

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

雅诗兰黛 (EL US)

复苏进行时：上调评级至增持

- 关键市场基本面改善，业绩反转可期
- PRGP效率加速提升；强劲一季度表现为业绩反转奠定基础
- 上调净利润预测10-15%，上调评级至增持；目标价基于45.0倍27财年中市盈率

随着一季度复苏及PRGP持续推进，公司正走出低谷

鉴于关键市场基本面持续改善及利润恢复与增长计划 (PRGP) 的有力执行，我们在当前基本面拐点将雅诗兰黛评级上调至增持。近期公司发展已显著改变了我们此前的谨慎立场：

- **中国市场复苏势头增强**：中国大陆市场在26财年一季度实现高单位数内生净销售增长，主要受益于各品类与渠道的市场份额提升。值得注意的是，我们追踪的高频数据显示，9月天猫平台GMV同比增长17%，其中海蓝之谜实现106%的高速增长，抖音平台表现同样强劲。
- **亚洲旅游零售趋于稳定**：经历长期低迷后，库存已回归正常，黄金周期间销售实现两位数有机增长，显示消费者客流正逐步回暖。
- **美国市场趋势改善**：雅诗兰黛在护肤和香水等核心品类实现市场份额提升，受益于渠道多元化（如Amazon、TikTok Shop）以及Clinique和MAC等品牌的营销活动。

各大市场改善以及 PRGP 举措取得的显著进展，使我们有信心公司正坚定地走在复苏轨道上。估值方面，当前公司股价对应 41 倍远期市盈率，仍低于亚洲旅游零售及中国市场作为公司主要增长引擎时期的水平。当前估值较同行均值溢价约 17%，而 25 财年期间的溢价约为 25%。我们认为年中业绩指引上调有望成为进一步上行驱动因素。

盈利预测调整

- 我们将2026-28财年收入预测上调5-9%，假设中国市场同比增长5-7%（此前为0.2%），美国市场同比增长0-2%（此前为0.2-1.5%）。
- 鉴于收入端增速加快，我们下调运营费用率20个基点，以反映PRGP带来的运营效率提升。这将推动我们对26-28财年每股收益预测上调10-15%。

估值与风险

- 我们将即将到来的业绩反转纳入考虑，我们将估值方法由现金流折现切换为市盈率估值。当前目标价基于27财年中45.0倍市盈率，相当于自2020年10月以来5年平均估值的+1个标准差。
- 此前雅诗兰黛经历盈利波动、打破历史估值区间，市盈率并不是一个合适的估值方式。如今，随着盈利改善和利润率扩张更为临近，以及市场情绪更为积极，我们认为市盈率重新成为衡量其上行周期的估值工具。
- 欧莱雅一贯实施高效的资本配置策略，包括并购、持续的研发投入以及对股东的回报，使得贴现现金流模型更适合衡量其长期自由现金流的创造能力。除此之外，我们所覆盖大多数公司的目标价主要基于估值倍数法 (multiple-based)。
- **下行风险**：旅游零售表现疲软，美国和中国市场份额流失，关税影响。

财务摘要

财年截至 6 月 30 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
百万美元					
收入	15,609	14,326	14,783	15,485	16,344
yoy	-2.1%	-8.2%	3.2%	4.7%	5.5%
经调整净利润	936	545	781	1,020	1,261
yoy	-25%	-42%	43%	31%	24%
经调整稀释后每股收益 (美元)	2.60	1.51	2.16	2.82	3.49
P/E	47.4x	53.0x	39.1x	30.9x	27.9x
ROE	17.6%	14.1%	19.4%	23.0%	24.8%

资料来源：公司、招商证券 (香港) 预测；股价截至2025年10月30日

黄铭谦

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

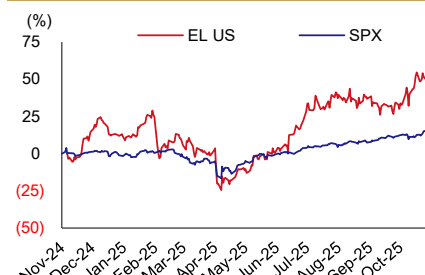
与市场的预期差

我们对雅诗兰黛当前的复苏态势持更积极的看法，并认为公司在年中可能上调业绩指引，这将进一步强化我们评级上调的催化逻辑。

▲ 增持

前次	中性
股价 (25年10月30日)	97.4美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	112.0美元 (+15.0%)
前次	82.0美元

股价表现



资料来源：彭博；股价截至 2025 年 10 月 30 日

%	1m	6m	12m
EL US	10.6	62.4	11.8
SPX	3.4	23.4	18.5

行业：美妆护肤

SPX指数 (2025年10月30日)	6,890
重要数据	
52周股价区间 (美元)	48.3 - 104.3
市值 (百万美元)	35,088
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) - 增长重启但分化，估值反映充分：上调评级至中性 (中性) (2025/8/21)
2. 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)
3. 雅诗兰黛 (EL US) - FQ2 a beat but path to recovery remains volatile (减持) (2025/2/7)

业绩亮点

1. 销售分项分析

- **净销售额：**
 - 报告口径净销售额同比下降1%为35.2亿美元，而内生净销售额同比增长3%，主要得益于香氛和护肤品板块的增长。
- **品类表现：**
 - 香氛：为表现最强劲的品类，内生销售增长15%，主要受奢侈品牌及新品上市带动。
 - 护肤品：实现8%的内生增长，主要受旅游零售销售增加以及The Ordinary和La Mer品牌表现强劲推动。
 - 彩妆：内生销售额略降（-2%），反映去年新品上市的高基数效应以及眼妆细分品类表现疲软。
 - 护发：内生销售额下降7%，主要由于沙龙渠道持续疲软及促销活动减少。

2. 利润率趋势

- 毛利率：同比提升60个基点，至73.3%，得益于促销活动减少、库存减值成本降低及PRGP带来的运营效率提升。
- 营业利润率：尽管对面向消费者举措的投资持续增加，但营业利润率同比提升300个基点至7.3%，体现了成本效率提升和费用杠杆改善。
- 稀释EPS：上涨至0.32美元，高于去年同期的0.14美元，主要得益于销售复苏和利润率扩张。

3. 区域表现

- 亚太地区：实现高单位数百分比内生增长，主要得益于中国大陆的强劲表现（高单位数百分比增长）以及旅游零售趋势的改善，尤其是在黄金周期间（双位数百分比增长）。
- 美洲地区：略有下降，反映出彩妆和护发品类的疲软，但高端香水品牌表现优异。
- EMEA（欧洲、中东及非洲）：同比持平，旅游零售实现增长，但被法国、德国等部分市场的疲软表现抵消。

4. 管理层展望

- 2026财年展望：重申内生销售增长预计持平至增长3%，调整后EPS为1.90美元至2.10美元的指引。
 - 2026财年上半年：受益于旅游零售和中国市场的有利可比基数，预计表现将优于市场。
 - 2026财年下半年：面临更高的同比基数，以及宏观不确定性和西方市场复苏不均衡的压力。

5. PRGP进展

- 成本管理：非面向消费者的销售、一般及行政费用减少3%，而面向消费者的投资增长4%，体现了审慎成本优化策略。
- 运营效率：利润率受益于存货减值成本降低、运营流程优化及战略性重组。
- 重组费用：截至9月30日，累计费用达6.97亿美元，目标在2025至2026财年节约11亿至14亿美元的费用。

分析师电话会议问答要点

销量趋势与增长战略:

- 第一季度销量大幅增长, 主要得益于价格调整、新品推出及各品类创新。
- 单品销量增长 3%, 得益于 2% 的价格增长支撑, 香水受益于创新及小规格产品拉动需求。
- 公司持续致力于推动单位增长以吸引新消费者, 取得了积极成效, 本季度实现单位销量回升。

中国及长期市场份额增长:

- 中国内地市占率提升, 七大品牌在各品类及渠道均实现两位数增长。
- 消费者信心趋于稳定, 黄金周实现两位数增长, 海南航空客流量同比提升 14%, 但整体仍低于历史水平。
- 管理层将通过加大创新投入、拓展渠道及开展零售市场活动, 以巩固市场份额提升。

利润率及关税影响:

- 2026 财年经营利润率指引维持在 9.4%-9.9%, 毛利率预计同比持平或小幅上升。
- 利润率扩张主要受营销杠杆降低 (一季度非面向消费者的销售、一般及行政费用同比下降 3%)。
- 关税相关不利因素 (约 1 亿美元) 依然存在, 但因制造未在中国进行, 制造成本未受到实质性影响。

亚洲旅游零售更新:

- 库存水平现已合理, 大幅低于去年, 无论是绝对数还是库存比例均有显著下降。
- 日本实现了积极增长 (双位数百分比增长), 大洋洲表现亦佳, 而中国旅游零售客流量于九月转为正增长。
- 转化率仍略有下降, 但公司推出如零售展示台投资及新合作伙伴关系等举措, 旨在提升业绩表现。

渠道及区域扩展:

- 数字渠道扩展取得显著进展, 包括亚马逊 (美国、加拿大、日本、英国、墨西哥) 及 TikTok Shop (亚洲)。
- 计划通过与 Shopify 等合作伙伴合作, 推进直营业务现代化。
- 在欧洲及新兴市场, 香水分销网络持续拓展, 旗下 Le Labo 及 Jo Malone 等品牌共新开设 40 家独立门店。

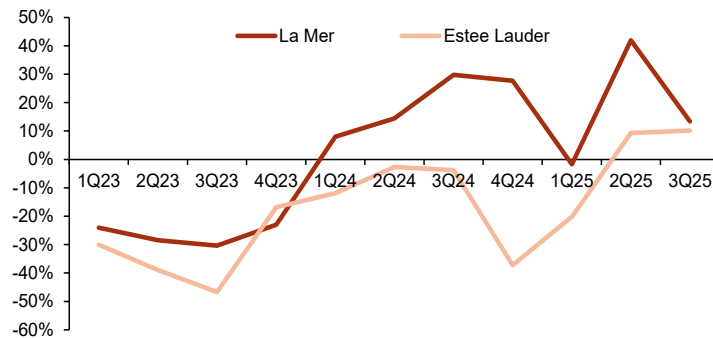
运营利润率:

- 利润率提升仍主要集中在下半年, 受益于成本管控 (如重组、采购效率提升) 及销售、一般及行政费用杠杆。
- 毛利率优化 (定价及成本结构) 和销售、一般及行政费用效率改善带来长期利润率扩张机遇, 目标在未来数年实现稳健的两位数利润率。

税率及效率提升:

- 当前有效税率为 40.5%; 预计在未来 3-5 年内, 通过优化地域盈利结构和有序的税务筹划, 相关指标将呈下降趋势。
- 面向消费者的投资将持续推进, 但通过有针对性的媒体和零售合作带来的效率提升将有助于抵消成本。

图1: 雅诗兰黛在中国市场的GMV (商品交易总额) 增长在2025年二季度已转为正增长



资料来源: 招商证券 (香港)

图2: 我们上调2026至2028财年的盈利预测, 以与管理层的业绩指引保持一致

USD mn	New			Old			Diff (%)		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
Revenue	14,783	15,485	16,344	14,064	14,253	15,078	5.1%	8.6%	8.4%
Gross Profit	11,057	11,691	12,421	10,478	10,761	11,535	5.5%	8.6%	7.7%
EBIT - adjusted	1,514	1,847	2,162	1,299	1,681	1,963	16.6%	9.9%	10.1%
Net profit - adjusted	781	1,020	1,261	679	928	1,112	15.0%	9.9%	13.3%
GPM	74.8%	75.5%	76.0%	74.5%	75.5%	76.5%	0.3ppt	0ppt	-0.5ppt
EBIT Margin - adjusted	10.2%	11.9%	13.2%	9.2%	11.8%	13.0%	1ppt	0.1ppt	0.2ppt
NPM - adjusted	5.3%	6.6%	7.7%	4.8%	6.5%	7.4%	0.5ppt	0.1ppt	0.3ppt

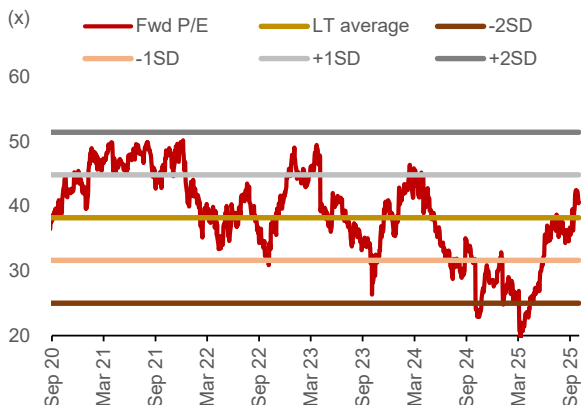
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图3: 招证对比一致预测

USD mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
Revenue	14,783	15,485	16,344	14,817	15,465	16,253	-0.2%	0.1%	0.6%
Gross Profit	11,057	11,691	12,421	11,009	11,576	12,244	0.4%	1.0%	1.4%
EBIT - adjusted	1,514	1,847	2,162	1,432	1,777	2,181	5.7%	3.9%	-0.9%
Net profit - adjusted	781	1,020	1,261	751	1,029	1,264	4.0%	-0.9%	-0.3%
GPM	74.8%	75.5%	76.0%	74.3%	74.9%	75.3%	0.5ppt	0.6ppt	0.7ppt
EBIT Margin - adjusted	10.2%	11.9%	13.2%	9.7%	11.5%	13.4%	0.6ppt	0.4ppt	-0.2ppt
NPM - adjusted	5.3%	6.6%	7.7%	5.1%	6.7%	7.8%	0.2ppt	-0.1ppt	-0.1ppt

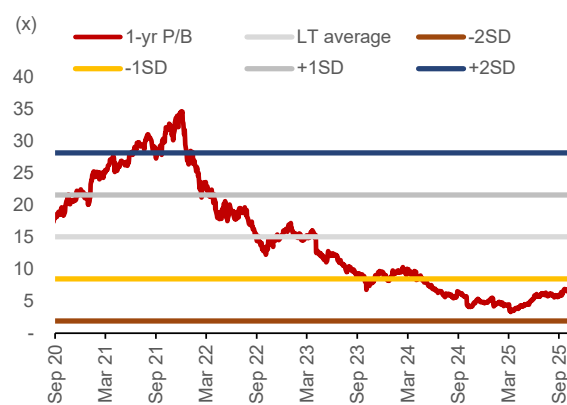
资料来源: 公司数据、Visible Alpha、招商证券 (香港) 预测

图4: 前瞻市盈率



资料来源: 彭博, 招商证券 (香港) 预测

图5: 市净率



资料来源: 彭博, 招商证券 (香港)

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	2,940	2,782	2,685
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	12,625	12,467	12,370
库存	2,175	2,074	1,774	1,858	1,961
应收账款及预付款	1,727	1,530	1,848	1,936	2,043
其他	625	544	544	544	544
银行结余及现金	3,394	2,899	3,158	3,511	4,094
流动性资产总值	7,921	7,047	7,324	7,848	8,642
资产总值	21,677	19,904	19,949	20,316	21,012
应付款项	1,440	1,497	1,404	1,394	1,471
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	5,342	5,332	5,409
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	15,904	15,864	15,911
股本	6	6	6	6	6
储备	13,427	11,675	11,842	12,250	12,899
其他	(8,119)	(7,816)	(7,816)	(7,816)	(7,816)
非控股权益	-	-	-	-	-
权益总额	5,314	3,865	4,032	4,440	5,089
权益与负债总额	21,677	19,892	19,937	20,304	21,000

现金流量表

美元百万	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	391	-1,134	781	1,020	
折旧和摊销	825	829	839	777	736
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	-110	-183	-133
其他	437	1,543	0	0	0
来自经营活动的现金流	2,360	1,272	1,509	1,614	1,863
资本支出	-919	-602	-606	-620	-638
合并范围变动的影响	0	0	0	0	0
其他	-41	-21	0	0	0
来自投资活动的现金流	-960	-623	-606	-620	-638
已付股息	-947	-618	-614	-612	-612
股权回购	-35	-35	0	0	0
其他	-1,053	-491	-30	-30	-30
来自融资活动的现金流	-2,035	-1,144	-644	-642	-642
净现金流	-635	-495	259	353	583

损益表

美元百万	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	15,609	14,326	14,783	15,485	16,344
销售成本	-4,425	-3,729	-3,725	-3,794	-3,922
毛利	11,184	10,597	11,057	11,691	12,421
经销开支	-3,657	-3,643	-3,637	-3,778	-3,972
行政开支	-4,464	-4,168	-4,228	-4,336	-4,495
其他	-1,475	-1,640	-1,679	-1,730	-1,793
经营溢利	1,588	1,146	1,514	1,847	2,162
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	1,260	1,594	1,910
所得税开支	-436	-346	-479	-574	-649
净利润	954	545	781	1,020	1,261
非控股权益	-19	0	0	0	0
本公司拥有人应占利润	935	545	781	1,020	1,261
经调整摊薄每股盈利（美元）	2.60	1.51	2.16	2.82	3.49
每股股息（美元）	2.65	1.71	1.71	1.71	1.71

财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
同比增长率变化					
收入	-2.1%	-8.2%	3.2%	4.7%	5.5%
毛利	-3.0%	-15.7%	-0.1%	1.8%	3.4%
经营利润	-12.9%	-27.8%	32.1%	22.0%	17.1%
经调整净利润	-24.9%	-41.7%	43.3%	30.6%	23.6%
利润率					
毛利润率	71.7%	74.0%	74.8%	75.5%	76.0%
经营利润率	10.2%	8.0%	10.2%	11.9%	13.2%
经调整净利润率	6.0%	3.8%	5.3%	6.6%	7.7%
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	64	217	490
净负债率	82.4%	114.3%	102.4%	84.4%	61.6%
股息分配比率	101.9%	113.2%	78.3%	60.0%	48.5%
股息率	2.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
回报分析					
ROE	17.6%	14.1%	19.4%	23.0%	24.8%
ROA	4.3%	2.7%	3.9%	5.0%	6.0%
ROCE	7.5%	4.4%	6.9%	8.9%	10.6%
估值倍数					
P/E	47.4	53.0	39.1	30.9	27.9
P/B	6.6	9.1	8.7	7.9	6.9

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(统称“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。

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