

【事件】

(1) 2026 年上半年，公司实现销售净额 16.81 亿美元，同比增长 1.1%；按固定汇率计同比下降 0.7%。毛利率为 60.5%，同比提升 1.3 个百分点。股权持有人应占溢利为 9,090 万美元，同比下降 23.1%；经调整 EBITDA 为 2.46 亿美元，同比下降 8.5%，经调整 EBITDA 利润率为 14.6%，剔除关税退款后为 13.7%。

(2) 公司于 2026 年 8 月 12 日签订协议，拟以 1.785 亿美元现金收购数字原生旅行及生活方式品牌 BÉIS 的 85% 股权，以扩大对年轻、以女性为主消费者的覆盖，并提升生活方式箱包业务占比。交易预计于 2026 年第四季度完成，尚待监管批准及其他交割条件达成。

【点评观点】

相关报告

- 1. 亚洲与拉丁美洲增长抵消部分北美压力，中国区销售同比+14.3%。**
上半年亚洲销售额为 6.32 亿美元，同比及按固定汇率计分别+1.0%、+1.1%；其中中国销售同比 14.3%（按固定汇率+8.2%），部分抵消印度及中东的影响，剔除中东及印度后亚洲地区销售按固定汇率+5.7%。北美销售额为 5.39 亿美元，同比-3.8%、按固定汇率-3.9%，主要受通胀、旅行需求及消费者信心转弱，以及批发客户谨慎采购影响。欧洲呈报+6.1%，但按固定汇率仅+0.3%；拉丁美洲呈报+11.2%、按固定汇率+3.1%，墨西哥销售增长构成主要贡献。
- 2. 毛利率改善，但整体弱需求导致经营费用杠杆提升。**上半年毛利率同比+1.3pts 至 60.5%，其中包括 1,660 万美元美国关税退款；剔除退款后毛利率为 59.5%，仍同比+0.3pts，原因为品牌、渠道及产品组合改善与供应链效率提升。利润率由 7.8% 降至 5.8%，股权持有人应占溢利率约为 5.4%，同比-1.7pts，主要由于分销费用率、营销和一般及行政费用率分别同比+2.0pts、+0.6pts、+0.3pts。
- 3. DTC 是主要经营亮点，现金流和利润率展望保持韧性。**上半年 DTC 销售按固定汇率+1.6%；DTC 电商按固定汇率+6.4%，其中中国 DTC 电商按固定汇率+14.0%。经营活动现金流同比+70.5%至 2.08 亿美元。根据业绩会，下半财年预计毛利率在排除关税退税影响下仍将维持稳定，经调整 EBITDA 利润率预计较二季度继续环比改善。

研究部

姓名：冯浩

SFC: BUQ780

电话：755-2151 9167

Email: fenghao@gyzq.com.hk

4. **BÉIS 收购拓展年轻女性市场，并加快生活方式箱包布局。**公司宣布收购的 BÉIS 品牌有助于触达年轻女性客群，并扩大生活方式箱包业务。BÉIS 品牌过去持续实现销售额双位数增长，并在 2026 年延续趋势，品牌利润率和公司自身相若。按 2.1 亿美元企业价值及 BÉIS 2025 年 2.1 亿美元销售额计算，对应 EV/Sales 约 1.0 倍，预计并表后对公司利润率影响中性。
5. **品牌重整、股东回报与美国双重上市构成下一阶段战略变量。**TUMI 新管理团队到任约三个月，正通过改善 DTC 体验、强化产品创新与品牌叙事重整北美业务，管理层维持未来六至七年 TUMI 规模翻倍的长期目标。公司已于 7 月支付 1.40 亿美元股息，并于 6 月完成 5,000 万美元股份回购；管理层表示将继续派息及进行机会型回购，在美国上市后回购安排可能更趋常态化。美国双重上市准备工作已就绪，若交易及宏观市场条件改善，公司计划于 2026 年完成。

➤ **点评观点：**

公司是拥有深厚品牌力的箱包集团公司，管理层承诺稳定的分红政策。目前公司处于战略转型阶段，目前公司中国市场和 DTC 业务逐步恢复增长，业绩期内主要受中东地缘政治及美国批发客户采购谨慎因此影响收入。公司预期未来关税和中东冲突影响消退后恢复增长趋势。

我们认为，目前公司部分品牌处于转型阶段，在中国市场、DTC 业务有部分成效，另外在品牌叙事提升、扩充年轻化客群等方面开始布局。目前公司估值处于历史低位，当前在稳定分红背景下静态股息率超过 6%，未来美国双重上市对估值或有稳定或提升作用。建议保持关注。

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>