年末增加 49%至 2.25 億美元，存貨增加 7.5%至 2.98 億，而總債務則下降 58%至 0.14 億，公司淨現金達到 2.1 億美元，顯示了強大的財務狀況。

淨營運資本增長 13.6%至 2.63 億美元，淨營運資本比率為 12.9%，較 2013 年增加 0.3 個百分點，保持穩定，反映了較高的運營效率和財務管控水準。

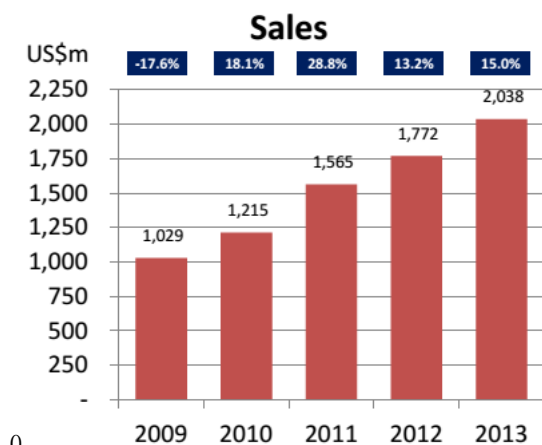
新秀麗國際的 2014 年看點不少，包括：中國區業績恢復增長、High Sierra 和 Hartmann 在亞洲和歐洲的業務拓展、中低端品牌的發展以及潛在的品牌收購。我們認為，這些看點均能夠給予公司業績以正面驅動，且不确定性較低。

我們認為，新秀麗國際正處於內生和外延型增長的最佳階段，市場對於其的評價較佳，但尚未享有更高的估值溢價。結合公司的策略和市場規模增長的判斷，我們認為新秀麗國際的市值仍有較大上升空間。我們首次給予新秀麗國際“買入”評價，12 個月目標價為 31 港元，相當於 26 倍的 2014 年市盈率和 23 倍的 2015 年預期市盈率。

成功運營策略驅動業績持續增長

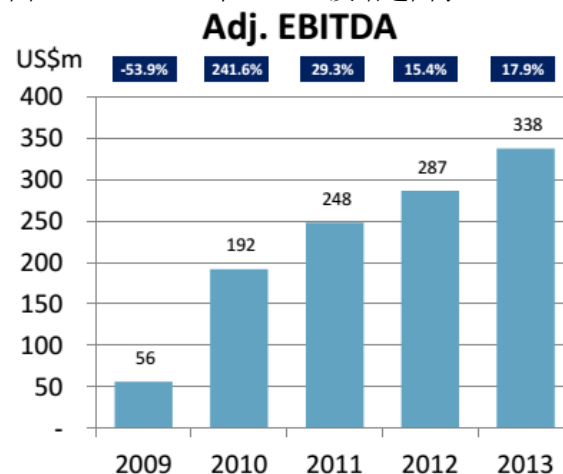
得益於全球旅行需求的持續上升，尤其是金融危機後新興市場的國際旅遊需求增長強勁，新秀麗國際的銷售額和利潤保持兩位數的較快增長，如圖。這一數字對於一個在超過 40 個國家從事箱包業務的大型跨國消費品牌頗為難得。

圖 1，2009–2013 年銷售額及增速圖示



來源，公司資料

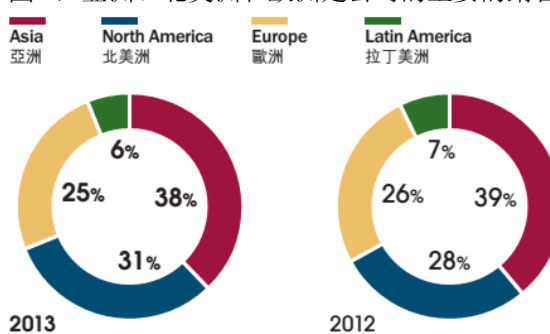
圖 2，2009–2013 年 EBITDA 及增速圖示



來源，公司資料

2013 年新秀麗國際的銷售額首次突破 20 億美元，而經調整的 EBITDA 增幅連續四年超過 15%。自從 2009 年公司開始轉型計畫以來，公司銷售額上升接近 1 倍，而經調整的 EBITDA 增長近 6 倍。

圖 3，亞洲、北美洲和歐洲是公司的主要的銷售額來源區域

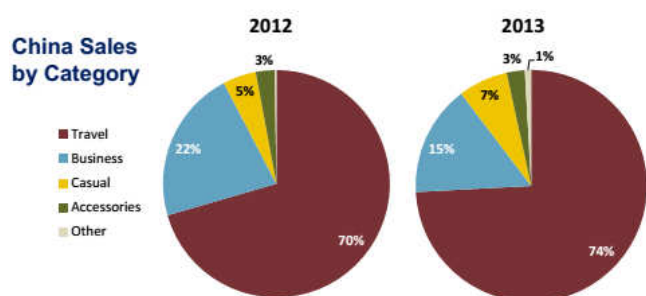


來源，公司資料

新秀麗國際的四大經營策略分別是：創新、產品多元化、投資產品研發和保持業務增長，以此來提升股東價值，推動公司市值增長。輕巧、耐用及多功能是新秀麗公司的核心價值。在匯率變動、政治氣候改變以及新興市場增長放緩的紛繁外部環境中，公司管理層通過卓有成效的運營成功脫穎而出，經營業績保持穩健且較快增長。我們認為，新秀麗管理層的策略具有一致性且不失靈活，是成功的運營策略。同時，這也反映了公司管理層的價值。

多元化的產品組合提升品牌價值

圖 4，旅行產品比例超七成，商務和休閒成為重要組成部分



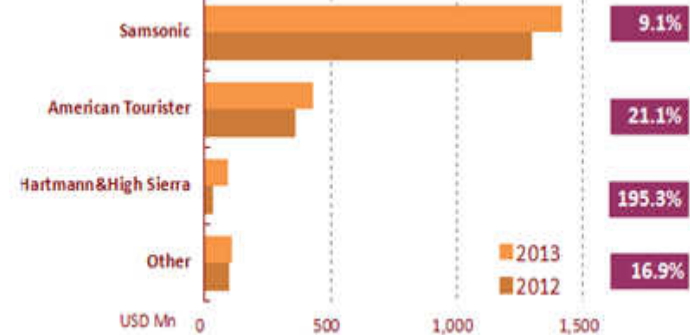
來源，公司資料

傳統的新秀丽品牌是一個定位較為單一的旅行箱品牌，以高品質、多功能和耐用著稱，公司在上世紀 90 年代收購的平價旅行箱品牌 American Tourister 仍然是延續這一思路。進入 21 世紀後，尤其是 2009 年以來，公司管理層通過擴充新秀丽子品牌和收購來豐富公司的市場定位和產品組合，將新世界的時尚和休閒的元素注入新秀丽品牌組合。這一轉型不僅提升了品牌價值，也直接驅動了公司的業績持續增長。

核心品牌簡介：

- ◆ Samsonite: 即新秀丽品牌，誕生於 1910 年美國，是享譽世界的箱包品牌，以高品質、多功能、符合人體工程學設計的中高端箱包產品著稱，產品分為旅行、公文和休閒系列。
- ◆ American Tourister: 即美旅品牌，誕生於 1910 年美國，主要是面向年輕人及其家庭的平價旅行箱產品。上世紀 90 年代加入新秀丽集團。
- ◆ High Sierra: 休閒、戶外和探險旅行箱產品系列，將新秀麗的產品組合延伸至休閒、戶外及運動產品市場。2012 年加入新秀丽集團。
- ◆ Hartmann: 超過 130 年曆史的高端箱包和皮具品牌。2012 年加入新秀丽集團。

圖 5，核心品牌保持穩健增長，新收購品牌則增長顯著。

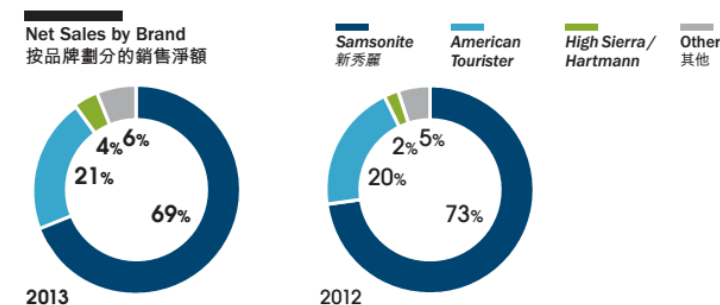


來源，公司資料及輝立證券

公司的轉型初具成效。目前，新秀丽品牌的銷售額比重由五年前的 75% 降至目前的 69%。American Tourister 品牌成為公司在亞洲的主要增長動力，占到全球業務的 21%。收購

High Sierra 和 Hartmann 使品牌定位更趨多元，並正成為公司增速最快的品牌。

圖 6，新秀丽品牌的銷售額比重下降，品牌日趨多元化



來源，公司資料及輝立證券

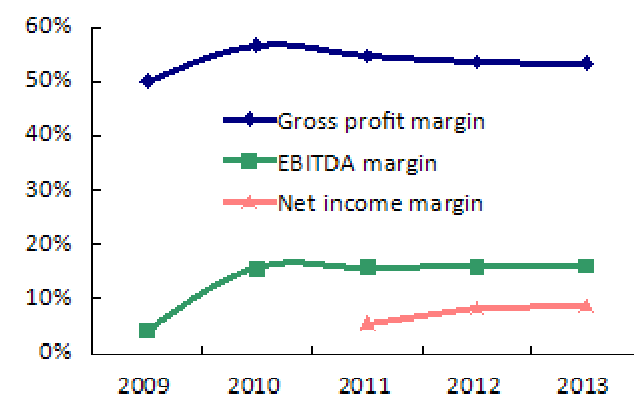
2014 年 Q1 業績優於預期

新秀丽國際在 2014Q1 的銷售額同比增長 9.6% 至 5.11 億美元。撇除匯率變動影響，1 季度銷售額增速為 12.3%。亞洲、北美洲、歐洲和拉丁美洲的銷售增速分別為 19.1%、4.5%、9.8% 和 17.3%，亞洲和歐洲的銷售增速顯著超出預期。

亞洲的主要市場日本、印度和韓國的 Q1 增速分別達到 28.1%、33.8% 和 24.6%，有效彌補了其亞洲第一大市場—中國的 1.1% 的疲弱增長。American Tourister 和 Samsonite Red 兩個品牌推動了亞洲銷售額的增長。此外，泰國、印尼和菲律賓幾個新興地區的銷售增長表現不俗。

歐洲在 Q1 的 9.8% 的銷售增速得益於幾個核心市場的突出表現，如法國同比增長 14.7%，俄羅斯增長 18.8% 以及英國增長 14.1%。而義大利和西班牙經濟的初步復蘇帶動其銷售額分別增長 10.9% 和 5.4%。未來我們可以對歐洲業務的增長抱有更多期望。

圖 7，EBITDA 利潤率和淨利潤率持續小幅上升



來源，公司資料及輝立證券

穩固的資產負債表

2013 年末，新秀丽國際的帳面現金較 2012 年末增加 49% 至 2.25 億美元，存貨增加 7.5% 至 2.98 億，而總債務則下降 58% 至 0.14 億，公司淨現金達到 2.1 億美元，顯示了強大的財務狀況。

淨營運資本增長 13.6% 至 2.63 億美元，淨營運資本比率為 12.9%，較 2013 年增加 0.3 個百分點，保持穩定，反映了

較高的運營效率和財務管控水準。

風險

匯率變動風險；
各國的政治及經濟風險；
中國業務疲弱狀況持續；
歐洲復蘇程度未如預期；
競爭加劇。

估值

新秀麗國際的 2014 年看點不少，包括：中國區業績恢復增長、High Sierra 和 Hartmann 在亞洲和歐洲的業務拓展、中低端品牌的發展以及潛在的品牌收購。我們認為，這些看點均能夠給予公司業績以正面驅動，且不確定性較低。

我們認為，新秀麗國際正處於內生和外延型增長的最佳階段，市場對於其的評價較佳，但尚未享有更高的估值溢價。結合公司的策略和市場規模增長的判斷，我們認為新秀麗國際的市值仍有較大上升空間。我們首次給予新秀麗國際“買入”評價，12 個月目標價為 31 港元，相當於 26 倍的 2014 年市盈率和 23 倍的 2015 年預期市盈率。

FYE	FY11	FY12	FY13	FY14F	FY15F
Valuation Ratios					
P/E (X), adj.	26.09	19.56	24.27	26.18	23.13
P/B (X)	2.41	2.74	3.57	4.19	3.72
EV/EBITDA (X), adj.	8.50	9.99	12.60	11.51	10.08
Dividend Yield (%)	1.34%	1.31%	1.88%	1.76%	1.93%
Per share data (USD)					
EPS, reported	0.060	0.105	0.125	0.152	0.172
EPS, adj.	0.060	0.105	0.125	0.152	0.172
DPS	0.021	0.027	0.057	0.070	0.077
BVPS	0.650	0.750	0.850	0.950	1.070
Growth & Margins (%)					
Growth					
Revenue	28.80%	13.23%	15.01%	12.22%	10.41%
EBITDA	29.30%	15.73%	17.77%	12.46%	11.34%
Net Income, adj.	-75.50%	70.11%	18.92%	21.75%	13.20%
Margins					
EBITDA margin	15.85%	16.20%	16.58%	16.62%	16.76%
Net profit margin	6.65%	9.42%	9.67%	10.46%	10.76%
Key Ratios					
ROE (%)	9.23%	14.00%	14.71%	16.02%	16.10%
ROA (%)	5.63%	8.16%	9.10%	10.25%	10.81%
Net Debt/(Cash)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Net Gearing (X)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Income Statement (USD mn)					
	FY11	FY12	FY13	FY14F	FY15F
Revenue	1,565	1,772	2,038	2,287	2,525
EBITDA	248	287	338	380	423
EBIT	209	242	281	330	373
EBT	139	225	270	326	370
Tax	36	58	73	87	98
Tax rate	25.90%	25.78%	27.04%	26.60%	26.60%
Profit for the year	104	167	197	239	272
Minority interests	17	18	21	25	29
Net profit	87	148	176	214	243

Source: BLOOMBERG, Samsonite and Phillip Securities

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm$ 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd
Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
Tel : (65) 6533 6001
Fax : (65) 6535 6631
Website: www.poems.com.sg

HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
Tel (852) 22776600
Fax (852) 28685307
Websites: www.phillip.com.hk

INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia
ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
Tel (62-21) 57900800
Fax (62-21) 57900809
Website: www.phillip.co.id

THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd
15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
Tel (66-2) 6351700 / 22680999
Fax (66-2) 22680921
Website www.phillip.co.th

UNITED KINGDOM

King & Shaxson Capital Limited
6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
Tel (44-20) 7426 5950
Fax (44-20) 7626 1757
Website: www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia
Level 12, 15 William Street,
Melbourne, Victoria 3000, Australia
Tel (613) 96188238
Fax (613) 92002272
Website: www.phillipcapital.com.au

MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
Tel (603) 21628841
Fax (603) 21665099
Website: www.poems.com.my

JAPAN

PhillipCapital Japan K.K.
Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
Tel (81-3) 35953631
Fax (81-3) 35953630
Website: www.phillip.co.jp

CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd
No 436 Heng Feng Rd,
Greentech Tower Unit 604, Shanghai
Postal code 200070
Tel (86-21) 51699400
Fax (86-21) 63532643
Website: www.phillip.com.cn

FRANCE

King & Shaxson Capital Limited
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
Tel (33-1) 45633100
Fax (33-1) 45636017
Website: www.kingandshaxson.com

UNITED STATES

Phillip Futures Inc
141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
Tel +1.312.356.9000
Fax +1.312.356.9005