

公司報告

雅詩蘭黛 (EL US)

增长重启但分化，估值反映充分；上调评级至中性

- PRGP计划执行到位，中国市场及数字化初显成效
- 关税及旅游零售限制上行空间，复苏估值合理
- 上调评级至中性；DCF目标价对应26年底43.5倍市盈率

复苏迹象初现，增长动力仍显脆弱

随着公司恢复全年业绩指引，并在主要市场出现稳定迹象，我们将公司评级由减持上调至中性。尽管四财季业绩基本符合预期（有机销售增长下降13%，每股收益0.09美元），但公司恢复发布26财年指引——预计销售额将以低单位数百分比增长、利润率小幅提升及每股收益转正。与25财年大部分时间缺乏业绩可见性的情况相比，这标志着公司经营前景出现了显著改善。此外，“重塑美妆新境”计划（Beauty Reimagined）初见成效：北美下半年市场份额回升（尽管基数较低）；中国零售销售实现中个位数增长，7月动能延续；公司正加速布局亚马逊（美国市场已有11个品牌上线）和品牌官网等结构性优势渠道。26财年创新速度预计将提升三倍，12个月周期内新品发布占比将达16%。然而，我们对复苏的持久性和广度保持谨慎。旅游零售仍占销售15%，波动较大；中国市场虽已触底反弹，但我们认为复苏更多是低基数效应的周期性表现，而非结构性需求加速增长。与此同时，尽管渠道结构在逐步改善，公司高度依赖百货渠道（约占北美市场1/3）仍然影响整体业绩稳定性。我们的26-27年盈利预测处于指引下限且低于市场共识，这反映了我们对增长动力仍显脆弱的判断。考虑到股票已从六个月低点上涨21%，且当前交易价格约为26财年指引中值每股收益预测的43倍，我们难以在缺乏更明显持续且广泛的收入加速证据前给予更积极的评级。目前，我们保持观望，等待最佳的买入点或更明确的运营杠杆显现。

关键电话会议要点

- **PRGP与关税：**25财年PRGP计划表现超预期，裁员3,200多个岗位，计提费用6.1亿美元。26财年预计EBIT（9.4%-9.9%）受益于销售及行政费用杠杆，但受1亿美元关税影响。
- **26财年展望与战略重点：**26财年指引有机销售同比增长0-3%，每股收益1.9-2.1美元。增长驱动因素包括中国市场、新兴市场、创新（占25%）、线上扩张及成本控制。

盈利变化、估值与风险

- 基于最新指引和关税影响，我们下调26-27年净利润预测4%-10%。
- 我们更新了DCF模型，将未来现金流折现至2025财年末。目标价从56.2美元上调至82.0美元，对应26年底43.5倍市盈率，对标其10年平均估值水平。
- **上行风险：**PRGP计划带来的成本效率提升与中国市场复苏。
- **下行风险：**旅游零售复苏缓慢，美国和中国市场份额流失。

财务摘要

财年截至 6 月 30 日 百万美元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	15,609	14,326	14,064	14,253	15,078
yoy	-2.1%	-8.2%	-1.8%	1.3%	5.8%
经调整净利润	936	545	679	928	1,112
yoy	-25%	-42%	25%	37%	20%
经调整稀释后每股收益 (美元)	2.60	1.51	1.88	2.57	3.08
P/E	33.3x	57.4x	46.1x	33.7x	28.1x
ROE	17.6%	14.1%	17.0%	21.0%	22.1%

资料来源：公司、招商證券 (香港) 预测；股价截至2025年8月20日

黄铭谦

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

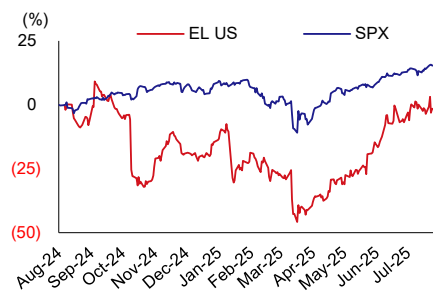
最新变动

鉴于增长恢复但仍显脆弱，我们将雅诗兰黛评级上调至中性。

▲ 中性

前次	减持
股价 (2025年8月20日)	86.6美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	82.0美元(-9.5%)
前次	56.2美元

股价表现



资料来源：彭博；股价截至2025年8月21日

%	1m	6m	12m
EL US	0.6	21.4	-4.8
SPX	1.4	4.6	14.3

行业：美妆护肤

SPX指数 (2025年8月20日) 6,396

重要数据

52周股价区间 (美元)	48.3 - 103.3
市值 (百万美元)	20,758
日均成交额 (百万美元)	8.66
总股数 (百万股)	360.3
自由流通量	74.8%

主要股东

Vanguard Group Inc/T	11.54%
BlackRock Inc	6.64%
State Street Corp	4.52%
Edgewood Management	2.44%

资料来源：公司、彭博

相关报告

1. 雅诗兰黛 (EL US) - 三财季超预期但透支四季度盈利，缺乏长期增长动力(减持) (2025/5/8)
2. 雅诗兰黛 (EL US) - FQ2 a beat but path to recovery remains volatile (减持) (2025/2/7)
3. 雅诗兰黛 (EL US) - 25财年没有改善迹象：减持(减持) (2025/11/4)

四财季业绩亮点/分析师电话会议要点

净销售额与毛利率

- 第四财季净销售额同比下降12%，至34.1亿美元，内生净销售额下降13%，主要受全球旅游零售持续疲软以及北美和欧洲市场需求走软的影响。
- 报告及调整后全年毛利率维持在74.0%，同比提升230基点，得益于PRGP推动的运营效率提升、减值损失减少以及战略性定价举措。然而，尽管销售额大幅下降，四财季毛利率同比持平，维持在72.0%。
- 2025财年线上销售占比达到31%，同比提升300基点，主要受亚马逊扩展（美国11个品牌，加拿大3个品牌）、东南亚市场（Shopee、TikTok）表现增强以及品牌官网增长的推动。

地区业绩表现

- **美洲地区**
 - 全年净销售额下降4%，四财季下降6%。零售销售优于出货量，下半年The Ordinary、Clinique和Estée Lauder实现了市场份额的持续提升。
 - 百货公司渠道仍面临结构性挑战；增长主要由DTC和亚马逊推动。
 - 营业收入转为负值，主因9.11亿美元减值影响（Too Faced、TOM FORD）、1.59亿美元滑石粉诉讼费用，以及旅游零售业务疲软导致内部授权费用下降。
- **EMEA（欧洲、中东及非洲）**
 - 净销售额同比下降12%，主要由于全球旅游零售出现双位数百分比下滑。
 - 旅游零售受中国消费者购买转化率持续低迷、库存调整及零售商向更高利润免税模式转型的压力影响。
 - 营业收入同比下降27%，但由PRGP主导的成本节约和较低的特许权使用费部分抵消了影响。
- **亚太地区**
 - 2025财年净销售额下降7%，第四财季下降3%，主要由于韩国和中国香港特别行政区表现疲软。
 - 中国大陆零售销售在25财年下半年实现中单位数百分比增长，护肤品和香水市场份额提升。
 - 海蓝之谜、TOM FORD 和祖·玛珑等品牌引领了618促销活动，定点创新和渠道扩展（如The Ordinary在天猫、丝芙兰）提供了品牌支持。
 - 营业收入同比下降96%，主要受销售额下滑及缺乏地方政府补贴影响。

营业收入/利润率

- 2025财年报告营业亏损为7.85亿美元，而2024财年为盈利9.7亿美元，主要由于13亿美元的资产减值（Dr.Jart+、TOM FORD、Too Faced）及重组影响。
- 调整后营业收入同比下降28%至11.5亿美元，调整后营业利润率收缩220基点至8.0%。
- 第四财季调整后营业收入下降61%至1.37亿美元，利润率因面向消费者投资增加580基点（同比上升400基点）而被压缩，通过PRGP实现非面向消费者费用减少6%形成部分抵消。

PRGP、关税与成本措施

- 2025财年PRGP执行超出内部目标，在销售杠杆减弱的情况下仍实现了利润率提升。
 - 截至2025财年末，累计发生重组费用6.1亿；裁撤岗位超过3,200个。
 - 外包、采购及共享服务优化将在26-27财年进一步帮助成本节省。
- 2026财年调整后营业利润率指引为**9.4%–9.9%**，主要受SG&A杠杆效应及PRGP执行推动。
- 预计关税不利因素将影响26财年利润约**USD1亿美元**，部分通过以下措施缓解：
 - 区域制造转移（如日本工厂、欧盟采购）。
 - 供应链灵活性及有选择的定价措施。
 - 鉴于本土采购，美国关税风险仍然有限；中国相关风险已从25%降至约10%。

2026财年前景及战略重点

- **2026财年有机净销售额指引：持平至增长3%**，主要由以下因素驱动：
 - 中国实现中单位数百分比增长，旅游零售业务趋于稳定。
 - 在西方（尤其是欧洲）宏观不确定性下，其他市场实现低单位数百分比增长。
 - 新兴市场实现高单位数百分比增长。
- **调整后每股收益指引：1.9–2.1美元**，意味着同比增长26%-39%。
- 2026财年的关键驱动因素包括：
 - **创新加速**：目标实现新产品占销售额的25%，其中16%的2026财年创新产品将在一年内推出。
 - **渠道多元化**：在亚马逊（现已进入英国、墨西哥）、TikTok Shop及药房渠道扩展。
 - **品牌组合强化**：The Ordinary、La Mer、Jo Malone 和 TOM FORD 持续保持增长势头。
 - **成本管控**：持续优化销售及管理费用，提升外包比例，并在市场营销/媒体投资中应用人工智能以提升投资回报率。

图1：盈利调整

USD mn	New			Old			Diff (%)		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
Revenue	14,064	14,253	15,078	13,936	14,317	n.a	0.9%	-0.4%	n.a
Gross Profit	10,478	10,761	11,535	10,522	10,952	n.a	-0.4%	-1.7%	n.a
EBIT - adjusted	1,299	1,681	1,963	1,240	1,719	n.a	4.8%	-2.3%	n.a
Net profit - adjusted	679	928	1,112	706	1,031	n.a	-3.8%	-10.0%	n.a
GPM	74.5%	75.5%	76.5%	75.5%	76.5%	n.a	-1ppt	-1ppt	na
EBIT Margin - adjusted	9.2%	11.8%	13.0%	8.9%	12.0%	n.a	0.3ppt	-0.2ppt	na
NPM - adjusted	4.8%	6.5%	7.4%	5.1%	7.2%	n.a	-0.2ppt	-0.7ppt	na

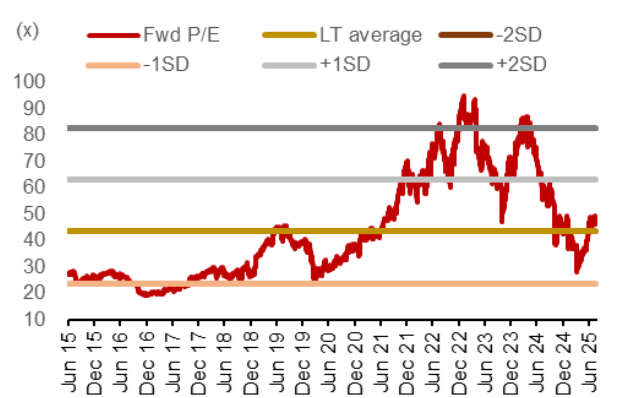
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图2：招证对比一致预测

USD mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
Revenue	14,064	14,253	15,078	14,795	15,367	16,423	-4.9%	-7.2%	-8.2%
Gross Profit	10,478	10,761	11,535	10,999	11,509	12,451	-4.7%	-6.5%	-7.4%
EBIT - adjusted	1,299	1,681	1,963	1,405	1,740	2,051	-7.6%	-3.4%	-4.3%
Net profit - adjusted	679	928	1,112	735	991	1,216	-7.6%	-6.4%	-8.5%
GPM	74.5%	75.5%	76.5%	74.3%	74.9%	75.8%	0.2ppt	0.6ppt	0.7ppt
EBIT Margin - adjusted	9.2%	11.8%	13.0%	9.5%	11.3%	12.5%	-0.3ppt	0.5ppt	0.5ppt
NPM - adjusted	4.8%	6.5%	7.4%	5.0%	6.4%	7.4%	-0.1ppt	0.1ppt	0ppt

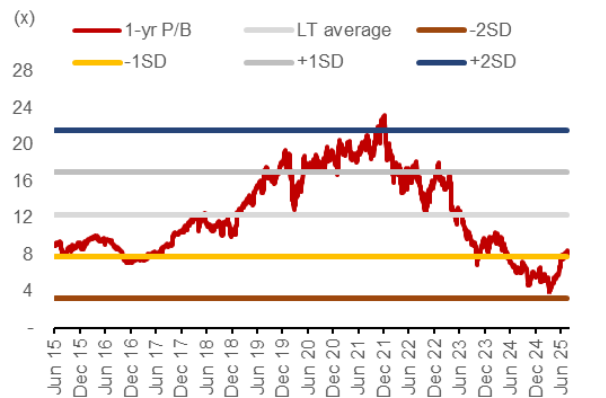
资料来源：公司数据、Visible Alpha、招商证券（香港）预测

图3：前瞻市盈率



资料来源：彭博，招商证券（香港）预测

图4：市净率



资料来源：彭博，招商证券（香港）

图5: DCF 估值

DCF Valuation (USD mn)	
NPV	9,554
+ Terminal value	25,845
= EV	35,400
- Net debt	(5,794)
= Total EV	29,605
No. of shares (mn)	361
Discounted value per share (USD)	82.0

Weighted Average Capital Assumptions	
Debt Level	64.6%
Equity Level	35.4%
Tax Rate	35.0%
Borrowing Premium	0.0%
After-Tax Cost of Debt	2.6%
Risk-Free Rate	4.0%
Risk Premium	6.0%
Beta	1.0
Cost of Equity	10.1%
Weighted Average Cost of Capital	5.2482%
Long-Term Growth	2.0%

资料来源: 彭博, 招商证券 (香港) 预测

图6: DCF 目标价敏感性分析

Sensitivity to WACC and long-term growth

82.0	5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%
1.8%	83.5	80.5	77.7	75.0	72.5
1.9%	85.9	82.7	79.8	77.0	74.3
2.0%	88.4	85.1	82.0	79.0	76.3
2.1%	91.1	87.6	84.3	81.2	78.3
2.2%	94.0	90.3	86.8	83.5	80.5

Sensitivity to RF and long-term growth

82.0	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%
1.8%	82.1	79.8	77.7	75.6	73.6
1.9%	84.4	82.0	79.8	77.6	75.5
2.0%	86.9	84.4	82.0	79.7	77.5
2.1%	89.5	86.8	84.3	81.9	79.6
2.2%	92.3	89.5	86.8	84.3	81.8

Sensitivity to RF and Equity Risk Premium (ERP)

82.0	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%
4.0%	118.1	113.8	109.9	106.1	102.6
5.0%	100.4	97.2	94.2	91.3	88.6
6.0%	86.9	84.4	82.0	79.7	77.5
7.0%	76.1	74.1	72.2	70.3	68.5
8.0%	67.4	65.7	64.1	62.6	61.1

资料来源: 彭博, 招商证券 (香港) 预测

2025 年 8 月 21 日 (星期四)

财务预测表

资产负债表

美元百万	2024	2025	2026E	2027E	2028E
物业, 厂房及设备	3,136	3,172	2,910	2,711	2,583
商誉资产	2,486	1,200	1,200	1,200	1,200
其他无形资产	4,841	4,841	4,841	4,841	4,841
其他非流动性资产	3,293	3,644	3,644	3,644	3,644
非流动性资产总值	13,756	12,857	12,595	12,396	12,268
库存	2,175	2,074	1,688	1,710	1,809
应收账款及预付款	1,727	1,530	1,758	1,782	1,885
其他	625	544	544	544	544
银行结余及现金	3,394	2,887	3,237	3,733	4,315
流动性资产总值	7,921	7,035	7,226	7,769	8,553
资产总值	21,677	19,892	19,822	20,165	20,821
应付款项	1,440	1,497	1,336	1,283	1,357
运营租赁负债	354	406	406	406	406
当前负债	504	3	3	3	3
其他流动负债	3,404	3,529	3,529	3,529	3,529
流动负债	5,702	5,435	5,274	5,221	5,295
长期借款	7,267	7,314	7,284	7,254	7,224
长期租赁	1,701	1,744	1,744	1,744	1,744
其他非流动负债	1,693	1,534	1,534	1,534	1,534
非流动负债	10,661	10,592	10,562	10,532	10,502
总负债	16,363	16,027	15,836	15,753	15,797
股本	6	6	6	6	6
储备	13,427	12,176	12,296	12,723	13,335
其他	(8,119)	(8,317)	(8,317)	(8,317)	(8,317)
非控股权益	-	-	-	-	-
权益总额	5,314	3,865	3,986	4,413	5,024
权益与负债总额	21,677	19,892	19,822	20,165	20,821

现金流量表

美元百万	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	391	-633	679	928	1,112
折旧和摊销	825	829	839	769	717
递延所得税	-265	-396	0	0	0
非货币性金融 (收入) / 费用	325	81	0	0	0
PPE 处置损失	9	0	0	0	0
与重组相关的非现金费用	7	0	0	0	0
营运资本变动	631	349	-3	-100	-128
其他	437	1,042	0	0	0
来自经营活动的现金流	2,360	1,272	1,515	1,598	1,701
资本支出	-919	-602	-577	-570	-588
合并范围变动的影响	0	0	0	0	0
其他	-41	-34	0	0	0
来自投资活动的现金流	-960	-636	-577	-570	-588
已付股息	-947	-618	-558	-501	-501
股权回购	-35	0	0	0	0
其他	-1,053	-525	-30	-30	-30
来自融资活动的现金流	-2,035	-1,143	-588	-531	-531
净现金流	-635	-507	350	496	582

损益表

美元百万	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	15,609	14,326	14,064	14,253	15,078
销售成本	-4,425	-3,729	-3,586	-3,492	-3,543
毛利	11,184	10,597	10,478	10,761	11,535
经销开支	-3,657	-3,725	-3,446	-3,421	-3,619
行政开支	-4,464	-4,028	-4,079	-3,991	-4,222
其他	-1,475	-1,698	-1,655	-1,669	-1,731
经营溢利	1,588	1,146	1,299	1,681	1,963
财务成本	-198	-255	-254	-253	-252
合资企业收益份额及其他	0	0	0	0	0
税前利润	1,390	891	1,045	1,428	1,711
所得税开支	-435	-346	-366	-500	-599
净利润	955	545	679	928	1,112
非控股权益	-19	0	0	0	0
本公司拥有人应占利润	936	545	679	928	1,112
经调整摊薄每股盈利 (美元)	2.60	1.51	1.88	2.57	3.08
每股股息 (美元)	2.65	1.71	1.40	1.40	1.40

财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
同比增长率变化					
收入	-2.1%	-8.2%	-1.8%	1.3%	5.8%
毛利	-3.0%	-15.7%	-3.8%	-2.6%	1.5%
经营利润	-12.9%	-27.8%	13.3%	29.4%	16.8%
经调整净利润	-24.8%	-41.8%	24.6%	36.7%	19.9%
利润率					
毛利润率	71.7%	74.0%	74.5%	75.5%	76.5%
经营利润率	10.2%	8.0%	9.2%	11.8%	13.0%
经调整净利润率	6.0%	3.8%	4.8%	6.5%	7.4%
流动性					
应收账款天数	50.9	52.8	43.8	43.8	43.8
库存天数	40.4	39.0	45.6	45.6	45.6
应付账款天数	33.7	38.1	34.7	32.9	32.9
现金周转天数	57.6	53.7	54.8	56.6	56.6
现金流与杠杆率					
自由现金流	616	-159	100	258	396
净负债率	82.4%	114.6%	101.6%	79.9%	58.0%
股息分配比率	101.9%	113.2%	73.8%	54.0%	45.0%
股息率	3.1%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%
回报分析					
ROE	17.6%	14.1%	17.0%	21.0%	22.1%
ROA	4.3%	2.7%	3.4%	4.6%	5.3%
ROCE	7.5%	4.4%	5.4%	7.9%	9.4%
估值倍数					
P/E	33.3	57.4	46.1	33.7	28.1
P/B	5.9	8.1	7.8	7.1	6.2

数据来源: 公司披露, 招商证券 (香港) 预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(招商证券)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828