

行业报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

全球美妆

25年6季度业绩前瞻：看好巨子生物与欧莱雅

- 欧莱雅/资生堂/巨子生物：关注下半年潜在增长
 - 雅诗兰黛：预计第四财季大幅下滑；26财年指引提升可见度
 - 目标价：欧莱雅/雅诗兰黛上调至423.8欧元/56.2美元；巨子生物/资生堂不变
- 上半年逆风因素持续；下半年复苏表现将成为关键

6月季度业绩即将公布，我们覆盖的全球美妆企业走势持续分化。整体而言，下半年业绩复苏将是巨子生物、欧莱雅与资生堂兑现全年指引的关键；雅诗兰黛短期前景仍不明朗，但26财年指引有望提升未来可见度。我们偏好巨子生物与欧莱雅。

盈利预测调整：欧莱雅/雅诗兰黛-2%/+2%；巨子生物/资生堂不变

- 巨子生物(2367 HK, 增持): 媒体负面舆论拖累 618 大促表现，5-6 月 GMV 同比增速放缓至中单位数百分比。我们预计公司 25 年上半年实现收入/净利润 31/12 亿元人民币，主要受益于 Comfy 与 Collgene 分别录得约 25% 与 50% 以上的销售增长。目标价维持在 77.0 元港币不变。
- 欧莱雅(OREP FP, 增持): 公司将于 7 月 29 日公布二季度业绩，我们预计尽管各业务板块走势分化，但整体表现稳健。预计本季度有机销售增长 (OSG) 同比达+2.5%。其中，专业美发与皮肤科板块预计均增长约 +6%，而奢侈品与大众消费板块则表现温和，预计均增长约+2%。从区域来看，北美因零售商态度谨慎，预计表现持平；欧洲受益于香氛品类，预计实现中单位数同比增长；北亚则因中国市场疲软，预计略有下滑（我们追踪的二季度中国 GMV 同比为负中单位数）。我们预计公司 25 年上半年经营利润率将同比持稳于约 20.8%，支撑每股收益达 7.1 欧元，与市场一致预期相符。我们根据汇率变动更新了 25-27 年销售预测，并将 DCF 目标价由 414.0 欧元上调至 423.8 欧元。
- 雅诗兰黛(EL US, 减持): 我们预计公司 25 财年四季度（截至 6 月）有机销售将同比下滑 15.5%，低于市场一致预期的-13.5%，主要受全球旅游零售渠道显著下滑拖累，主因亚洲地区高基数效应（该地区去年同期曾因补库存推动录得双位数增长）叠加当前需求持续疲软。我们预计 EMEA 地区将录得约 30% 的同比下滑，同时美洲地区的渠道结构调整亦影响盈利能力。中国市场方面，雅诗兰黛本季度预计实现中双位数的 GMV 增长，但复苏是否可持续仍有待观察。值得关注的重点在于 FY26E 指引是否有望重新发布。我们当前模型假设有机销售增长同比下降 2%，每股收益为 1.97 美元，均低于市场一致预期。若公司营收重回正增长，所带来的经营杠杆效应将构成我们减持评级的主要上行风险。为此我们对 FQ4 销售预测进行了微调，并将 DCF 目标价由 52.0 美元上调至 56.2 美元。
- 资生堂(4911 JP, 中性): 我们预计在重组举措落地后，日本市场仍将是集团维持销售与利润增长的关键支撑。我们预计集团有机销售增长将同比下降 2%，而资生堂需在下半年实现高单位数增长方可达成全年销售目标。另一方面，我们估算公司二季度核心营业利润为 90 亿日元，利润率环比持平至 3.6%，与公司此前指引基本一致。我们暂时维持现有盈利预测不变，同时维持基于 EV/EBIT 估值方法得出的目标价 2,490 日元不变。

投资风险-全球经济衰退，汇率风险，非理性去库存。

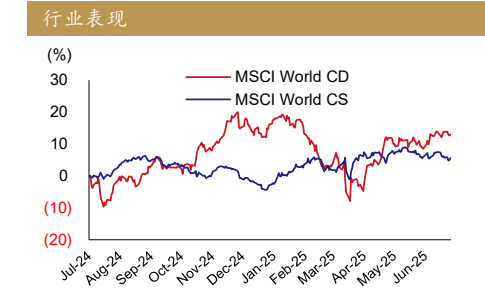
黄铭谦
+852 3189 6357
josephwong@cmschina.com.hk

最新变动

我们预计所覆盖的全球化妆品公司在6月季度的业绩将表现平淡，但符合预期。

中性

前次评级	中性
MSCI世界指数（2025年7月21日）	4,072



资料来源：彭博
注：CD为可选消费，CS为必需消费

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.9	(3.1)	14.6
相对表现 (可选消费对比必需消费)	5.2	(11.2)	8.8

资料来源：彭博

重点公司主要财务指标

公司	股票代码	评级	目标价 (本币)	股价 (本币)	市盈率 (倍)	ROE (%)	股息率 (%)
巨子生物	2367 HK	增持	77.0	60.5	22.0	30.7	2.6
欧莱雅	OREP FP	增持	423.8	373.1	29.0	19.0	1.9
雅诗兰黛	EL US	减持	56.2	89.6	68.6	11.2	1.9
资生堂	4911 JP	中性	2,490.0	2519.0	34.9	0.9	1.6

资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测；股价截至2025年7月21日。

重点图表

图1：巨子生物 - 招证对比一致预测									
RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	7,084	8,924	10,962	7,002	8,852	10,785	1.2%	0.8%	1.6%
Gross Profit	5,750	7,160	8,688	5,647	7,087	8,589	1.8%	1.0%	1.2%
Operating Profit	2,846	3,483	4,150	2,899	3,458	4,090	-1.8%	0.7%	1.5%
Net profit	2,536	3,070	3,629	2,573	3,045	3,568	-1.5%	0.8%	1.7%
GPM	81.2%	80.2%	79.3%	79.7%	79.4%	79.6%	1.5ppt	0.8ppt	-0.4ppt
OPM	40.2%	39.0%	37.9%	40.9%	38.8%	37.9%	-0.7ppt	0.3ppt	-0.1ppt
NPM	35.8%	34.4%	33.1%	36.3%	34.1%	33.1%	-0.5ppt	0.3ppt	0ppt

资料来源：Visible Alpha、招商证券（香港）预测

图2: 欧莱雅 - 盈利调整

EUR mn	Current			Previous			Change		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	44,878	46,796	49,449	45,716	48,386	51,252	-1.8%	-3.3%	-3.5%
Gross Profit	33,382	34,902	36,980	34,005	36,087	38,328	-1.8%	-3.3%	-3.5%
EBIT	8,876	9,842	10,524	9,050	10,192	10,924	-1.9%	-3.4%	-3.7%
Net Profit	6,894	7,634	8,156	7,032	7,915	8,487	-2.0%	-3.5%	-3.9%
GPM	74.4%	74.6%	74.8%	74.4%	74.6%	74.8%	0ppt	0ppt	0ppt
EBIT Margin	19.8%	21.0%	21.3%	19.8%	21.1%	21.3%	0ppt	0ppt	0ppt
NPM	15.4%	16.3%	16.5%	15.4%	16.4%	16.6%	0ppt	0ppt	-0.1ppt

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图3: 欧莱雅 - 招证对比一致预测

EUR mn	CMS			Consensus			Change		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	44,878	46,796	49,449	44,375	46,387	48,948	1.1%	0.9%	1.0%
Gross Profit	33,382	34,902	36,980	32,940	34,469	36,427	1.3%	1.3%	1.5%
EBIT	8,876	9,842	10,524	8,954	9,468	10,117	-0.9%	4.0%	4.0%
Net Profit	6,894	7,634	8,156	6,860	7,394	7,962	0.5%	3.3%	2.4%
GPM	74.4%	74.6%	74.8%	74.2%	74.3%	74.4%	0.2ppt	0.3ppt	0.4ppt
EBIT Margin	19.8%	21.0%	21.3%	20.2%	20.4%	20.7%	-0.4ppt	0.6ppt	0.6ppt
NPM	15.4%	16.3%	16.5%	15.5%	15.9%	16.3%	-0.1ppt	0.4ppt	0.2ppt

资料来源: Visible Alpha、招商证券(香港)预测

图4: 欧莱雅 - 折现现金流假设与敏感性分析: 新目标价为423.8欧元, 对应29倍的远期市盈率, 较全球化妆品同行的平均水平高出10%

DCF valuation at a glance (EUR mn)		Sensitivity to WACC (the first row) and long-term growth (in first column)					
NPV	73,873	424	6.0%	6.1%	6.2%	6.3%	6.4%
+ Terminal value	157,774	1.8%	430	420	410	400	391
= Enterprise value	231,647	1.9%	438	427	417	407	397
- Net debt	(4,443)	2.0%	446	435	424	414	404
= Total equity value	227,204	2.1%	454	442	431	421	410
Number of shares (millions)	536	2.2%	463	451	439	428	417
DCF discounted value per share (EUR)	423.8						
Weighted average capital assumptions		Sensitivity to RF (in first row) and long-term growth (in first column)					
Debt level	20.4%	424	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%
Equity level	79.6%	1.8%	429	419	410	401	392
Tax rate	23.9%	1.9%	437	427	417	407	398
Borrowing premium	0.0%	2.0%	445	434	424	414	405
After-tax debt cost	1.5%	2.1%	453	442	431	421	411
		2.2%	462	450	439	429	419
Weighted average cost of capital		Sensitivity to RF (in first row) and Equity Risk Premium (in first column)					
Risk-free rate	2.0%	424	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%
Risk premium	6.0%	4.0%	701	676	652	630	609
Beta	0.9	5.0%	545	529	514	500	487
Equity cost	7.4%	6.0%	445	434	424	414	405
		7.0%	375	367	360	353	346
		8.0%	323	317	312	306	301
Long-term growth	2.0%						

资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图5: 雅诗兰黛 - 盈利调整

USD mn	New			Old			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	14,195	13,936	14,317	14,146	13,759	14,131	0.3%	1.3%	1.3%
Gross Profit	10,604	10,522	10,952	10,567	10,388	10,810	0.3%	1.3%	1.3%
EBIT - adjusted	961	1,240	1,719	942	1,257	1,661	2.1%	-1.4%	3.5%
Net profit - adjusted	472	706	1,031	460	718	992	2.6%	-1.7%	4.0%
GPM	74.7%	75.5%	76.5%	74.7%	75.5%	76.5%	0ppt	0ppt	0ppt
EBIT Margin - adjusted	6.8%	8.9%	12.0%	6.7%	9.1%	11.8%	0.1ppt	-0.2ppt	0.3ppt
NPM - adjusted	3.3%	5.1%	7.2%	3.2%	5.2%	7.0%	0.1ppt	-0.2ppt	0.2ppt

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图6: 雅诗兰黛 - 招证对比一致预测

USD mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	14,195	13,936	14,317	14,304	14,660	15,383	-0.8%	-4.9%	-6.9%
Gross Profit	10,604	10,522	10,952	10,542	10,915	11,531	0.6%	-3.6%	-5.0%
EBIT - adjusted	961	1,240	1,719	1,122	1,404	1,746	-14.3%	-11.7%	-1.5%
Net profit - adjusted	472	706	1,031	535	789	1,036	-11.8%	-10.5%	-0.5%
GPM	74.7%	75.5%	76.5%	73.7%	74.5%	75.0%	1ppt	1ppt	1.5ppt
EBIT Margin - adjusted	6.8%	8.9%	12.0%	7.8%	9.6%	11.4%	-1.1ppt	-0.7ppt	0.7ppt
NPM - adjusted	3.3%	5.1%	7.2%	3.7%	5.4%	6.7%	-0.4ppt	-0.3ppt	0.5ppt

资料来源: Visible Alpha、招商证券(香港)预测

图7: 雅诗兰黛 - 折现现金流假设与敏感性分析: 新目标价为56.2美元, 对应29倍的远期市盈率, 仍较全球化妆品同行的平均水平溢价15%

DCF Valuation (USD mn)		Sensitivity to WACC and long-term growth					
NPV	6,917	56.2	5.0%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%
+ Terminal value	20,230	1.8%	57.3	55.0	52.8	50.7	48.8
= EV	27,146	1.9%	59.2	56.8	54.5	52.3	50.2
- Net debt	(6,840)	2.0%	61.3	58.7	56.2	53.9	51.8
= Total EV	20,307	2.1%	63.4	60.7	58.1	55.7	53.4
No. of shares (mn)	361	2.2%	65.8	62.8	60.1	57.5	55.1
Discounted value per share (USD)	56.2						
Weighted Average Capital Assumptions		Sensitivity to RF and long-term growth					
Debt Level	64.7%	56.2	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%
Equity Level	35.3%	1.8%	56.2	54.5	52.8	51.2	49.7
Tax Rate	37.0%	1.9%	58.0	56.2	54.5	52.8	51.2
Borrowing Premium	0.0%	2.0%	60.0	58.1	56.2	54.5	52.8
After-Tax Cost of Debt	2.5%	2.1%	62.1	60.0	58.1	56.2	54.5
		2.2%	64.3	62.1	60.1	58.1	56.2
Risk-Free Rate		Sensitivity to RF and Equity Risk Premium (ERP)					
Risk Premium	4.0%	56.2	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%
Beta	6.0%	4.0%	84.6	81.3	78.2	75.2	72.5
Cost of Equity	10.1%	5.0%	70.6	68.1	65.8	63.6	61.4
		6.0%	60.0	58.1	56.2	54.5	52.8
Weighted Average Cost of Capital	5.1935%	7.0%	51.6	50.1	48.6	47.2	45.8
		8.0%	44.9	43.6	42.4	41.2	40.1
Long-Term Growth	2.0%						

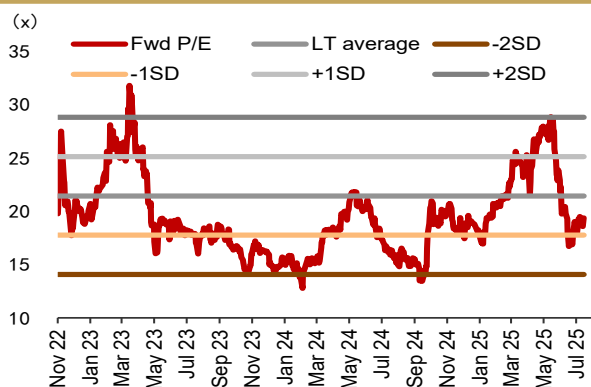
资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图8: 资生堂 - 招证对比一致预测

JPY mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	987,517	993,073	1,012,978	982,870	1,014,220	1,052,560	0.5%	-2.1%	-3.8%
Gross Profit	760,733	769,979	790,477	753,360	780,250	811,230	1.0%	-1.3%	-2.6%
Core OP	36,384	70,911	87,302	36,420	71,286	92,289	-0.1%	-0.5%	-5.4%
Net profit	5,951	28,551	38,149	6,170	29,200	41,200	-3.5%	-2.2%	-7.4%
GPM	77.0%	77.5%	78.0%	76.6%	76.9%	77.1%	0.4ppt	0.6ppt	1ppt
COP Margin	3.7%	7.1%	8.6%	3.7%	7.0%	8.8%	0ppt	0.1ppt	-0.1ppt
Adj. NPM	0.6%	2.9%	3.8%	0.6%	2.9%	3.9%	0ppt	0ppt	-0.1ppt

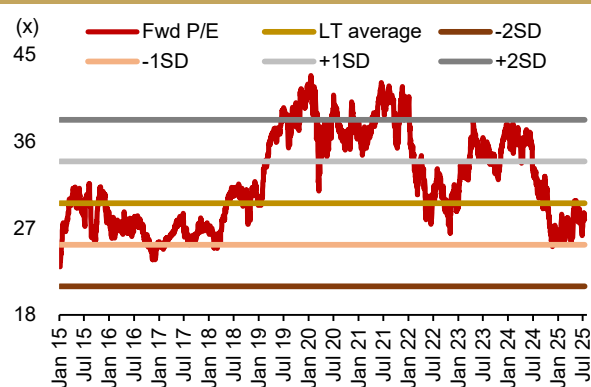
资料来源: Visible Alpha、招商证券 (香港) 预测; 注: 我们根据非经常性项目调整了一致净利润

图9: 巨子生物 - 远期市盈率; 我们的目标价基于高于平均估值一个标准差的水平



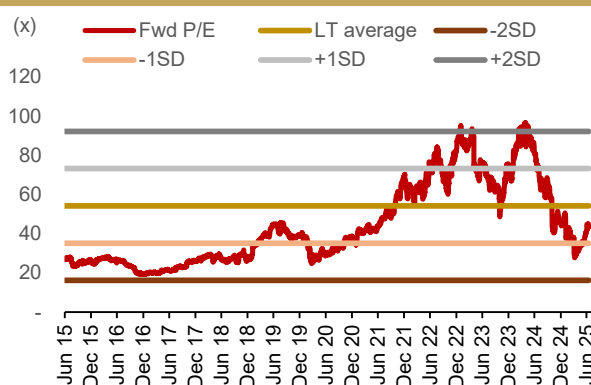
资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 预测

图10: 欧莱雅 - 远期市盈率, 我们的目标价对应29倍的远期市盈率, 基本与长期平均水平持平



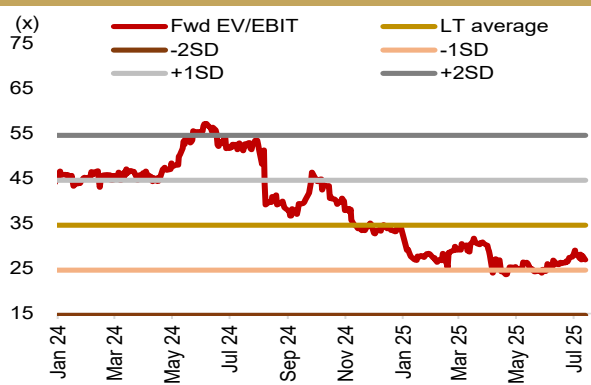
资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 预测

图11: 雅诗兰黛 - 远期市盈率; 我们的目标价对应29倍远期市盈率, 约低于长期平均水平一个标准差



资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 预测

图12: 资生堂 - 远期EV/EBIT; 我们的目标价基于低于平均估值一个标准差的水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 预测

财务预测表 - 巨子生物 (2367 HK)

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	663	1,042	1,116	1,356	1,652
使用权资产	48	51	51	51	51
递延税务资产	1	1	1	1	1
其他非流动性资产	125	542	541	540	539
非流动性资产总值	838	1,636	1,709	1,948	2,244
库存	200	311	438	532	685
应收账款及预付款	102	141	206	283	369
其他	1,329	1,920	1,920	1,920	1,920
银行结余及现金	2,504	4,030	5,173	6,432	7,894
流动性资产总值	4,135	6,402	7,737	9,166	10,868
资产总值	4,973	8,038	9,446	11,115	13,112
应付款项	133	287	292	367	473
租赁负债	2	2	2	2	2
递延收益	2	5	5	5	5
其他流动负债	394	543	816	1,037	1,298
流动负债	531	836	1,115	1,410	1,777
递延税项负债	20	19	19	19	19
递延收益	51	61	61	61	61
银行借款	1	2	2	2	2
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	71	82	82	82	82
总负债	602	918	1,197	1,492	1,859
股本	0	0	0	0	0
储备	4,362	7,108	8,238	9,611	11,241
其他	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
非控股权益	9	12	12	12	12
权益总额	4,371	7,120	8,249	9,622	11,252
权益与负债总额	4,973	8,038	9,446	11,115	13,112

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,745	2,458	3,023	3,660	4,326
利息收入	-47	-139	-139	-139	-139
物业、厂房及设备折旧	31	43	67	72	88
投资物业折旧	0	0	0	0	0
其他无形资产摊销	2	2	1	1	1
使用权资产折旧	2	5	0	0	0
营运资本变动	103	-273	87	125	128
其他	-187	1,334	-372	-445	-520
来自经营活动的现金流	1,648	3,429	2,667	3,274	3,884
资本支出	-226	-251	-142	-312	-384
购买以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	-1,058	-554	0	0	0
其他	757	139	139	139	139
来自投资活动的现金流	-527	-666	-3	-174	-245
已付股息	0	-1,237	-1,521	-1,841	-2,177
资本增加	0	0	0	0	0
其他	52	1	0	0	0
来自融资活动的现金流	52	-1,236	-1,521	-1,841	-2,177
净现金流	1,172	1,526	1,143	1,259	1,463

损益表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	3,524	5,539	7,084	8,924	10,962
销售成本	-577	-992	-1,333	-1,764	-2,274
毛利	2,947	4,547	5,750	7,160	8,688
经销开支	-1,164	-2,008	-2,571	-3,239	-3,979
行政开支	-97	-151	-191	-241	-296
其他	-75	-106	-142	-196	-263
经营溢利	1,611	2,282	2,846	3,483	4,150
财务成本	0	0	0	0	0
其他收益(成本)	134	176	176	176	176
税前利润	1,745	2,458	3,023	3,660	4,326
所得税开支	-297	-396	-487	-590	-697
净利润	1,448	2,062	2,536	3,070	3,629
非控股权益	-4	-1	0	0	0
本公司拥有人应占利润	1,445	2,061	2,536	3,070	3,629
摊薄每股盈利(人民币)	1.48	2.06	2.56	3.17	3.75
每股股息(人民币)	0.90	1.19	1.57	1.90	2.25

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	49.0%	57.2%	27.9%	26.0%	22.8%
毛利	47.7%	54.3%	26.5%	24.5%	21.3%
经营利润	-2.2%	-4.5%	-1.0%	-1.1%	-1.2%
净利润	44.9%	42.1%	22.9%	21.1%	18.2%
每股盈利	51.0%	39.1%	24.6%	23.5%	18.2%
利润率					
毛利润率	83.6%	82.1%	81.2%	80.2%	79.3%
经营利润率	45.7%	41.2%	40.2%	39.0%	37.9%
净利润率	41.2%	37.2%	35.8%	34.4%	33.1%
流动性					
应收账款天数	16.1	15.3	15.3	15.3	15.3
库存天数	126.8	114.4	120.0	110.0	110.0
应付账款天数	84.2	105.5	80.0	76.0	76.0
现金周转天数	58.7	24.2	55.3	49.3	49.3
现金流与杠杆率					
自由现金流	1873.8	3680.2	2808.4	3586.2	4268.0
股息分配比率	61%	60%	60%	60%	60%
股息率	1.3%	1.8%	2.3%	2.8%	3.3%
回报分析					
ROE	33.1%	28.9%	30.7%	31.9%	32.3%
ROA	29.0%	25.6%	26.8%	27.6%	27.7%
ROCE	39.3%	34.1%	36.3%	37.7%	38.2%
估值倍数					
P/E	38.2	27.4	22.0	17.8	15.1
P/B	13.5	8.4	7.2	6.0	5.2

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

财务预测表 - 欧莱雅 (OREP FR)

资产负债表

欧元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	3,868	3,708	3,617	3,564	3,576
使用权资产	1,692	1,763	1,763	1,763	1,763
递延税务资产	921	973	973	973	973
其他非流动性资产	29,048	33,436	33,406	33,388	33,392
非流动性资产总值	35,530	39,880	39,759	39,689	39,705
库存	4,482	4,630	4,778	4,680	4,945
应收账款及预付款	5,093	5,602	5,834	6,083	6,428
其他	2,462	2,462	2,462	2,462	2,462
银行结余及现金	4,288	4,052	4,547	6,249	7,685
流动性资产总值	16,325	16,474	17,622	19,474	21,520
资产总值	51,855	56,353	57,381	59,162	61,225
应付款项	6,347	6,469	5,834	5,616	5,439
拨备	977	1,093	1,093	1,093	1,093
银行借款	2,551	1,850	1,550	1,250	1,250
其他流动负债	5,024	5,225	5,225	5,225	5,225
流动负债	14,900	14,636	13,702	13,183	13,007
递延税项负债	847	965	965	965	965
拨备	69	77	77	77	77
银行借款	6,141	6,645	5,445	4,245	2,745
其他	818	893	893	893	893
非流动负债	7,874	8,580	7,380	6,180	4,680
总负债	22,774	23,216	21,081	19,363	17,687
股本	107	107	107	107	107
储备	13,799	16,145	19,299	22,791	26,522
其他	15,168	16,882	16,882	16,882	16,882
非控股权益	7	5	12	20	28
权益总额	29,082	33,138	36,299	39,800	43,539
权益与负债总额	51,855	56,353	57,381	59,162	61,225

现金流量表

欧元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	6,184	6,409	6,892	7,633	8,154
非控股权益	7	8	8	8	8
来自持续经营的折旧摊销前利润	1,715	1,855	1,815	1,837	1,850
递延税项变动	-95	-35	0	0	0
股份支付	169	239	0	0	0
联营公司利润份额	0	3	0	0	0
营运资本变动	-395	-535	-1,015	-369	-786
其他	21	342	0	0	0
来自经营活动的现金流	7,605	8,286	7,700	9,109	9,226
资本支出	-1,489	-1,642	-1,694	-1,767	-1,867
合并范围变动的影响	-2,497	-149	0	0	0
其他	-158	-1,913	0	0	0
来自投资活动的现金流	-4,144	-3,704	-1,694	-1,767	-1,867
已付股息	-3,426	-3,615	-3,739	-4,140	-4,423
资本增加	2	70	0	0	0
其他	1,810	-1,240	-1,773	-1,500	-1,500
来自融资活动的现金流	-1,615	-4,785	-5,512	-5,640	-5,923
净现金流	1,846	-203	495	1,702	1,436

损益表

欧元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	41,183	43,487	44,878	46,796	49,449
销售成本	-10,767	-11,227	-11,497	-11,894	-12,470
毛利	30,416	32,260	33,382	34,902	36,980
经销开支	-7,627	-8,209	-8,213	-8,657	-9,148
行政开支	-13,357	-14,009	-14,457	-14,507	-15,329
其他	-1,289	-1,355	-1,398	-1,458	-1,540
经营溢利	8,143	8,687	9,314	10,280	10,962
财务成本	-113	-261	-270	-281	-297
其他收益	-29	7	25	43	62
税前利润	8,001	8,433	9,069	10,042	10,727
所得税开支	-1,811	-2,015	-2,167	-2,400	-2,563
净利润	6,190	6,418	6,902	7,642	8,164
非控股权益	-7	-8	-8	-8	-8
本公司拥有人应占利润	6,184	6,410	6,894	7,634	8,156
摊薄每股盈利 (欧元)	11.52	11.95	12.86	14.24	15.21
每股股息 (欧元)	6.60	6.60	7.00	7.75	8.28

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	7.6%	5.6%	3.2%	4.3%	5.7%
毛利	9.9%	6.1%	3.5%	4.6%	6.0%
经营利润	9.2%	6.7%	7.2%	10.4%	6.6%
净利润	8.4%	3.6%	7.6%	10.7%	6.8%
利润率					
毛利润率	73.9%	74.2%	74.4%	74.6%	74.8%
经营利润率	19.8%	20.0%	20.8%	22.0%	22.2%
净利润率	15.0%	14.7%	15.4%	16.3%	16.5%
流动性					
应收账款天数	45.1	47.0	47.5	47.5	47.5
库存天数	39.7	38.9	38.9	36.5	36.5
应付账款天数	56.3	54.3	47.5	43.8	40.2
现金周转天数	28.6	31.6	38.9	40.2	43.8
现金流与杠杆率					
自由现金流	6,129	6,658	6,006	7,342	7,359
净负债率	15.1%	13.4%	6.7%	-1.9%	-8.5%
股息分配比率	57.1%	55.0%	54.2%	54.2%	54.2%
股息率	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%	2.2%
其他					
ROE	21.3%	19.3%	19.0%	19.2%	18.7%
ROA	11.9%	11.4%	12.0%	12.9%	13.3%
ROCE	21.3%	19.6%	20.1%	21.2%	21.6%
倍率					
P/E (倍)	32.4	31.2	28.5	27.7	24.5
P/B (倍)	6.9	6.0	5.5	5.0	4.6

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

财务预测表 - 雅诗兰黛 (EL US)

资产负债表

美元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	3,179	3,136	3,145	3,124	3,115
商誉资产	2,486	2,486	2,486	2,486	2,486
其他无形资产	5,602	4,841	4,841	4,841	4,841
其他非流动性资产	3,009	3,293	3,293	3,293	3,293
非流动性资产总值	14,276	13,756	13,765	13,744	13,735
库存	2,979	2,175	1,694	1,672	1,718
应收账款及预付款	1,452	1,727	1,703	1,742	1,790
其他	679	625	625	625	625
银行结余及现金	4,029	3,394	2,572	2,727	3,099
流动性资产总值	9,139	7,921	6,595	6,767	7,231
资产总值	23,415	21,677	20,360	20,510	20,966
应付款项	1,670	1,440	1,278	1,324	1,289
运营租赁负债	357	354	354	354	354
当前负债	997	504	474	444	414
其他流动负债	3,216	3,404	3,404	3,404	3,404
流动负债	6,240	5,702	5,510	5,526	5,461
长期借款	7,117	7,267	7,237	7,207	7,177
长期租赁	1,698	1,701	1,701	1,701	1,701
其他非流动负债	1,943	1,693	1,693	1,693	1,693
非流动负债	10,758	10,661	10,631	10,601	10,571
总负债	16,998	16,363	16,141	16,127	16,032
股本	6	6	6	6	6
储备	13,991	13,427	12,323	12,472	13,003
其他	(8,412)	(8,119)	(8,119)	(8,119)	(8,119)
非控股权益	832	-	10	24	45
权益总额	6,417	5,314	4,220	4,383	4,934
权益与负债总额	23,415	21,677	20,360	20,510	20,966

现金流量表

美元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,006	391	-322	706	1,031
折旧和摊销	744	825	814	816	811
递延所得税	-186	-265	0	0	0
非货币性金融 (收入) / 费用	267	325	0	0	0
PPE 处置损失	13	9	0	0	0
与重组相关的非现金费用	36	7	0	0	0
营运资本变动	-356	631	342	29	-129
其他	207	437	10	14	21
来自经营活动的现金流	1,731	2,360	843	1,566	1,734
资本支出	-1,003	-919	-823	-794	-802
合并范围变动的影响	0	0	0	0	0
其他	-2,214	-41	0	0	0
来自投资活动的现金流	-3,217	-960	-823	-794	-802
已付股息	-925	-947	-782	-557	-501
股权回购	-271	-35	0	0	0
其他	2,786	-1,053	-60	-60	-60
来自融资活动的现金流	1,590	-2,035	-842	-617	-561
净现金流	104	-635	-822	155	371

损益表

美元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	15,937	15,609	14,195	13,936	14,317
销售成本	-4,561	-4,423	-3,591	-3,414	-3,364
毛利	11,376	11,186	10,604	10,522	10,952
经销开支	-3,711	-3,657	-3,691	-3,484	-3,436
行政开支	-4,393	-4,464	-4,258	-4,111	-4,080
其他	-1,449	-1,477	-1,693	-1,687	-1,717
经营溢利	1,823	1,588	961	1,240	1,719
财务成本	-113	-203	-197	-196	-194
合资企业收益份额及其他	0	0	0	0	0
税前利润	1,711	1,385	764	1,044	1,525
所得税开支	-462	-432	-283	-324	-473
净利润	1,249	953	481	720	1,052
非控股权益	-3	-19	-10	-14	-21
本公司拥有人应占利润	1,246	934	472	706	1,031
经调整摊薄每股盈利 (美元)	3.46	2.59	1.31	1.95	2.86
每股股息 (美元)	2.58	2.65	1.71	1.40	1.40

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	-10.2%	-2.1%	-9.1%	-1.8%	2.7%
毛利	6.1%	-3.0%	-18.8%	-4.9%	-1.5%
经营利润	-47.9%	-12.9%	-39.5%	28.9%	38.7%
经调整净利润	-52.9%	-25.0%	-49.5%	49.6%	46.1%
利润率					
毛利率	71.4%	71.7%	74.7%	75.5%	76.5%
经营利润率	11.4%	10.2%	6.8%	8.9%	12.0%
经调整净利润率	7.8%	6.0%	3.3%	5.1%	7.2%
流动性					
应收账款天数	68.2	50.9	43.6	43.8	43.8
库存天数	33.3	40.4	43.8	45.6	45.6
应付账款天数	38.2	33.7	32.9	34.7	32.9
现金周转天数	63.2	57.6	54.5	54.8	56.6
现金流与杠杆率					
自由现金流	-16	616	-794	-45	122
净负债率	63.7%	82.4%	121.8%	112.3%	91.0%
股息分配比率	73.9%	101.9%	129.7%	71.0%	48.6%
股息率	2.9%	3.0%	1.9%	1.6%	1.6%
回报分析					
ROE	19.4%	17.6%	11.2%	16.1%	20.9%
ROA	5.3%	4.3%	2.3%	3.4%	4.9%
ROCE	9.3%	7.4%	3.8%	5.7%	8.6%
估值倍数					
P/E	25.9	34.5	68.6	45.9	31.4
P/B	5.8	6.1	7.7	7.4	6.6

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

财务预测表 - 资生堂 (4911 JP)

资产负债表

日元十亿	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	301.8	294.4	207.2	175.3	152.2
商誉	62.1	108.0	90.0	90.0	90.0
递延税务资产	61.2	54.8	54.8	54.8	54.8
其他非流动性资产	360.3	396.8	406.8	432.7	458.5
非流动性资产总值	785.5	854.0	758.7	752.7	755.4
库存	149.6	160.5	162.3	163.2	166.5
应收账款及预付款	149.7	154.3	153.8	154.7	157.8
其他	66.0	64.5	64.5	64.5	64.5
银行结余及现金	104.7	98.5	185.2	213.4	241.9
流动性资产总值	470.0	477.8	565.9	595.8	630.7
资产总值	1,255.5	1,331.8	1,324.6	1,348.6	1,386.2
应付款项	178.5	152.2	148.8	149.6	152.6
租赁负债	21.9	21.2	21.2	21.2	21.2
银行借款	50.0	107.0	112.0	117.0	122.0
其他流动负债	117.9	118.1	118.1	118.1	118.1
流动负债	368.3	398.6	400.2	406.0	414.0
递延税项负债	2.9	3.6	3.6	3.6	3.6
租赁负债	98.5	103.3	103.3	103.3	103.3
银行借款	110.6	131.6	131.6	131.6	131.6
其他	34.8	40.1	40.1	40.1	40.1
非流动负债	246.8	278.6	278.6	278.6	278.6
总负债	615.1	677.2	678.8	684.6	692.6
股本	64.5	64.5	64.5	64.5	64.5
储备	380.2	356.9	346.8	359.4	381.6
其他	174.0	211.1	211.1	211.1	211.1
非控股权益	21.6	22.2	23.3	28.9	36.4
权益总额	640.4	654.6	645.8	663.9	693.5
权益与负债总额	1,255.5	1,331.8	1,324.6	1,348.6	1,386.2

现金流量表

日元十亿	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	31.0	-1.3	14.2	48.8	65.1
折旧摊销	63.7	75.7	68.7	56.7	48.0
运营资金变动	-11.6	-41.8	-4.7	-0.9	-3.4
其他	5.2	15.2	0.0	0.0	0.0
支付第三方利息	-0.4	3.8	0.0	0.0	0.0
已付税款	1.1	-3.2	-7.1	-14.6	-19.5
来自经营活动的现金流	89.0	48.4	71.1	89.9	90.2
资本支出	-55.7	-50.7	-50.7	-50.7	-50.7
合并范围变动的影响	-1.6	1.5	0.0	0.0	0.0
其他	21.8	-34.6	0.0	0.0	0.0
来自投资活动的现金流	-35.5	-83.7	-50.7	-50.7	-50.7
已付股息	-43.3	-25.9	-16.0	-16.0	-16.0
资本增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-32.3	49.3	82.3	5.0	5.0
来自融资活动的现金流	-75.6	23.4	66.3	-11.0	-11.0
净现金流	-22.2	-12.0	86.7	28.2	28.5

损益表

日元十亿	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	973.0	990.6	987.5	993.1	1,013.0
销售成本	-259.7	-237.4	-226.8	-223.1	-222.5
毛利	713.4	753.2	760.7	770.0	790.5
经销开支	-259.8	-283.3	-285.4	-278.1	-283.6
行政开支	-227.7	-227.8	-227.1	-223.4	-222.9
其他	-197.7	-234.5	-234.8	-220.6	-219.7
经营溢利	28.1	7.6	13.4	47.9	64.3
财务成本	-0.8	-10.9	-1.2	-1.2	-1.2
其他收益 (成本)	3.7	2.1	2.1	2.1	2.1
税前利润	31.0	-1.3	14.2	48.8	65.1
所得税开支	-6.9	-8.0	-7.1	-14.6	-19.5
净利润	24.2	-9.3	7.1	34.1	45.6
非控股权益	-2.4	-1.5	-1.2	-5.6	-7.5
公司拥有人应占利润	21.7	-10.8	6.0	28.6	38.1
摊薄每股盈利	54.4	-27.1	14.9	71.5	95.5
每股股息	60.0	40.0	40.0	40.0	40.0

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	-8.8%	1.8%	-0.3%	0.6%	2.0%
毛利	-3.6%	5.6%	1.0%	1.2%	2.7%
核心经营利润	-22.4%	-8.7%	0.1%	94.9%	23.1%
净利润	n.m	n.m	-155.0%	379.7%	33.6%
每股盈利	n.m	n.m	-155.0%	379.7%	33.6%
利润率					
毛利润率	73.3%	76.0%	77.0%	77.5%	78.0%
经营利润率	4.1%	3.7%	3.7%	7.1%	8.6%
净利润率	2.0%	-1.1%	0.6%	2.9%	3.8%
流动性					
应收账款天数	56.2	56.9	56.9	56.9	56.9
库存天数	56.1	59.1	48.0	48.0	48.0
应付账款天数	67.0	56.1	74.0	74.0	74.0
现金周转天数	45.3	59.9	30.9	30.9	30.9
现金流与杠杆率					
自由现金流	33,351	-2,304	20,377	39,188	39,512
净负债率	4.5%	10.5%	4.4%	2.6%	0.8%
股息分配比率	77.7%	78.4%	55.2%	31.0%	26.1%
股息率	2.4%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
回报分析					
ROE	3.4%	-1.7%	0.9%	4.3%	5.5%
ROA	1.7%	-0.8%	0.4%	2.1%	2.8%
ROCE	3.4%	-1.3%	1.4%	5.0%	6.6%
估值倍数					
P/E	32.7	49.5	34.1	18.8	16.0
P/B	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5

资料来源: 公司数据、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。

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