

2025年12月19日  
林清軒 (2657.HK)

SDIOSI

## IPO 点评

证券研究报告

美容化妆品

## 林清軒-IPO 点评

## 公司概况

林清軒是中国高端国货护肤品牌，聚焦抗皱紧致类护肤品市场。公司以山茶花为重点进行产品开发，目前有230个SKU，涵盖精华油、面霜、爽肤水、乳液、精华液、面膜及防晒霜等品类。除核心大单品山茶花精华油（25H1收入占比45.5%）外，公司还推出山茶花焕亮精华霜、高倍隔离防晒霜、山茶花保湿胜肽紧致面膜、山茶花修护平衡精华肌底液、红山茶焕活淡纹精华水及山茶花黑金时光肽抗皱焕亮柔肤液等产品，广泛的产品矩阵使公司能够满足客户不同的护肤需求和扩大客户群。

财务表现：2022/2023/2024年收入6.91/8.05/12.10亿元（人民币，下同），CAGR为32.3%，25H1收入10.52亿元，同比增长98.3%；2022/2023/2024年归母净利润-0.06/0.85/1.87亿元，25H1归母净利润1.82亿元，同比增长109.8%；2022/2023/2024年毛利率78.0%/81.2%/82.5%，呈现稳步增长态势，25H1毛利率82.4%，同比增长0.5pp。

## 行业状况及前景

根据灼识咨询（下同），中国护肤品市场在近年来录得稳步增长，市场规模由2019年的人民币3,329亿元增加至2024年的4,619亿元，CAGR为6.8%。高端细分市场增长显著，市场规模由2019年的749亿元增加至2024年的1,144亿元。按2024年零售额计，中国高端护肤品行业相对集中，前15大品牌占据了66.1%的市场份额，林清軒在中国所有高端护肤品牌中排名第13位，市占率1.4%，且是中国前15大高端护肤品牌中唯一的国货品牌。

目前，抗皱及紧致产品已成为护肤品市场主要细分领域及增长动力，2024年占中国护肤品总市场的25.9%，2019-2024年的CAGR为15.0%。按2024年零售额计，中国高端抗皱紧致类护肤品行业较为集中，前10大品牌占据了58.0%的市场份额，林清軒在中国所有高端护肤品牌中排名第10位，市占率2.2%，且是前10大高端护肤品牌中唯一的国货品牌。

## 优势与机遇

多品类产品矩阵，全方位满足消费者需求；实现全价值链整合，确保质量一致；广泛布局的线下门店网络和迅速拓展的线上渠道使得品牌可以高效触达消费者；深耕护肤品行业的创始人及管理团队。

## 弱项与风险

护肤品市场竞争激烈；护肤品消费具有主观性，消费者需求和偏好持续变化或影响购买欲望；若产品出现相关质量问题会导致客户流失；对于KOL及KOC营销活动的监管规定持续变化可能会造成不利影响。

## 招股信息

招股时间为2025年12月18日至12月23日，上市交易时间为12月30日。

## 基石投资人

基石投资人包括：富达基金、Mega Prime、正谷心资本、Duckling Fund、SS Capital、大家人寿、Yield Royal Investment等。基石投资人合计认购占发行股份的44.43%。

股份名称：林清軒  
股份代码：2657.HK

## IPO 专用评级 5.2

— 评级基于以下标准，最高10分	
1. 公司营运 (30%)	6
2. 行业前景 (30%)	6
3. 招股估值 (20%)	4
4. 市场情绪 (20%)	4

## 主要发售统计数字

上市日期：	2025/12/30
发行价范围(港元)	77.77
发行股数，绿鞋前(百万股)	13.97
— 香港公开发售：占比	1.4；10%
— 最高回拨后股数：占比	12.57；90%
总发行金额，绿鞋前(亿港元)	10.86
总集资金额，绿鞋前(亿港元)	10.86
净集资金额，绿鞋前(亿港元)	9.97
发行后股本(百万股)	
— 绿鞋前	139.66
— 绿鞋后	141.76
发行后市值(亿港元)	
— 绿鞋前	108.62
— 绿鞋后	110.25
备考每股有形资产净值(港元)	13.55
备考市净率(倍)	5.74
保荐人	中信证券、华泰国际
账簿管理人	中信证券、华泰国际
会计师	安永

资料来源：公司招股书

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

### 募集资金及用途

根据发售价为每股发售股份77.77港元且假设超额配股权未获行使，扣除相关开支后，所得款项净额约9.97亿港元。

资金未来用途规划：20.0%用于品牌价值塑造与传播；20.0%用于提升全渠道销售网络的深化构建及建立海外销售渠道以推动市场渗透；15.0%用于加强生产及供应链能力；15.0%用于技术研发及产品组合开拓；15.0%用于孵化新品牌和战略性收购；5.0%将用于运营及信息基础设施数字化、智能化建设；10.0%用于营运资金及一般公司用途。

### 投资建议

招股价为77.77港元，若不考虑超额配售，预计发行后公司市值为108.62亿港元，对应PE(TTM)为35x(作为参考，同行上市公司毛戈平的PE(TTM)也约为35x)。考虑到公司规模，我们认为招股价对应估值偏高，但公司处于稳定增长轨道，未来业绩有望随着护肤品市场下沉及渗透率提升而增长。近期新股较多可能对资金产生一定的分散作用，综合行业前景及竞争格局、公司业务前景、市场情绪等方面，给予IPO专用评分5.2分，可适当申购。

**客户服务热线**

香港：2213 1888

国内：40086 95517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系****收益评级：**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

**国投证券(香港)有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010