

资生堂

4911 JP

日本消费品行业

本文内容由 Kylie Kwok (郭凯欣) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

改善之路稳步推进

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 3 月 2 日发布的题为《Steps towards improvement》的报告，资生堂管理层——CEO 藤原宪太郎及 CFO 广藤绫子对于推动公司营业利润率提升至 7%，并在未来进一步提升至 10% 的计划上表现出自信。尽管公司近期经历了重大重组，但中信里昂认为其已具备在未来数年显著改善盈利能力的基础。该股过去三个月累计上涨约 50%。

短期问题影响有限

分析指出，资生堂在中东地区业务敞口有限，占 EMEA 地区收入不足 10%。虽然中国赴日游客数量有所下降，但海南市场表现强劲，其他国家游客赴日本的数量有所增加，因此整体情况并不算糟糕。资生堂仍计划采取额外措施，确保在入境游持续疲软情况下仍能达成既定指引。

长期发展机遇多元

管理层认为通过创新研发推出新产品存在机遇。对此类新产品可采取更高定价策略，否则在日本市场，提价并非主要关注点。藤原社长特别强调要确保美国业务扭亏为盈——该市场虽具挑战性，但通过新管理团队有望优化产品组合获取更好成效。

治理改革与激励机制优化

分析一直建议资生堂应该大幅增加管理层及员工的股价挂钩薪酬。披露信息显示，公司已进行重大改革以增强与股价表现的长期激励挂钩。2025 年薪酬最高的四位管理层合计获得 7.81 亿日元，其中 CEO 获得 3.5 亿日元。这是向正确方向迈出的小小一步。资生堂志在成为全球领先企业，为此需提供具有竞争力的薪酬吸引国际人才，普通员工也应从业绩改善中获益，这亦将推动股价上涨。分析指出，从长期来看风险回报仍然非常具有吸引力。

催化因素

催化因素包括日本业务复苏、免税市场状况、电商发展及关键绩效指标达成。

投资风险

资生堂正处于业务改革初期阶段。CEO 决心推动增长，初期可能以牺牲营业利润为代价换取收入提升。海外业务需要新管理层和新思路，扭亏需要时间。最大风险在于中国业务调整失败。若风险显现，确实可能导致股价短中长期显著下跌。反之若负面因素未现，需求走强等积极因素显现或出现与风险相悖的事件，则可能推动股价短中长期上涨。

公司概况

资生堂是日本领先化妆品企业之一。集团覆盖本土各价格带产品，海外业务主要聚焦高端及香品类。日本市场（以化妆品为主，含部分洗护产品）是其最大市场，过去三年公司对多个核心品牌进行革新。中国业务增长曾是集团盈利关键驱动力，现正积极推动数字化营销等举措，加强与本土关键数字平台合作以获取更多增长。

收入按产品分类

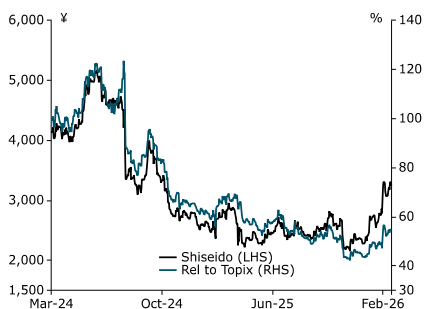
日本	28.6%
中国	25.2%
欧洲	13.4%
美洲	12.0%

资料来源: 中信里昂

收入按地区分类

欧洲	15.5%
亚洲	72.8%
美洲	11.7%
中东及非洲	0.0%

股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026年2月27日): 3300.0 日元

12个月最高/最低价: 3301.0 日元/2152.0 日元

市值: 84.60 亿美元

3个月日均成交额: 59.40 百万美元

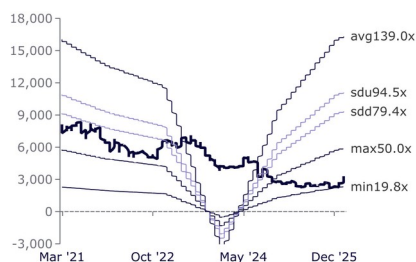
市场共识目标价(路孚特): 2721.00 日元

主要股东:

Independent Franchise Partners 8.17%

野村资产管理 5.42%

市盈率区间



资料来源: 彭博

市净率区间



资料来源: 彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (Icc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
LG 生活健康	051900 KS	28.4	267000.0 0	-41.4	29.2	na	0.8	0.8	na	1.8	2.2	na	-1.8	2.6	na
爱茉莉太平 洋	090430 KS	61.7	151900.0 0	37.7	22.7	na	1.6	1.6	na	0.8	1.3	na	4.4	7.1	na
高丝	4922 JP	24.2	6235.00	23.6	23.5	19.4	1.3	1.2	1.2	2.2	2.4	2.5	5.4	5.2	6.0
宝丽奥蜜思	4927 JP	20.2	1378.00	32.2	22.3	19.9	1.9	1.8	1.8	3.8	3.8	3.8	5.8	8.3	9.2

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 2 月 27 日的收盘价。Icc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。