

美容护理

2026年01月19日

林清轩

(02657)

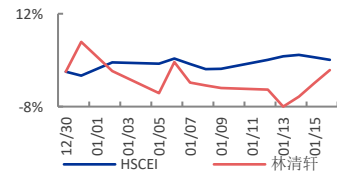
——以油养肤赛道标杆，匠心铸就高端国货之光

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2026年01月16日
收盘价（港币）	85.30
恒生中国企业指数	9220.81
52周最高/最低（港币）	91.65/78.00
H股市值（亿港元）	119.13
流通H股（百万股）	106.09
汇率（港币/人民币）	0.8988

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com

联系人

王盼 A0230523120001
wangpan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **以红山茶花原料为基，聚焦以油养肤抗衰修复。**林清轩是中国高端国货护肤品牌标杆，公司成立于2003年，以山茶花成分为核心，深耕“以油养肤”理念。**1) 股权：**孙来春合计持股约71.34%，股权结构集中稳定；**2) 管理：**创始人孙来春深耕行业20余年，主导战略、品牌等，核心团队产业经验丰富；**3) 财务：**2022-2024年营收从6.91亿元增至12.1亿元，CAGR达32.7%；净利润从-0.06亿元扭亏为盈至1.87亿元，2024年同增120%。25H1营收10.52亿元，同增98.3%；净利润1.82亿元，同增109.9%，净利率提升至17.3%，盈利质量持续优化。
- **高端护肤赛道东风已至，林清轩领跑国货高端化。****1) 行业规模稳步扩张：**护肤主盘稳健，精华油细分赛道高速增长，中国护肤品市场已达四千亿美元，且人均支出较欧美仍有数倍增长潜力。面部精华油作为高增长细分赛道，2019-2024年CAGR高达42.8%，远超行业平均水平。**2) 消费变迁与结构机遇：**高端护肤市场加速扩容，预计2029年将达2185亿元。“以油养肤”理念已深度渗透，促使精华油从小众走向主流。**3) 渠道变革不断显现：**OMO全域融合构筑竞争壁垒，线下门店成为高端品牌不可或缺的服务“护城河”。
- **核心大单品迭代+新品创新，全渠道多维壁垒强化优势。****1) 核心单品持续升级：**山茶花精华油迭代至2024年第五代，累计销量突破4500万瓶，连续11年居全国面部精华油销量榜首；**2) 产品矩阵不断丰富：**面霜、精华水等产品构成第二增长线，销量呈稳定增长趋势。**3) 研发技术突破：**组建专业研发团队，通过“三精三萃三纯”工艺等，开发清轩萃、山茶超胜肽等核心成分，持续提升产品功效；**4) 全渠道布局，线上放量：**立足东方美学天然植萃，利用全国近600家门店的体验优势，打造“消费+体验”场景。25H1，抖音、天猫放量，线上收入占比提升至65.4%，实现流量互补与全域高增长。在国际大牌主导的高端市场，林清轩是2024年中国前15大高端护肤品牌中唯一的国货代表，市占率1.4%。
- **天然植物护肤标杆，匠心铸就国货之光。**林清轩聚焦高端护肤赛道，以红山茶花原料为基，打造“以油养肤”产品矩阵，线上抖音、天猫放量，线下高端门店体验。已构建“核心产品矩阵+全渠道深度布局+全链路协同运营”的商业模式，推动品牌心智与用户粘性稳步提升，形成显著竞争优势。预计公司25-27年归母净利润分别为3.47/5.77/8.20亿元，同增86%/66%/42%；PE分别为31/18/13倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**高端消费需求波动风险；行业竞争加剧风险；供应链及原材料供应风险；大单品依赖风险；线下门店运营风险；研发及合规风险等。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	805	1210	2205	3178	4474
同比增长率（%）	16%	50%	82%	44%	41%
归属净利润（百万元）	84	187	347	577	820
同比增长率（%）	1540%	121%	86%	66%	42%
每股收益（元/股）	0.60	1.34	2.48	4.13	5.87
ROE（%）	17.98	30.52	36.18	37.58	34.80
市盈率	—	—	31	18	13

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

林清轩深耕山茶花护肤赛道，依托自研技术、单品牌聚焦战略、全渠道布局，打造出山茶花精华油、黑金时光肽霜等核心爆品，未来将持续深化成分科研与高端线拓展。契合当前国货高端化消费趋势，随着国内功效护肤市场扩容、公司产学研合作升级、线下体验店与线上私域联动加码，叠加精准触达的圈层营销等，品牌有望进一步巩固细分领域优势，盈利水平也将随高端产品占比提升与规模效应释放逐步向好。预计公司 25-27 年归母净利润分别为 3.47/5.77/8.20 亿元，同增 86%/66%/42%；PE 分别为 31/18/13 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

关键假设点

我们从产品品类对公司营收进行拆分：

公司自有产品矩阵涵盖精华油、面霜、精华液、乳液爽肤水、面膜、防晒霜等，随着高端线不断迭代升级、产品质量与销量日益提升。1) 精华油：该品类为公司核心收入支柱，25H1 精华油业务收入占比达 45.5%。该业务板块将依托技术优势和高端定位带来的品牌溢价，叠加线上抖音等渠道快速增长与线下多家门店体验赋能，推动收入持续高速扩张，预计 25-27 年营收分别为 9.85/13.79/19.30 亿元；2) 面霜：受益于山茶花核心成分的延伸应用发展并得到市场的广泛认可，加之全渠道布局的完善，预计 25-27 年营收分别为 3.33/4.40/5.72 亿元；3) 面膜：预计 25-27 年营收分别为 2.07/3.00/4.19 亿元。4) 乳液及爽肤水：基于山茶花核心护肤成分（如山茶超胜肽等）打造的单品占据重要地位，深度嵌入公司基于山茶花打造的品牌认知，预计 25-27 年营收分别为 2.19/4.38/7.01 亿元。5) 精华液：预计 25-27 年营收分别为 2.00/2.91/4.07 亿元。6) 防晒霜：预计 25-27 年营收分别为 0.76/0.99/1.29 亿元。

有别于大众的认识

市场认为国货护肤依赖“单一成分 + 概念营销”，我们认为林清轩核心聚焦山茶花成分十余年，进入以核心原料壁垒、技术专利为核心竞争力的时代。林清轩搭建山茶花全产业链科研体系，其山茶花精华油依托独家专利技术，强化品牌功效护肤产品壁垒。

市场认为高端护肤赛道由国际品牌主导，我们认为，林清轩凭借“山茶花”这一本土特色原料的深度开发，叠加线下体验店+线上私域的本土渠道联动优势，同时持续加码产学研合作。随着国货高端化消费的崛起，及品牌对细分人群的精准覆盖，有望在高端功效护肤领域撕开缺口，提升细分市场份额。

股价表现的催化剂

品牌契合国货高端化消费趋势；山茶花新品类销售超预期；高端线放量超预期；线下体验店拓店及线上私域复购率提升超预期。

核心假设风险

高端消费需求波动风险；行业竞争加剧风险；供应链及原材料供应风险；大单品依赖风险；线下门店运营风险；研发及合规风险等。

目录

1. 红山茶花原料为基，铸就高端国货护肤品牌	6
1.1 以油养肤心智壁垒深厚，主打红山茶花抗老修复	6
1.2 股权结构集中稳定，管理团队经验丰富	6
1.3 营收及利润高速增长，盈利质量显著提升	7
2. 高端护肤赛道东风已至，国货品牌迎来崛起良机	9
2.1 行业规模：千亿赛道长坡厚雪，精华油品类异军突起	9
2.2 消费变迁：理念进化与成分进阶，共筑增长基石	11
2.3 结构机遇：高端化与抗衰老需求共振，价值持续重塑	13
2.4 渠道变革：线上线下全域融合，OMO 模式构筑竞争壁垒	14
2.5 竞争格局：国际大牌为主，林清轩领跑国货高端护肤	15
3. 立足山茶花精华油，建立一超多强品牌矩阵	17
3.1 山茶花精华油：对标雅诗兰黛小棕瓶，十年四次升级	18
3.2 山茶花黑金面霜：卡位国货面霜稀缺高端定位	20
3.3 「小金珠」嘭弹水：聚焦“水油同补”，成功破局新增长品类	21
3.4 其他产品：覆盖细分市场，打造多品牌矩阵	22
4. 锻造系统性组织力，构建全域竞争壁垒	24
4.1 研发壁垒：专注山茶花深度研发，聚焦抗皱修护功效	24
4.2 品牌心智：融合东方美学，打造高端品牌声量	26
4.3 渠道战略：线下门店巩固品牌形象，线上渠道快速放量	28
4.4 组织协同：锻造系统性组织力，构筑品牌长期护城河	30
5. 盈利预测与估值	31
5.1 盈利预测	31
5.2 投资分析意见	32
6. 风险提示	33

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：发售完成后公司股权结构（假设超额配股权未获行使）	7
图 3：2022-2025H1 公司营收及增速	8
图 4：2022-2025H1 公司归母净利润及增速	8
图 5：2022-2025H1 精华油收入及增速（亿元）	8
图 6：2024 年林清轩分品类营收构成	8
图 7：2022-2025.6 全渠道渠道收入情况（亿元）	9
图 8：2022-2025H1 毛利率及费用率	9
图 9：2022-2025H1 公司毛利率与同行对比	9
图 10：中国护肤品行业零售市场规模（亿元）	10
图 11：2024 年中国与美国、欧洲年人均化妆品支出对比（元）	10
图 12：中国面部精华油行业市场规模（亿元）	11
图 13：25H1 淘系电商平台面部精华油消费者成分偏好占比（%）	12
图 14：按品牌定位划分的中国护肤品行业市场规模（亿元）	13
图 15：中国抗皱紧致类护肤品行业市场规模（亿元）	13
图 16：中国高端抗皱紧致类护肤品行业市场规模（亿元）	14
图 17：按渠道划分的中国护肤品行业市场规模（亿元）	14
图 18：林清轩 2022-2024 分渠道营业收入占比（%）	15
图 19：国内外热门精华油产品对比	17
图 20：25H1 主要线上渠道面部精华油品牌 TOP10	17
图 21：林清轩产品矩阵	18
图 22：林清轩各品类产品销售额占比（2022-25H1，亿元）	18
图 23：公司产品线迭代历程	19
图 24：雅诗兰黛小棕瓶迭代升级至第七代	19
图 25：林清轩山茶花精华油迭代升级	20
图 26：2022-2025.6 公司面霜品类销售额、占比、增长率	20
图 27：中国抗皱紧致类面霜行业市场规模（亿元）	20
图 28：林清轩山茶花黑金面霜优势	21
图：林清轩抗皱肽微珠精华水 M-M	天猫官方旗舰店销售额（万元）

图 30: 2022-2025.6 公司防晒霜品类销售额、占比、增长率.....	22
图 31: 2022-2025.6 公司面膜品类销售额、占比、增长率	22
图 32: 2022-2025.6 公司精华液品类销售额、占比、增长率.....	23
图 33: 2022-2025.6 公司乳液及爽肤水产品类销售额、占比、增长率	23
图 34: 华熔庄产品示意图.....	23
图 35: 小馨轩产品示意图.....	23
图 36: 2022-2025.6 公司研发费率.....	24
图 37: 2022-2025.6 公司研发费用及 YoY (亿元)	24
图 38: 林清轩与其他品牌联名情况.....	26
图 39: 十大国货精华油品牌价格带布局.....	27
图 40: 精华油市场品牌声量	28
图 41: 2022-25H1 林清轩线下门店城市分布情况 (家)	28
图 42: 2022-25H1 林清轩线下门店营收情况 (亿元)	28
图 43: 2022-2025.6 线上直销渠道收入情况 (亿元)	29
图 44: 林清轩线下门店设计	30
图 45: 林清轩线下 spa 服务 (部分)	30
图 46: 林清轩全链路闭环体系.....	30
表 1: 公司主要管理层履历.....	7
表 2: 中国精华和面部精华油行业市场规模及渗透率 (亿元, %)	11
表 3: 2024 年天猫以油养肤市场销售额同比增速 (%)	12
表 4: 2024 中国前 15 大高端护肤品牌排名 (按零售额计, 亿元, %)	16
表 5: 公司主要研发人员	25
表 6: 公司主要核心原料	25
表 7: 2024 年公司市场份额情况.....	27
表 8: 公司收入拆分.....	32
表 9: 可比公司估值.....	33

1. 红山茶花原料为基，铸就高端国货护肤品牌

1.1 以油养肤心智壁垒深厚，主打红山茶花抗老修复

以红山茶为核心，开创高端油类国货护肤标杆。公司从中国深厚植物传承中汲取灵感，融合功能性与东方美学设计，一直致力于开发以山茶花成分为核心的天然、安全及有效的护肤产品。2003年，创始人孙来春创立林清轩品牌，初期以芦荟水、手工皂等保湿效果产品为主，并于2008年在上海开设首家线下门店。2013年，公司在上海自建工厂，以实现自主生产。2014年，第一代核心大单品山茶花精华油问世，主打细胞抗皱修复，此后约每隔2年公司升级迭代新品山茶花精华油。2016年，林清轩荣获上海日用化学品行业协会认可为山茶花面部精油先驱。按全渠道总零售额计，林清轩山茶花精华油自2014年以来连续11年位居面部精华油榜首。截至2025年6月30日，该产品已累计销售逾4500万瓶。

图1：公司发展历程

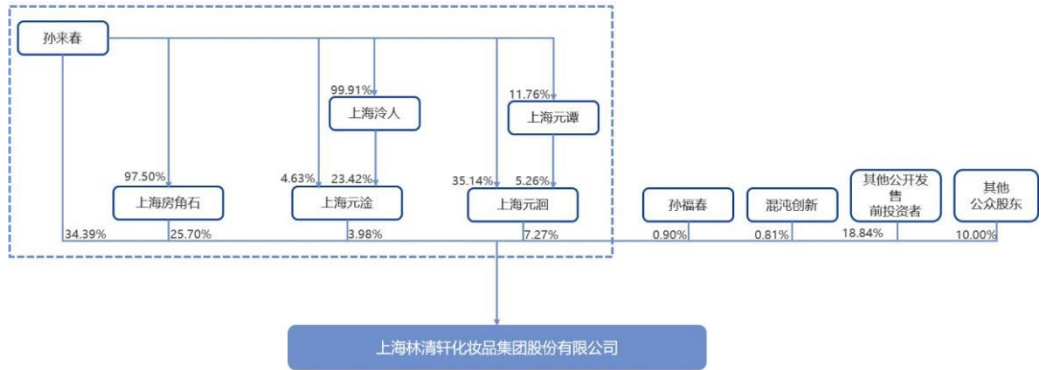


资料来源：公司招股书，林清轩品牌官网，申万宏源研究

1.2 股权结构集中稳定，管理团队经验丰富

公司股权集中，管理团队经验丰富且稳定。孙来春为公司创始人、董事长、执行董事兼总裁，直接持有公司 34.39% 股权，并通过上海房角石、上海元润、上海元淦等间接持股 36.95%，其直接和间接合计持股约 71.34%。

图 2：发售完成后公司股权结构（假设超额配股权未获行使）



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

孙总主导战略、品牌等，其他核心高管产业经验丰富。公司管理团队由创始人孙来春领导，孙来春自 2011 年起担任公司董事长、执行董事兼总裁，负责整体战略与管理。核心管理层包括，执行董事兼副总经理高宏旗，于 2013 年加入，主要负责科研工作。副总经理孙福春于 2015 年入职，负责销售及销售培训。其他核心成员如杜有义先生、曾璐女士等，均在公司任职多年，具备深厚的行业背景和管理能力，为公司的持续发展和奠定坚实基础。

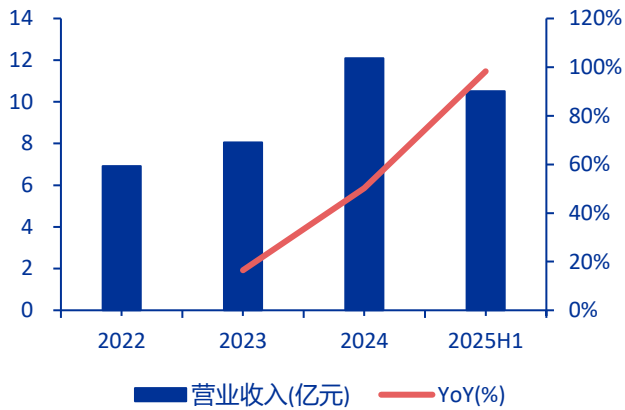
表 1：公司主要管理层履历

姓名	加入时间	职务	履历
孙来春	2011	创始人、董事长、执行董事兼总裁	林清轩品牌创始人，负责公司整体业务策略、运营及发展计划。曾担任牡丹江温春药业股份有限公司多个职位，拥有丰富的行业经验。上海市松江区人大代表，荣获多项商业科技和企业荣誉，拥有高级经济师职称。
高宏旗	2013	执行董事兼副总经理	负责公司科研工作。曾在南京表面活性剂厂、南京应用化学研究所、南京金芭蕾化妆品有限公司等任职，拥有丰富的研发和管理经验。江南大学特聘教授，拥有高级工程师职称。
孙福春	2015	副总经理	负责公司销售及销售培训。曾在奥里昂有限公司、沈阳淡泊坊化妆品有限公司任职，拥有丰富的销售管理经验。获得多项企业管理和培训相关职称。
杜有义	2020	首席财务官	负责公司整体财务管理。曾在武汉永安儿童购物游乐园中心、武商集团股份有限公司、武汉百事可乐饮料有限公司等任职，拥有丰富的财务管理经验。获得多项财务管理相关职称。
曾璐	2013	董事会秘书、总经理办公室主任	负责监督董事会相关事宜、资料披露、投资者关系管理及法律事宜。曾在上海正策律师事务所任职，拥有丰富的法律经验。获得多项法律相关职称。

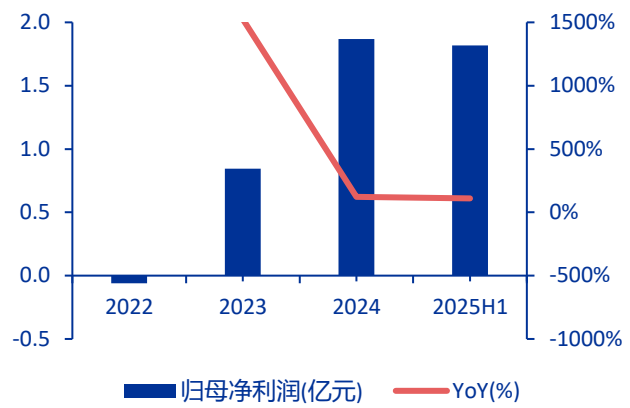
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

1.3 营收及利润高速增长，盈利质量显著提升

线上渠道放量，线下门店恢复，公司营收利润高速增长。2022-2024 年，公司营收分别为 6.91 亿元、8.05 亿元、12.10 亿元，2023 年、2024 年营收分别同增 16.47%、50.27%；25H1 公司营收 10.52 亿，同增 98.28%，公司此阶段营收的高速增长，一方面来自于精华油产品的贡献，另外一方面主因线上渠道的快速放量，及新品 SKU 的推出。2022-2024 年，公司实现归母净利润-0.06 亿元、0.85 亿元、1.87 亿元，2024 年同比增速 121.06%；25H1 归母净利润 1.82 亿元，同增 109.86%。2023 年，公司扭亏为盈，利润快速释放，主因疫情后线下门店恢复，线上天猫、抖音、视频号等渠道贡献新渠道增量，高毛利的精华油产品占比上升，规模效应下费用率下降。

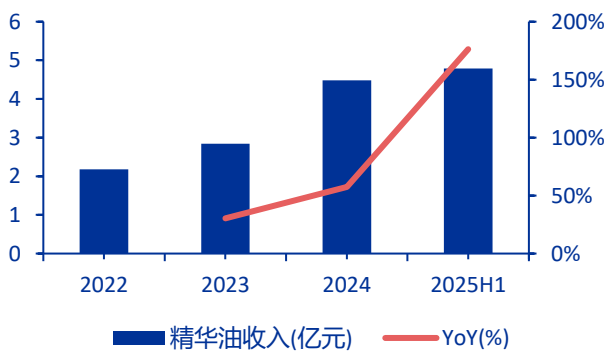
图 3：2022-2025H1 公司营收及增速


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 4：2022-2025H1 公司归母净利润及增速


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

分产品来看，精华油为核心收入来源。25H1 精华油营收 4.79 亿元，占比 45.5%。2022-2024 年，精华油分别实现收入 2.18 亿元、2.84 亿元、4.48 亿元。2024 年，面霜、乳液及爽肤水、精华液、面膜等护肤品类占比分别为 15.7%、10.7%、10%、12.2%；2024 年，其他品类如防晒霜、眼霜、洁面乳、身体护理及彩妆等其他产品，合计占比 17.7%。2024 年底，公司共计 188 个 SKU。其中，山茶花焕亮精华霜在 2024 年终收入 6150 万元，已成为公司最热销产品之一。25H1，公司拥有 230 个 SKU。2025 年 7 月，林清轩推出“小金珠”嘭弹水，截至 2025 年底，该款单品已获得 2.6 亿元的销售额。

图 5：2022-2025H1 精华油收入及增速（亿元）


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

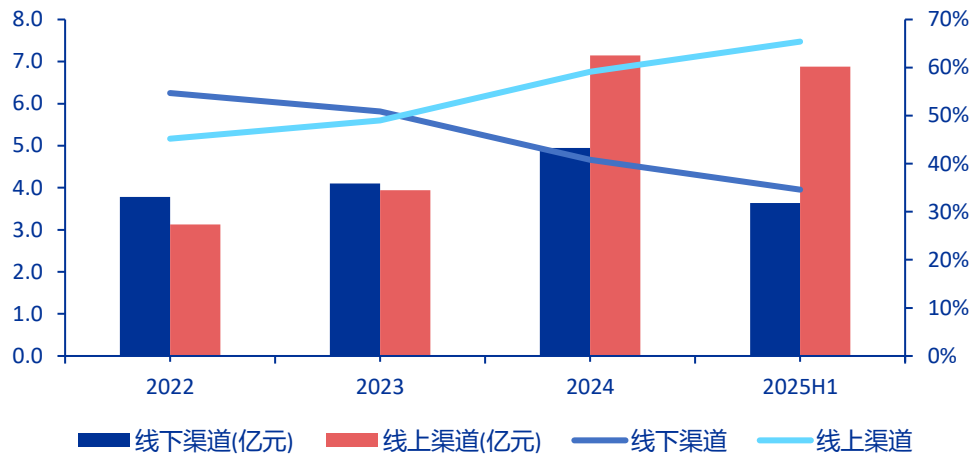
图 6：2024 年林清轩分品类营收构成

产品类别	人民币千万元	收入占比%
精华油	44.76	37%
面霜	19.04	15.7%
乳液及爽肤水	12.88	10.7%
精华液	12.14	10%
面膜	14.76	12.2%
防晒霜	3.64	3%
其他化妆品	13.65	11.3%
其他	0.09	0.1%
总计	120.96	100%

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

分渠道来看，线上渠道放量成为收入高增主要来源。25H1，线上收入占比提升至 65.4%。公司线上以直销为主，线下以中高端商场直营店为主。2024 年，公司线上、线下渠道收入分别占比约为 59%、41%。2022-2024 年，公司加大内容电商平台投入，打造“林清轩家族 IP 矩阵”，线上渠道收入从 3.12 亿元增长至 7.14 亿元，占比从 45%攀升至 59%。其中，直销收入占比从 38%跃升至 52%。2022-2024 年，公司线下渠道收入从 3.78 亿元增长至 4.94 亿元，占比从 55%下降到 41%，收入增长主要来自于线下门店的扩张，及同店店效的提升。截至 25H1，公司共有 554 家线下门店，线下收入达 3.6 亿元，25H1 同比增长 52%。

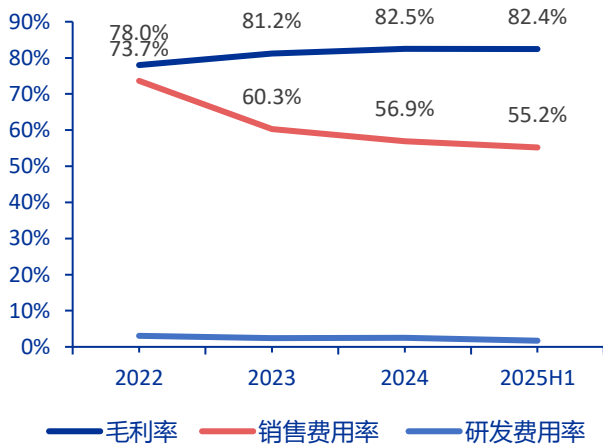
图 7: 2022-2025.6 全渠道渠道收入情况 (亿元)



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

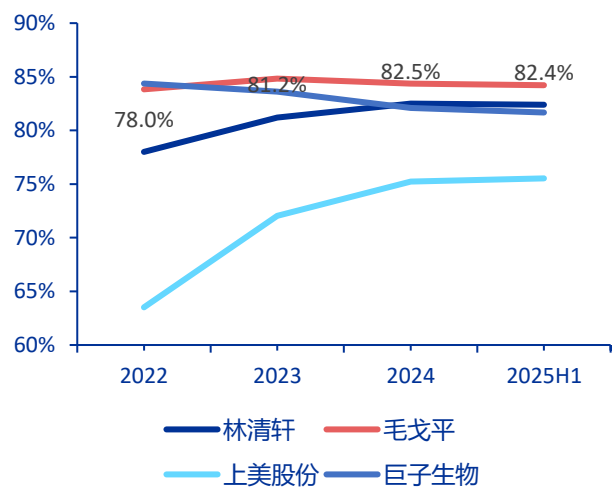
毛利率较高, 且稳步增加。公司毛利率从 2022 年的 78% 攀升至 25H1 的 82.36%, 主要由于高毛利的精华油、面霜等产品收入及结构的占比提升。除此之外, 公司的其他品类乳液及爽肤水、精华液、防晒霜等毛利率也有所提升, 拉动了公司毛利率整体的提升。公司线下毛利率高于线上, 维持在 83% 左右, 线上毛利率也有所提升。2022-25H1 公司销售费用率从 74% 下降至 55%, 主因规模优势。

图 8: 2022-2025H1 毛利率及费用率



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 9: 2022-2025H1 公司毛利率与同行对比



资料来源: 公司招股书, 相关公司财报, 申万宏源研究

2. 高端护肤赛道东风已至, 国货品牌迎来崛起良机

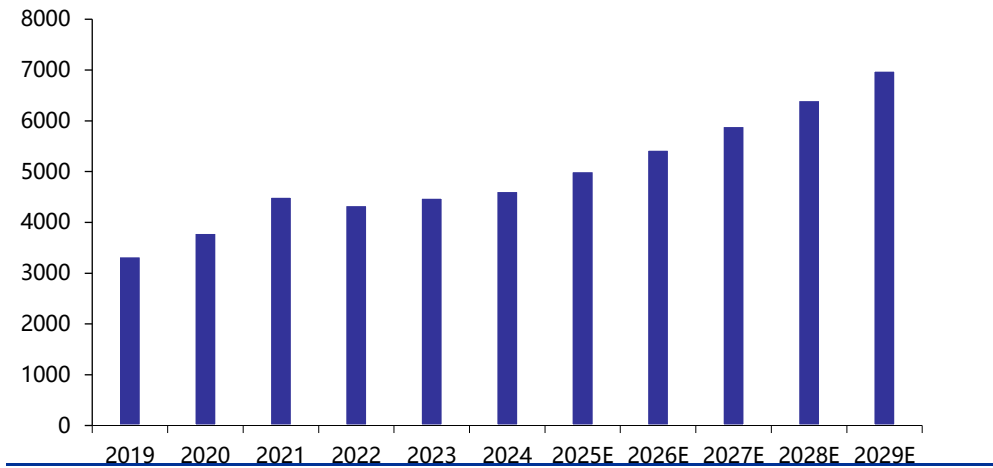
2.1 行业规模: 千亿赛道长坡厚雪, 精华油品类异军突起

护肤主盘稳健增长, 人均消费仍具倍增潜力。中国护肤品市场规模由 年的

亿元增加至 2024 年的 4619 亿元, 年均复合增长率为 6.8%, 是化妆品行业增长的压舱石。

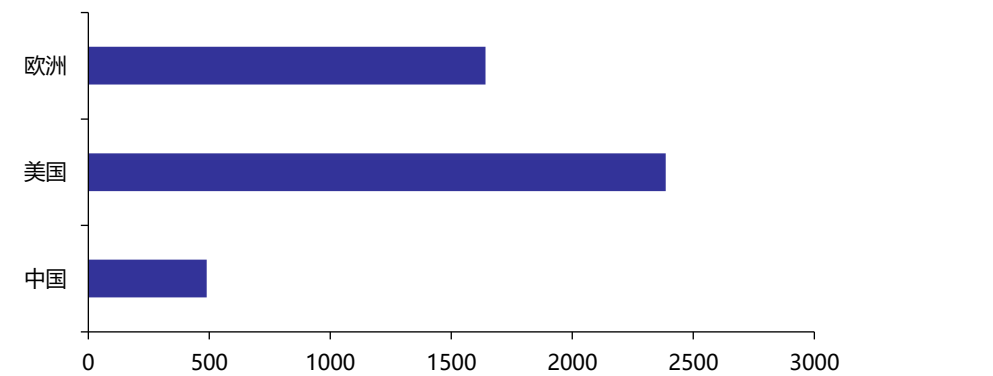
尽管总量庞大，但 2024 年中国人均化妆品支出仅为 489 元，远低于美国的 2386 元和欧洲的 1641 元，随着国民收入提升，行业天花板极高，预计 2029 年中国护肤品市场规模将达到 6985 亿元。

图 10：中国护肤品行业零售市场规模（亿元）



资料来源：公司招股书，灼识咨询，申万宏源研究

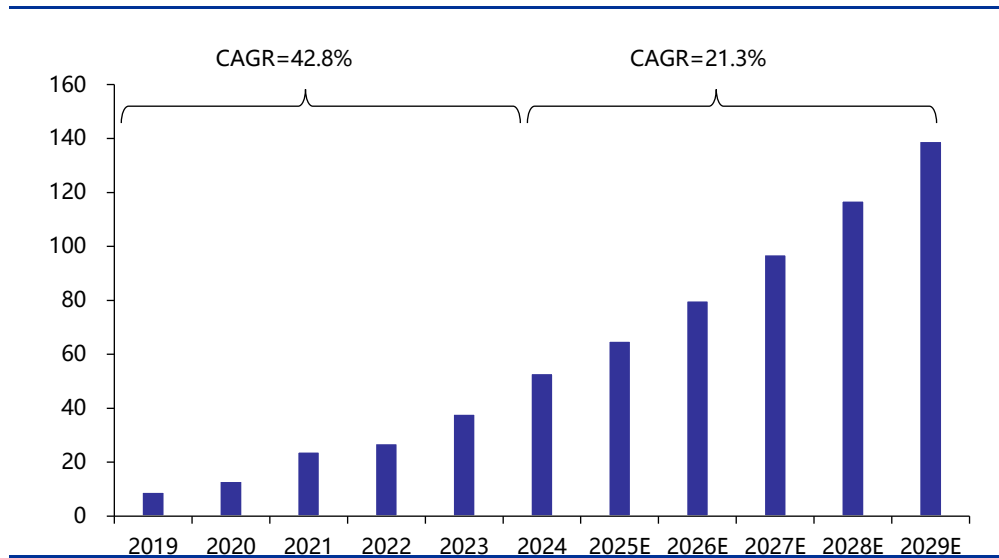
图 11：2024 年中国与美国、欧洲年人均化妆品支出对比（元）



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

面部精华油作为高增长细分赛道，增长迅猛。增长核心驱动力为“以油养肤”理念普及，以及消费者对天然植物基成分的偏好，推动品牌持续创新抗衰修护类油类产品。精华油市场规模从 2019 年的 9 亿元迅猛增长至 2024 年的 53 亿元，期间年均复合年增长率高达 42.8%，远超行业平均水平。预计到 2029 年，该赛道规模将达 139 亿元，2024-2029 年复合年增长率将维持在 21.3% 的高位，展现出极强的增长韧性和发展潜力。

图 12: 中国面部精华油行业市场规模 (亿元)



资料来源: 公司招股书, 灼识咨询, 申万宏源研究

表 2: 中国精华和面部精华油行业市场规模及渗透率 (亿元, %)

年份	抗皱紧致类护肤品—精华	面部精华油	面部精华油在精华中渗透率
2019	178	9	5.1%
2020	216	13	6.0%
2021	259	24	9.3%
2022	262	27	10.3%
2023	308	38	12.3%
2024	365	53	14.5%
2025E	442	65	14.7%
2026E	533	80	15.0%
2027E	643	97	15.1%
2028E	773	117	15.1%
2029E	929	139	15.0%

资料来源: 公司招股书, 灼识咨询, 申万宏源研究

2.2 消费变迁: 理念进化与成分进阶, 共筑增长基石

“以油养肤”理念深度渗透, 面部精华油从“小众”迈向“主流”。随着消费者对屏障修护、皮脂膜健康认知的提升, 其对“以油养肤”过往所产生的“厚重、闷痘”的偏见逐渐消除。精华油凭借高亲肤性、高渗透力及强大的锁水修护功效, 精准契合了消费者对高效护肤的进阶需求。林清轩作为“以油养肤”理念的国内先行者代表之一, 自 2014 年推出首款山茶花精华油以来, 已成功构建起深厚的用户心智壁垒。

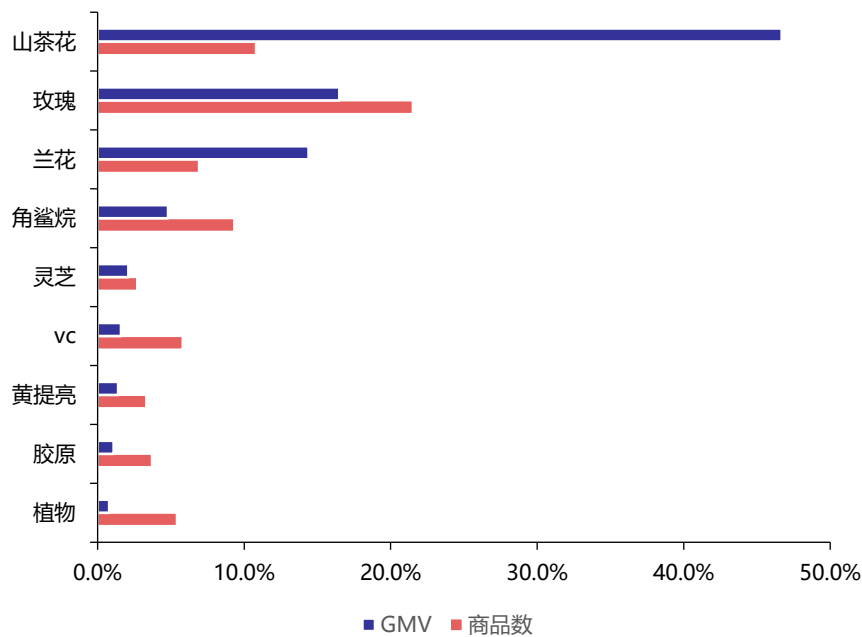
表 3：2024 年天猫以油养肤市场销售额同比增速 (%)

品类	市场体量同比	购买人数同比	客单价同比	核心驱动
面部精华油	12%	64%	11%	购买人数
卸妆油	6%	2%	5%	购买人数&客单
眼部精华油	119%	46%	9%	购买人数
唇部精华油	46%	25%	14%	购买人数
身体护理油	48%	7%	27%	购买人数
沐浴油	3%	4%	12%	客单

资料来源：TMIC 洞察，申万宏源研究

“成分党”向“植萃+科技”进阶，天然植物成分偏好度持续攀升。艾媒咨询数据显示，2024 年中国消费者在购买化妆品时，首要关注的是产品成分（占比 58.8%），其次是产品功效（占比 41.4%）。消费者对产品安全性和实际效果尤为重视，表明了购买决策的双轨分化：首次购买依赖种草决策链，复购则转向以价值认同为核心的品牌选择体系。在成分认知日益透明化的背景下，消费者对护肤品的诉求从单一的化学成分堆砌转向对“天然、安全、有效”的极致追求。其中，红山茶花、玫瑰、兰花等天然植萃成分因其深厚的文化积淀与显著的修护抗氧功效，成为消费者最为集中的偏好所在。林清轩以高山红山茶花为核心，将传统植萃智慧与现代专利技术融合，研发出具备强效抗皱修护性能的产品，精准卡位天然植物护肤风口，实现了品牌形象与功效口碑的双重领先。

图 13：25H1 淘系电商平台面部精华油消费者成分偏好占比 (%)

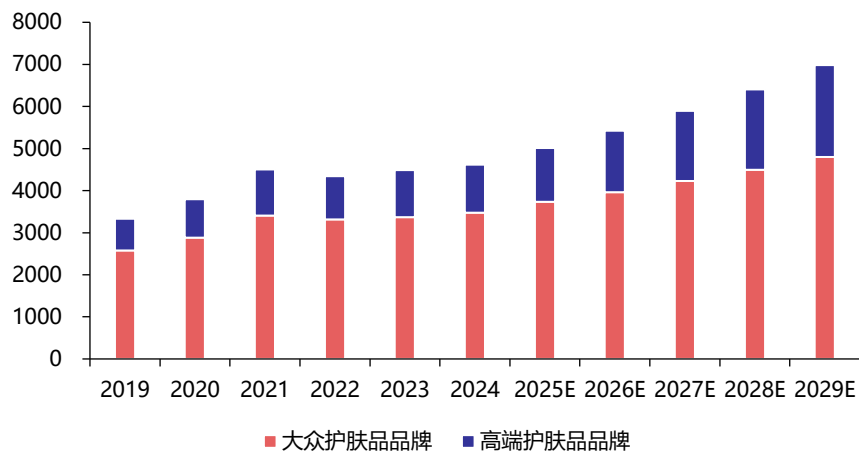


资料来源：青眼情报，申万宏源研究

2.3 结构机遇：高端化与抗衰老需求共振，价值持续重塑

高端护肤市场加速扩容，国货品牌迎来品牌溢价期。中国高端护肤品（价格高于行业平均 50%以上）市场规模由 2019 年的 749 亿元稳步增长至 2024 年的 1144 亿元，年复合增长率达 8.8%。受益于中产消费群体的扩大及消费理念的升级，预计到 2029 年市场规模将翻倍至 2185 亿元，显著领跑整体美护大盘。这一趋势下，具备科研底蕴与品牌调性的国货龙头正通过“高单价、高毛利、高溢价”重塑竞争版图。

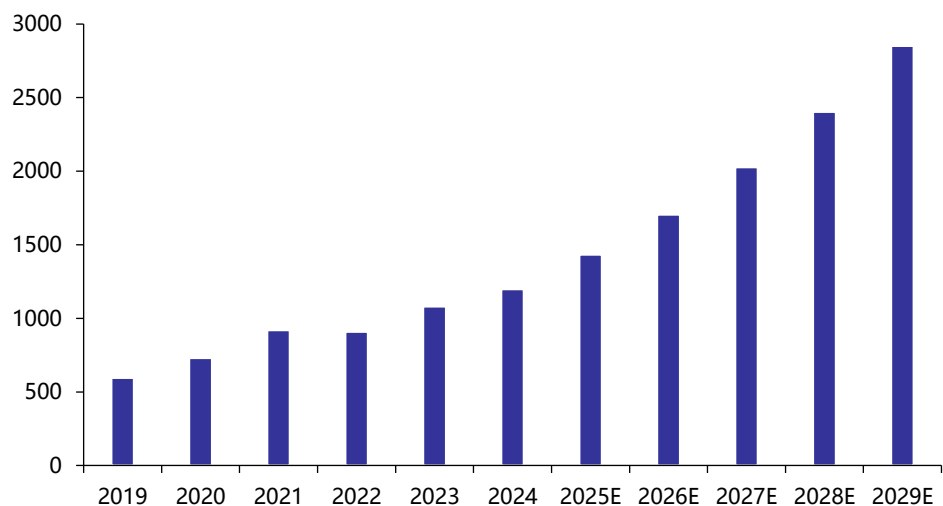
图 14：按品牌定位划分的中国护肤品行业市场规模（亿元）



资料来源：公司招股书，灼识咨询，申万宏源研究

“抗衰”需求年轻化，抗皱紧致赛道贡献核心增量。随着生活节奏加快及“抗初老”理念的普及，抗皱紧致已成为消费者护肤的头等诉求。受益于研发水平提升，更多品牌采用经临床实证的先进成分与配方，有效改善皮肤松弛与皱纹，契合消费者对功效与品质的追求，市场渗透率持续提升。2024 年，中国抗皱紧致类护肤品市场规模达 1198 亿元，占护肤市场的比重从 2019 年的 17.9%大幅跃升至 25.9%。灼识咨询预测，该细分赛道将以 18.9% 的年复合增长率持续扩张，至 2029 年规模将达 2852 亿元，这为深耕抗皱领域的品牌提供了确定性较强的增长红利。

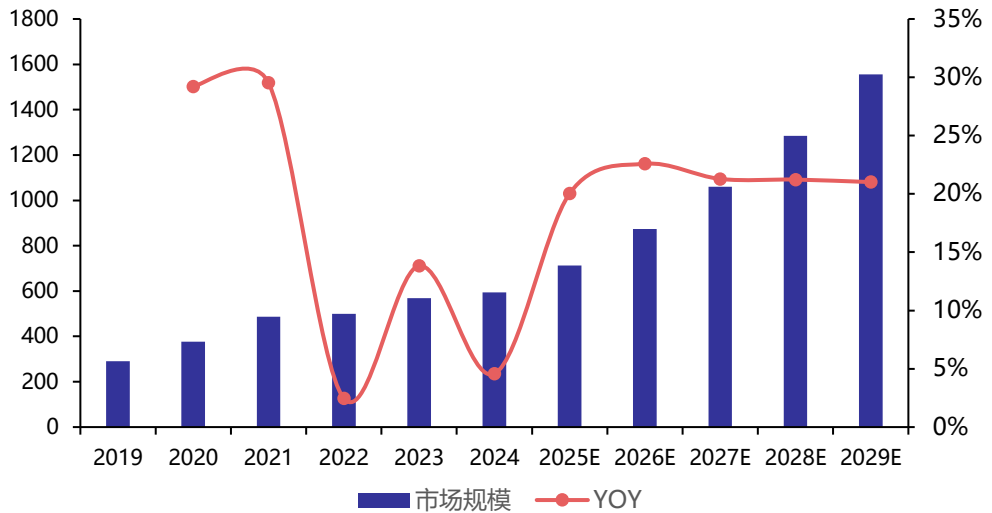
图 15：中国抗皱紧致类护肤品行业市场规模（亿元）



资料来源：公司招股书，灼识咨询，申万宏源研究

高端品牌主导抗皱紧致市场，增长强劲。中国消费者选购抗皱产品时功效优先，高端品牌凭借卓越品质与尖端技术更获信任，且常将其列为核心产品线。高端抗皱市场显著增长，规模由2019年291亿元增至2024年594亿元，预计2029年将达到1555亿元，增长前景广阔。

图 16：中国高端抗皱紧致类护肤品行业市场规模（亿元）

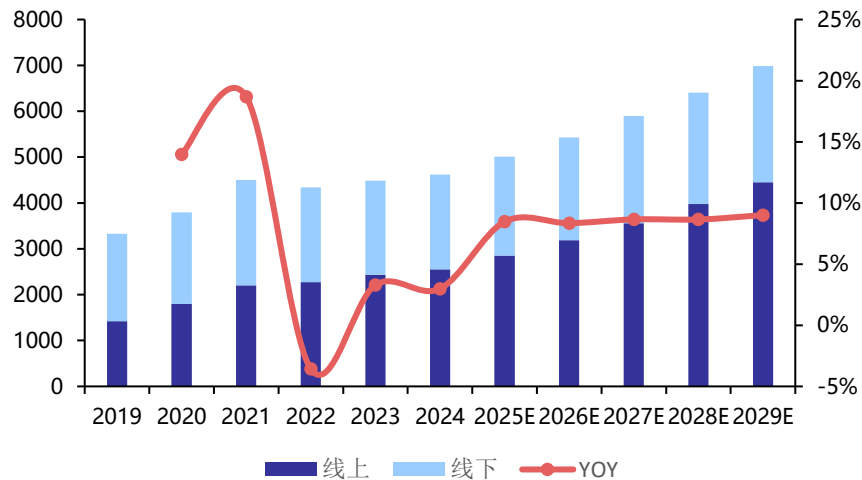


资料来源：公司招股书，灼识咨询报告，申万宏源研究

2.4 渠道变革：线上线下全域融合，OMO 模式构筑竞争壁垒

线上渠道成为增长主引擎，直播电商红利持续释放。中国护肤品线上渠道规模由2019年的1419亿元跃升至2024年的2555亿元，年复合增长率达12.5%。电商平台、短视频及直播带货不仅是销售渠道，更是品牌进行消费者教育、新品种草的核心阵地。

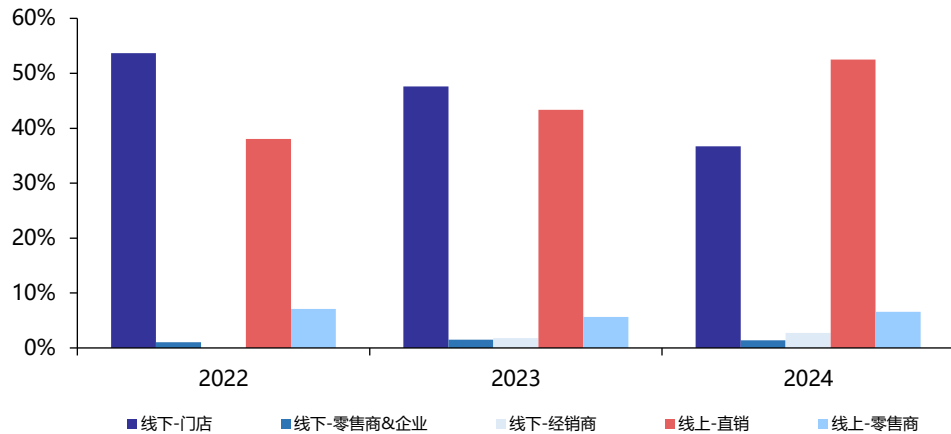
图 17：按渠道划分的中国护肤品行业市场规模（亿元）



资料来源：公司招股书，灼识咨询，申万宏源研究

线下渠道价值回归，高端品牌依赖实体体验。尽管线上高增，线下渠道仍是高端品牌不可或缺的“护城河”。2024年，线下护肤市场规模达2064亿元，预计2029年将稳步增至2532亿元。对于强调服务体验、高客单价的高端护肤品而言，百货专柜及购物中心门店提供了品牌形象展示与深度服务的场景，是建立高端认知的关键。林清轩等头部品牌正通过OMO（线上线下融合）模式，利用线下500+门店的体验优势与线上流量互哺，实现全域高速增长。

图 18：林清轩 2022-2024 分渠道营业收入占比 (%)



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2.5 竞争格局：国际大牌为主，林清轩领跑国货高端护肤

行业集中度较高，高端市场仍由国际品牌把持。中国高端护肤市场呈现高集中度特征，前15大品牌合计占据66.1%的市场份额。长期以来，这一梯队几乎被欧美及日韩大牌垄断，国货品牌在品牌力与溢价能力上存在明显短板。在激烈的红海竞争中，林清轩凭借差异化的品牌定位与核心大单品策略实现了历史性突破，按2024年零售额计，林清轩不仅是中国排名第一的高端国货护肤品牌，更是中国前15大高端护肤品牌中唯一的国货代表，成功跻身国际一线阵营。

表 4：2024 中国前 15 大高端护肤品牌排名（按零售额计，亿元，%）

排名	品牌	零售额	市场占有率
1	兰蔻	147.7	12.9%
2	雅诗兰黛	103.5	9.0%
3	SK-II	80.1	7.0%
4	海蓝之谜	75.3	6.6%
5	赫莲娜	70.2	6.1%
6	娇韵诗	43.8	3.8%
7	修丽可	40.4	3.5%
8	资生堂	40	3.5%
9	娇兰	39.8	3.5%
10	香奈儿	28.2	2.5%
11	CPB	24.6	2.2%
12	希思黎	21.9	1.9%
13	林清轩	15.9	1.4%
14	迪奥	13.1	1.1%
15	圣罗兰	12.5	1.1%

资料来源：公司招股书，化妆品观察，申万宏源研究

面部精华市场以液态精华为核心，精华油发展潜力巨大。据青眼数据，2024 年，中国化妆品市场精华市场规模为 1148.29 亿元，市场规模同比上升 13.61%；2024 年，精华在护肤类目中的占比为 27.22%，相较于 2023 年上升 6.27pct。精华行业中精华液占比近半，精华水随其后。2024 年，精华油品类渗透率提升，占比由 9%提升至 16%。相比液态精华等竞品，精华油凭借脂溶性成分的高渗透性，精准匹配消费者护肤需求提升(多效合一的功效集成、一油多用的延展性)，如林清轩山茶花精华油抗氧抗糖能力强化，海蓝之谜奇迹精华油的“一油多用”。面部精华油赛道，国货高端品牌与大众品牌各有特色。以 LAN 兰、阿芙精油、PMPM 为代表的新锐国货品牌通过高性价比和线上营销快速抢占份额主要定位大众及入门级市场红利，而林清轩则定位护城河更深的高价格带产品路线。

图 19: 国内外热门精华油产品对比

品牌	国货品牌			海外大牌		
	林清轩	兰 LAN	PMPM	阿芙 AFU	娇韵诗	香奈儿
产品	山茶花抗皱修护精华油 5.0	时光兰花精华油 3.0	玫瑰精华油	11 籽精华油 3.0	兰花舒颜护理油	茉莉花精萃油
产品图						
核心成分	清轩萃 5.0 发酵山茶籽油	兰花精粹	宇宙玫瑰 (千叶玫瑰+ 墨红玫瑰精粹)	11 籽油 蛋白原料	兰花提取物/欧洲榛果油	格拉斯 茉莉精粹
功效	抗皱修护, 减少细纹皱纹, 增强皮肤亮度和光滑度	淡纹, 保湿, 屏障修复	肌肤细腻、嫩亮、柔滑	紧致抗皱、改善垮脸、修护滋养	改善缺水暗沉, 沁亮皮肤	平滑、滋养、强化肌肤

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 申万宏源研究

图 20: 25H1 主要线上渠道面部精华油品牌 TOP10

2025H1主要线上渠道面部精华油品牌TOP10						
排名	淘系			抖音		
	品牌名称	市场份额	市场份额同比变动	品牌名称	市场份额	市场份额同比变动
1	林清轩	26.1%	2.7%	林清轩	18.46%	13.8%
2	兰	12.0%	-2.3%	米加	5.77%	1.0%
3	阿芙	7.3%	-4.0%	兰	5.35%	-5.2%
4	天露芬	6.1%	0.7%	美诗	5.24%	5.2%
5	偏偏	4.4%	-1.8%	偏偏	4.80%	-5.3%
6	娇韵诗	3.6%	3.3%	馥郁满铺	4.34%	4.3%
7	馥郁满铺	2.8%	2.3%	迪仕艾普	3.03%	1.6%

资料来源: 青眼情报, 申万宏源研究

3. 立足山茶花精华油, 建立一超多强品牌矩阵

精华油领跑国货行业, 拓展全品类产品。林清轩策略性专注抗皱及紧致护肤细分市场心智, 品牌灵感来源于中国植物传承, 以山茶花成分为核心, 并开创“以油养肤”理念, 满足抗皱、紧致及肌肤修护等广泛护肤需求。自 2014 年提出开创性的以油养肤理念, 公司十年来通过持续的核心成分研究及产品创新, 成功构建以山茶花油为引领、“一超多强”协同发展的产品矩阵, 覆盖不同人群护肤需求。截至 25H1, 山茶花精华油累计销量超 4500 万瓶,

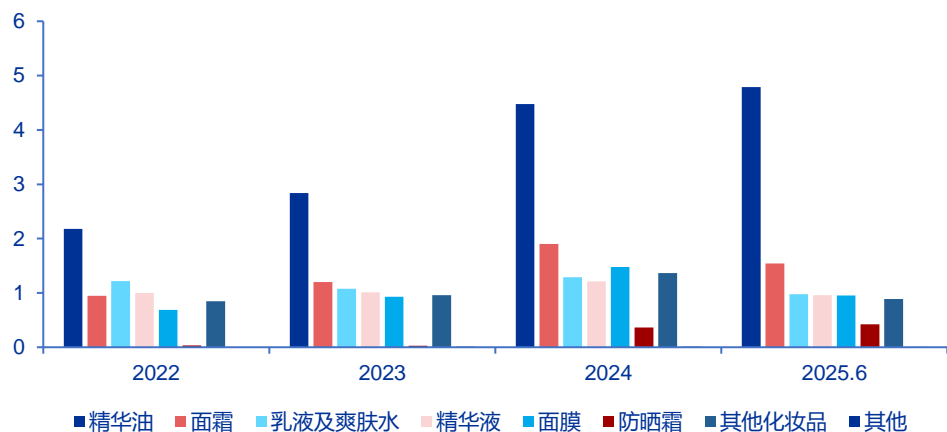
共拥有 230 个 SKU，覆盖精华、面霜、面膜、防晒等全品类，实现了从单一爆品到多元品类协同发展的战略布局。

图 21：林清轩产品矩阵

品类	代表产品	核心成分	功效	产品图
精华油	山茶花精油	发酵山茶籽油	有效减少细纹皱纹，增强皮肤亮度和光滑度	
面霜	山茶花黑金时光肤抗皱焕亮精华霜	多种微肽分子及其他核心成分	主打抗皱、紧致、焕亮，细胞级皱纹修复，改善肌肤胶原蛋白流失、暗沉、松弛	
乳液	山茶花黑金时光肤抗皱焕亮柔肤液	八种生物活性成分	舒缓泛红肌肤，强化肌肤屏障，持久保湿	
精华液	山茶花修护平衡精华肌底液	植物提取物+先进肽+抗氧化剂	减少肌肤皱纹及改善含水量、光照、紧致度、质地	
面膜	山茶花保湿胜肽紧致面膜	第二代山茶花超肽	紧致肌肤，达到充盈效果，改善轮廓，减少松弛	
防晒霜	高倍隔离防晒霜	超过60%的皮肤滋养成分+13种植物提取物	全面的紫外线防护和抗皱平滑	
爽肤水	红山茶焕活淡纹精华水	90%高浓度山茶超胜肽2.0	改善四种关键面部皱纹，显著增强皮肤光泽、含水量；	
	山茶花抗皱肽微珠精华水	6重小分子抗皱肽	精准激活“7型+17型胶原蛋白”，从底层支撑肌肤弹性结构，打造抗氧屏障	

资料来源：公司招股书，林清轩天猫旗舰店，申万宏源研究

图 22：林清轩各品类产品销售额占比（2022-25H1，亿元）



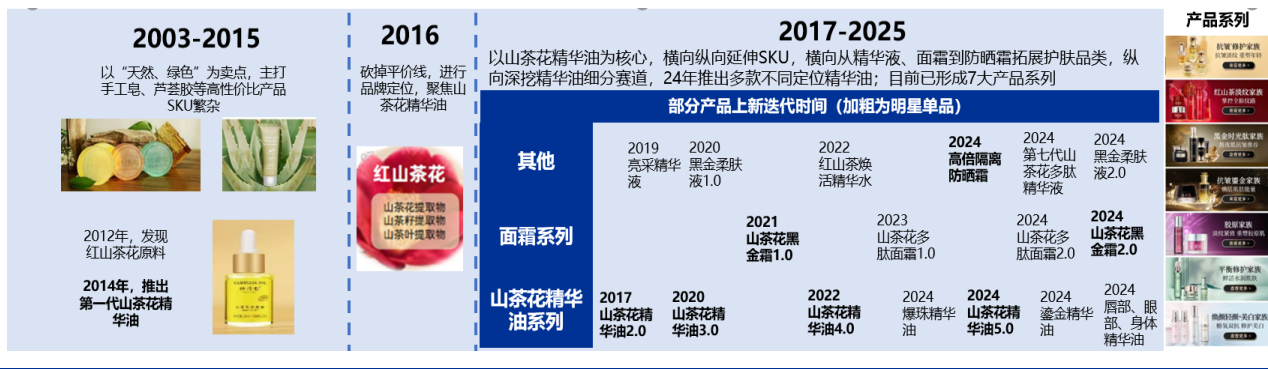
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3.1 山茶花精华油：对标雅诗兰黛小棕瓶，十年四次升级

产品线聚焦，依托山茶花精华油品类找准品牌定位。早期，林清轩以“天然、绿色”为卖点，主打手工皂、洗面奶等高性价比产品。尽管凭借品质积累了一定口碑，但“小清新”

定位在国货品牌中高度同质化，难以形成独特竞争力。2012年，成为关键转折点，因进口原料供应链风险，林清轩转向中国独有的高山红山茶花，提出“以油养肤”差异化理念。2016年，公司砍掉平价线，聚焦山茶花精华油，通过“修护—抗皱”功能升级，吸引一、二线城市新中产女性。2017年，山茶花精华油作为明星产品全年销量达35万瓶。

图 23：公司产品线迭代历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

锚定核心高壁垒单品，山茶花精华油持续升级。1986年，雅诗兰黛推出世界首款精华素，第一代小棕瓶（Night Repair），以创新成分“二裂酵母发酵产物溶胞物”为核心，率先提出“细胞级修复”、“夜间修复”等理念，传递“睡眠美容”概念。此后小棕瓶不断迭代，平均7-9年进行一代升级，目前最新为2020年第七代小棕瓶，产品升级过程也是品牌故事不断完善传承过程。对标雅诗兰黛大单品小棕瓶，林清轩山茶花精华油升级迭代速度更快。林清轩山茶花精华油1.0以“清轩萃”开启修护基底，开启“以油养肤”概念，此后每2-3年进行一代升级，定价也随之上升，2024年推出最新第五代精华油，实现了品牌的高价值转化。

图 24：雅诗兰黛小棕瓶迭代升级至第七代



资料来源：用户说，创业最前线，淘宝，申万宏源研究

山茶花精华油销量瞩目，以生物科技奠定核心优势。林清轩山茶花抗皱修护精华油是中国面部精华油品类中连续8年零售额超过1亿人民币的唯一一款产品，自推出以来，截至2025年6月30日，累计销售超4500万瓶。随着中国面部精华油市场不断扩大，“以油养肤”理念受到更广泛的认可。该产品采用发酵山茶花籽油配制而成，采用分子重组生物发酵

技术。林清轩以红山茶花为核心成分，打通精华油品类布局，推出涵盖面部、身体、唇部、眼部的精华油产品，形成针对不同群体的产品系列。

图 25：林清轩山茶花精华油迭代升级

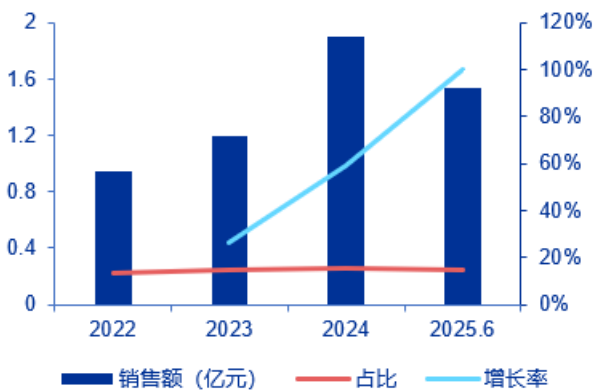


资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2 山茶花黑金面霜：卡位国货面霜稀缺高端定位

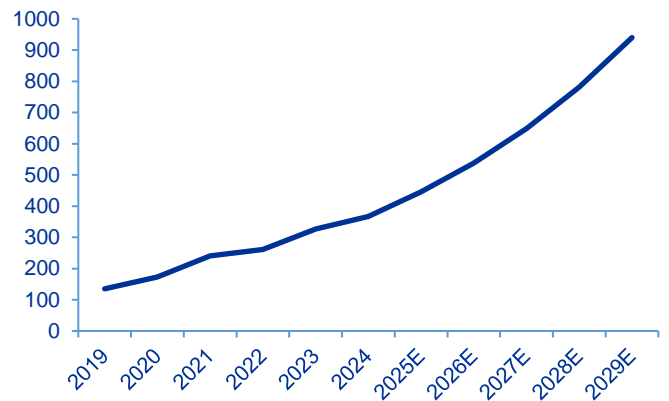
销售额仅次于精华油，扩张高端面霜品类曲线。2022年-2025年6月，林清轩面霜品类营收占比超10%，仅次于精华油品类，为第二大产品。2024年及25H1，山茶花焕亮精华霜分别销售6150万元及5000万元，成为最畅销的产品之一。**面霜市场不断扩大，高端国货品牌缺位。**抗皱紧致面霜市场规模由2019年的135亿元扩大至2024年的367亿美元，预计2029年将达到940亿元。得益于品牌核心成分高山红山茶花提取物与黑金时光肽复合物的结合，山茶花黑金时光肽抗皱焕亮精华霜2024年在天猫渠道中国高端面霜赛道销量排名第一，显示出其良好的竞争力。

图 26：2022-2025.6 公司面霜品类销售额、占比、增长率



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 27：中国抗皱紧致类面霜行业市场规模 (亿元)





资料来源：国家统计局，中国海关总署，灼识咨询，申万宏源研究

技术水平领先，抗老功效显著。该产品蕴含旨在提升细胞内 NAD+水平及增强腺苷三磷酸生成的复合成分，其成分可促进维持皮肤紧致及弹性所需蛋白质的合成。该产品亦搭载抵御热老化及环境压力的技术。经过 28 天的标准化仪器测试及专家评估，结果显示，皮肤水润度最高提升 122%，经皮水分流失降低 20%，面部各区域皱纹指标下降 10 至 60%。

图 28：林清轩山茶花黑金面霜优势

中国高端面霜 VS 美国高端面霜

 <p>Forest Cabin</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 矿油 - - 矿脂 - - 石蜡 - - 酒精 - <p>封包不闭 无需乳化 添加山茶花精华油 润而不油</p>	 <p>CREME DE LA MER</p>	<ul style="list-style-type: none"> 添加 矿油 添加 矿脂 添加 石蜡 添加 变性乙醇（酒精） <p>封闭式 需乳化 推不开 很难用</p>				
<p>功效数据:</p> <table border="1"> <tr> <td>10min 光泽 +29.55%*</td> <td>31天 淡化法令纹 -60.00%*</td> </tr> </table>		10min 光泽 +29.55%*	31天 淡化法令纹 -60.00%*	<p>功效数据:</p> <table border="1"> <tr> <td>12h 光泽 +25.00%**</td> <td>8周 淡化细纹 -35.00%**</td> </tr> </table>		12h 光泽 +25.00%**	8周 淡化细纹 -35.00%**
10min 光泽 +29.55%*	31天 淡化法令纹 -60.00%*						
12h 光泽 +25.00%**	8周 淡化细纹 -35.00%**						

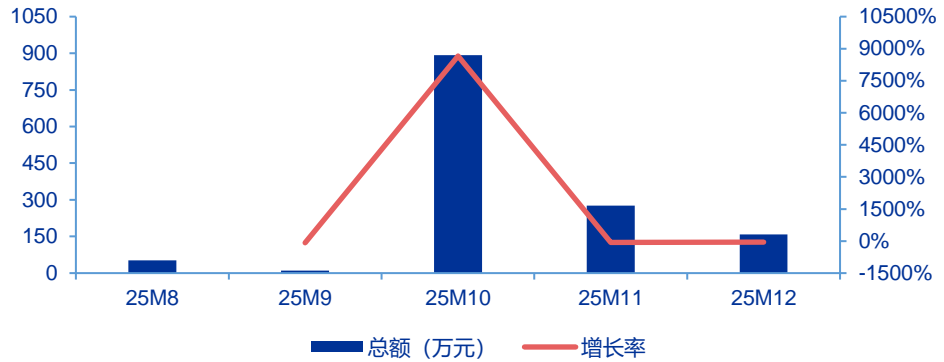
*数据来源于第三方检测机构，基于30位41-59岁中国敏感皮肤受试者使用林清轩山茶花黑金时光紧致嫩肤精华霜10分钟，通过仪器测试的结果，实际效果因人而异。-数据来源于第三方检测机构，基于30位41-59岁中国敏感皮肤受试者使用林清轩山茶花黑金时光紧致嫩肤精华霜21天，通过仪器测试的结果，实际效果因人而异。**数据来源于消费者反馈。

资料来源：青眼，申万宏源研究

3.3 「小金珠」膨弹水：聚焦“水油同补”，成功破局新增长品类

山茶花抗皱肽微珠精华水：技术升级，打造“精华级化妆水”。该产品经过 7 年时间迭代，是林清轩正式进军精华水赛道的战略起点。其采用的“双面胶”配方技术，可精准激活“7 型+17 型胶原蛋白”，从底层支撑肌肤弹性结构；融合 6 重小分子抗皱肽与瑞士雪绒花抗氧系统，每瓶含有约 130 万个瑞士高山雪绒花原生细胞，开创性添加 4300 颗山茶花油凝珠，以及纯度高达 98%的专利成分麦角硫因，打造强韧的抗氧屏障，赋予肌肤年轻光彩。2025 年 7 月，林清轩推出“小金珠”精华水，截至 2025 年底，该款单品已销售 2.6 亿元。该成功单品董事长孙来春并未参与定价及销售策略制定等环节，由其团队负责立项组织，展现了公司人才和组织能力的提升。

图 29: 林清轩抗皱肽微珠精华水 25M8-25M12 天猫官方旗舰店销售额 (万元)

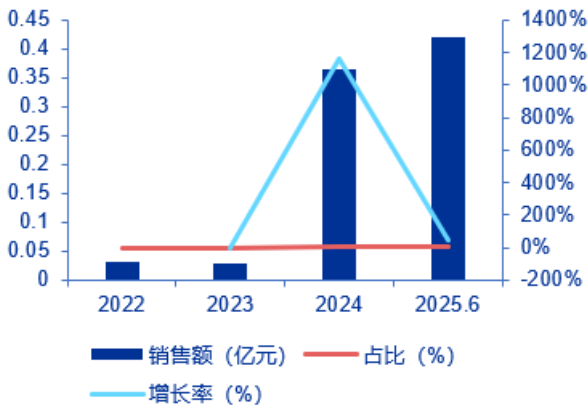


资料来源: 久谦咨询, 申万宏源研究

3.4 其他产品: 覆盖细分市场, 打造多品牌矩阵

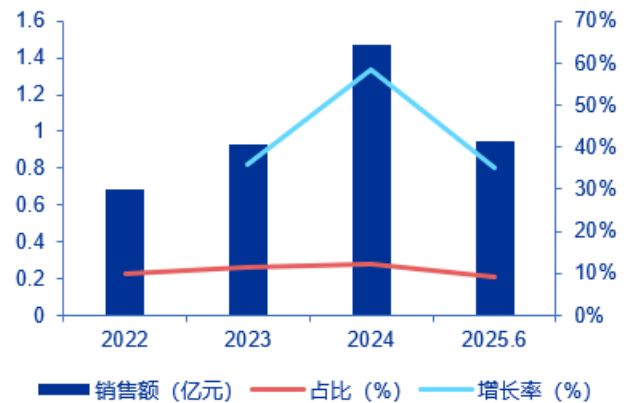
先聚焦再拓展, 产品迭代+品类延伸完善矩阵。高倍隔离防晒霜主打山茶花植护+SPF50+高倍防护, 山茶花保湿胜肽紧致面膜主打植萃+胜肽协同, 敷护合一的高渗透保湿单品。采用第二代山茶花超肽, 能将胶原蛋白的表达量提高 9.26 倍, 同时添加专利桃胶萃取物及牛磺酸及烟酰胺等活性成分。2024 年, 面膜品类销售额达 1.48 亿元, 同增 58.40%, 具有良好的增长潜力。同时, 林清轩仍研发并推出新面膜产品。山茶花修护平衡精华肌底液: “高渗透+全周期肤质维稳”, 靶向改善肤质。2024 年, 精华液品类销售额达 1.21 亿元, 同增 20.24%。乳液及爽肤水: “轻润/高渗双质地+全肤质/抗老双适配”, 长效修护与焕亮淡纹双向赋能。公司该板块拥有多款产品, 2024 年, 乳液及爽肤水产品类销售额达 1.29 亿元, 同增 19.72%。

图 30: 2022-2025.6 公司防晒霜品类销售额、占比、增长率



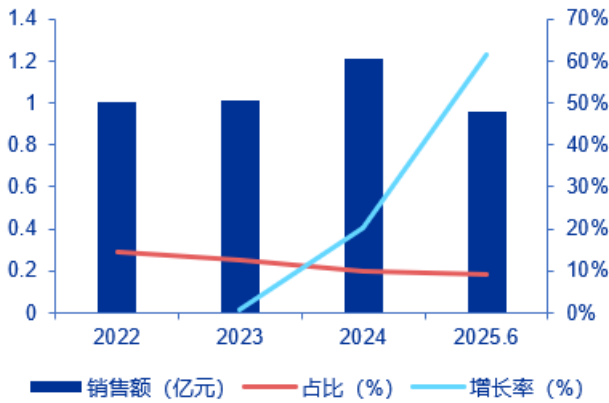
资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 31: 2022-2025.6 公司面膜品类销售额、占比、增长率



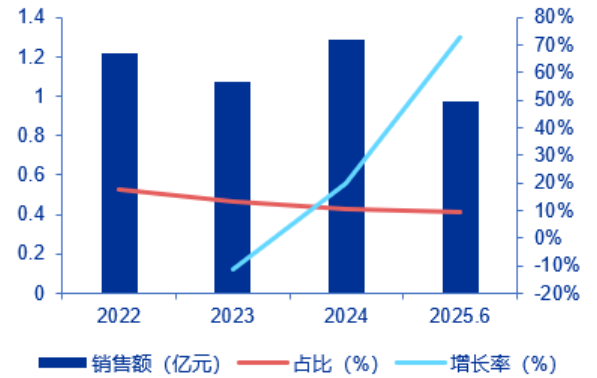
资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 32: 2022-2025.6 公司精华液品类销售额、占比、增长率



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 33: 2022-2025.6 公司乳液及爽肤水产品类销售额、占比、增长率



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

从山茶花拓展到其他植物, 构建多品牌矩阵。基于山茶花护肤品的积累, 通过培育多元化品牌组合, 覆盖不同消费群体与产品趋势, 以突破单一品牌边界, 打造具有文化特色的高端护肤矩阵。重点布局针对不同人群的新品牌梯队, **小馨轩**品牌定位为“针对普遍皮肤敏感性、偏好植物护肤的消费者”, 主打轻盈修护保湿类护肤产品。**华嬉庄**主打社区美容服务品牌, 通过住宅区线下连锁店, 提供大众化个人护理服务, 依托现有门店网络实现便捷触达。其他潜在品牌包括探索以芳香疗法为基础的情绪护肤品牌, 挖掘“以油养妆”“以油美白”等新场景, 拓展山茶籽油的应用范围。长期规划将研发与应用范围拓展至其他植物原料的护肤、身体护理产品, 以“安全+本土化”为原则, 构建多元化产品组合与品牌架构, 覆盖不同年龄、场景的消费需求。

图 34: 华嬉庄产品示意图



资料来源: 大众点评, 申万宏源研究

图 35: 小馨轩产品示意图



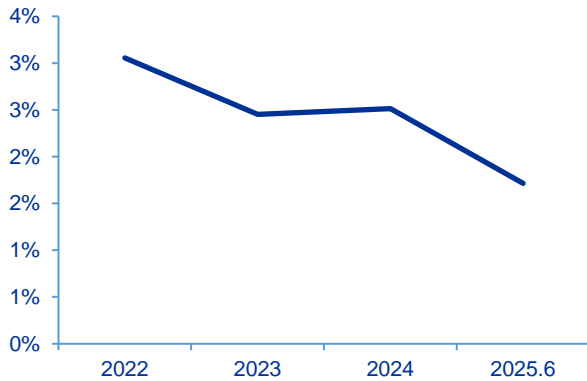
资料来源: 小馨轩天猫旗舰店, 申万宏源研究

4. 锻造系统性组织力，构建全域竞争壁垒

4.1 研发壁垒：专注山茶花深度研发，聚焦抗皱修护功效

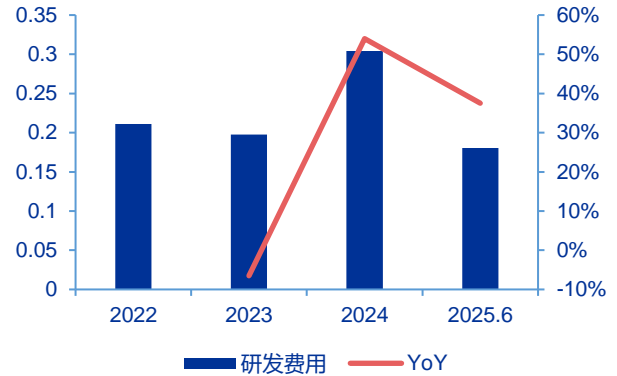
以机理研发驱动，赋能全价值链体系。公司长期深耕研发创新，同时积极与植物研究机构和大学进行合作，与南京野生植物综合利用研究所、南京中医药大学、上海交通大学、瑞士护肤研究所 Naturalps 等建立了深度合作关系，以尖端科技赋能产品研发。2025 年，公司与上海交通大学共建的细胞级抗皱联合实验室，标志着公司的研发深度已从成分应用延伸至肌肤生物学机制研究，通过将天然植物活性与现代生命科学深度融合，推动产品研发从“经验驱动”转向“机理驱动”，完成从“知其然”到“知其所以然”的跨越。研发团队专业性强，持续深耕抗皱紧致领域。截至 2024 年末，研发团队包括 64 名专业人员，50%以上为硕士及以上学历，累积超 500 项配方及 80 项专利。

图 36：2022-2025.6 公司研发费率



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 37：2022-2025.6 公司研发费用及 YoY (亿元)



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

表 5: 公司主要研发人员

姓名	职务	简介
高宏旗	副总裁兼首席研发官	为江南大学化学与材料工程学院的高级工程师及讲席教授，负责战略研发规划、项目管理、团队领导及研究成果转化。
余果	/	持有上海交通大学生命科学技术学院博士学位及药学院博士后学位，领导研究中心体外安全性、功效及机制研发平台。专注于创新分子及细胞生物学方法，率先开展关键原材料筛选、功效评估及细胞级抗皱及紧致研究等关键项目。
李广涛	研究中心植物利用及山茶花核心原料开发平台主管	持有天津大学化学工艺硕士学位，专门从事化妆品天然植物原料的开发，曾领导多个重大研发项目。已申请 5 项发明专利，并发表两篇研究论文。
高成龙	/	持有华东理工大学物理化学博士学位，领导研究中心化妆品活性成分载体技术及透皮吸收研究平台，曾主持多个重点研发项目。已申请 5 项发明专利。
胡昕	/	持有江南大学化学工程与技术博士学位，监督研究中心的外部合作及研发项目平台。曾领导多项合作项目及新材料注册计划。为长三角 G60 科创走廊青年创新创业英才奖获得者，拥有 3 份专利申请受理通知书及发表 3 篇论文。

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

独家山茶花原料供应，品质与产量双重保障。在原料端，林清轩建立了从红山茶花育种、种植到活性成分提取的全链路掌控能力，核心成分“清轩萃”已在多项临床测试中验证了较为明确的抗皱修护功效。为保证稳定优质山茶花原料供应，公司采用优质红山茶花资源，分布于东经 113°-120°，北纬 25°-31°，平均海拔 800 米以上的山区，该区域山茶花籽油油酸含量更丰富，花、叶、籽中活性物含量比普通环境下生长的山茶花高 10% 以上。从源头开始，公司与浙江丽水、金华等多个山茶花种植基地订立长期独供协议，种植面积合计超 2 万亩。通过“三精、三萃、三纯化”工艺提取活性成分，再依托分子重组生物发酵、分子刀生物酶切等核心技术突破，构建“原料-技术-功效”的完整链路。

表 6: 公司主要核心原料

核心成分	详细情况	2024 年实际生产量
清轩萃	萃取自高海拔红山茶花，采用专利超临界萃取技术精制而成。其富含油酸、维生素 E、角鲨烯、植物甾醇、类黄酮及多酚等多种活性物质，具有显著的肌肤修护功效，包括增强皮肤弹性、改善屏障功能及明显减少细纹。	65 吨
山茶超胜肽	一种源自山茶花的专有肽复合物，能有效刺激胶原蛋白生成并提升肌肤弹性。该成分可强化皮肤内部结构，减少皱纹产生，使肌肤更紧致、更具弹性 光泽	山茶花提取物：64 吨
山茶超胶原	一种源自山茶花的专有肽复合物，能有效刺激胶原蛋白生成并提升肌肤弹性。该成分可强化皮肤内部结构，减少皱纹产生，使肌肤更紧致、更具弹性 光泽	
山茶超 A 醇	这种植物性视黄醇变体可以刺激细胞更新，改善细纹和皮肤纹理不均等过早衰老迹象，达到抗皱、紧致及肌肤修护功效。	肽及其他原料：176 吨
多肽组合物	将多肽与红山茶花提取物融合，以提供深层抗皱、紧致及肌肤修护功效。	

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

4.2 品牌心智：融合东方美学，打造高端品牌声量

深耕东方植物美学，塑造独特品牌调性。红山茶花大约 90%分布于中国，具有东方植物独有特色。林清轩所选取的高山红山茶花树一般 5 年才能开花，而一棵 10-15 年的山茶花树每年产出的山茶籽油，大约仅能生产 7 小瓶林清轩山茶花精华油。林清轩立足东方审美，以古典美学设计产品。5.0 山茶花精华油瓶装设计以“东方优雅器物之形”为设计理念，灵感源自自然天地间的光彩能量与山茶花花瓣的优雅曲线，瓶身设计巧妙融合了东方瓷器的上翘沿口和山茶花花苞的柔美轮廓；2025 年 8 月，荣获全球设计领域权威奖项——美国缪斯设计奖银奖。林清轩以东方美学为底蕴，秉承对品质与美学的追求，持续推动中国美业的创新与升级。

图 38：林清轩与其他品牌联名情况



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

高端护肤国货标杆，对标国际大牌。林清轩产品聚焦高端市场，品牌价格带主要位于 500-1000 元区间，带来巨大品牌溢价。5.0 山茶花精华油单价与雅诗兰黛小棕瓶、兰蔻小黑瓶、娇韵诗双萃精华等入门级中高端护肤品接近。据灼识咨询数据，按护肤品零售额计，公司品牌林清轩在 2024 年位列中国高端护肤品牌第 13 名，市占率 1.4%，是前大高端护肤品牌中唯一的本土品牌；在 2024 年位列中国高端抗皱紧致类护肤品牌第 10 名，市占率 2.2%。

图 39：十大国货精华油品牌价格带布局

	米加		轻氧		drwong		茉莉蔻		馥郁满铺		林清轩		阿芙		兰		茉珂	
	前6个月	后6个月	前6个月	后6个月	前6个月	后6个月	前6个月	后6个月	前6个月	后6个月	前6个月	后6个月	前6个月	后6个月	前6个月	后6个月	前6个月	后6个月
10-50元	0%	0%	0%	0%	18%	22%	0%	0%	6%	1%	2%	1%	1%	1%	0%	7%	5%	3%
50-100元	0%	0%	0%	0%	69%	49%	0%	0%	0%	0%	1%	3%	2%	5%	4%	1%	0%	0%
100-300元	29%	16%	17%	29%	13%	29%	3%	1%	64%	97%	23%	37%	37%	32%	71%	54%	0%	0%
300-500元	71%	84%	13%	69%	0%	0%	51%	50%	29%	2%	10%	6%	57%	60%	20%	27%	95%	97%
500-1000元	0%	0%	70%	0%	0%	0%	46%	41%	0%	1%	50%	47%	3%	2%	5%	11%	0%	0%
1000-5000元	0%	0%	0%	2%	0%	0%	0%	8%	0%	0%	14%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：用户说研究中心，抖音，申万宏源研究

注：统计时间区间 2024 年 3 月-2025 年 2 月

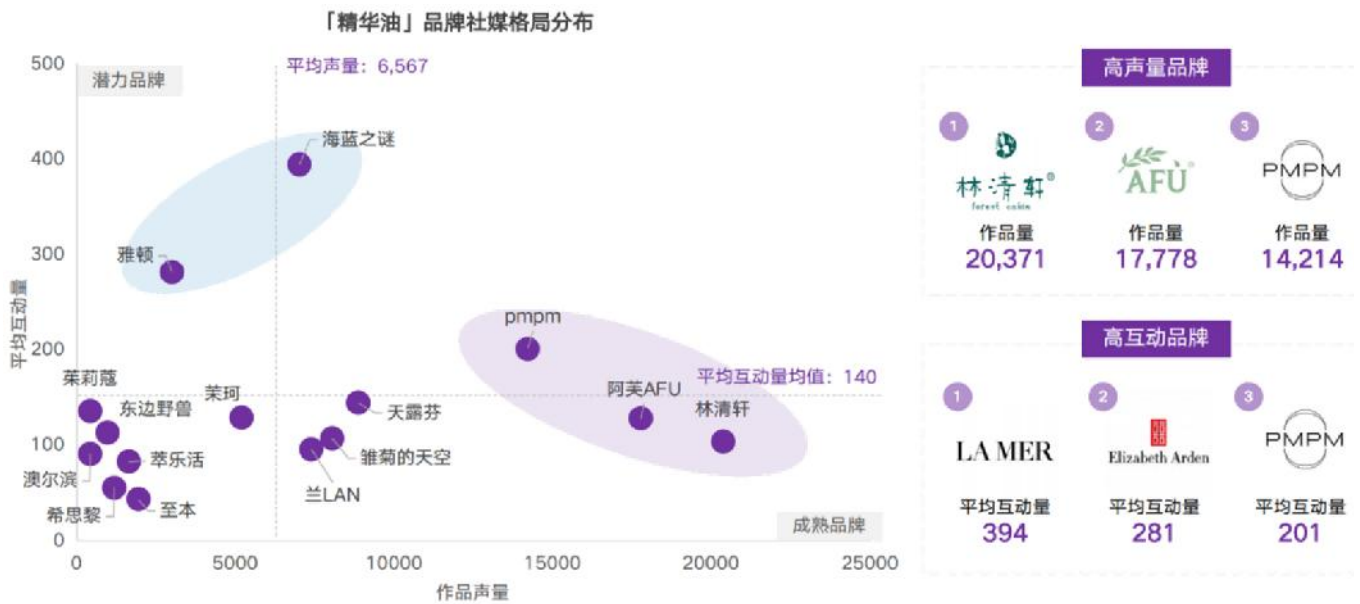
表 7：2024 年公司市场份额情况

市场范围	排名	零售额	市场份额	数据亮点
中国高端护肤品	13	15.9 亿元	1.4%	前 15 大高端护肤品牌中唯一的本土品牌
中国高端抗皱紧致类护肤品	10	12.8 亿元	2.2%	前 10 大高端抗皱紧致类护肤品中唯一本土品牌
中国面部精华油	1	6.57 亿元	12.4%	领跑中国面部精华油市场

资料来源：公司招股书，灼识咨询，申万宏源研究

“以油抗老 + 中式美学”营销品牌定位，品牌声量较高。据艺恩数据，国产品在精华油品类心智更成熟，林清轩、阿芙、PMPM 品牌声量占行业 top3，规模成熟。从达人商业内容投放来看，林清轩在抖音、小红书等社媒种草平台投放金额翻倍，主要投放护肤、彩妆等垂直类型达人。

图 40：精华油市场品牌声量

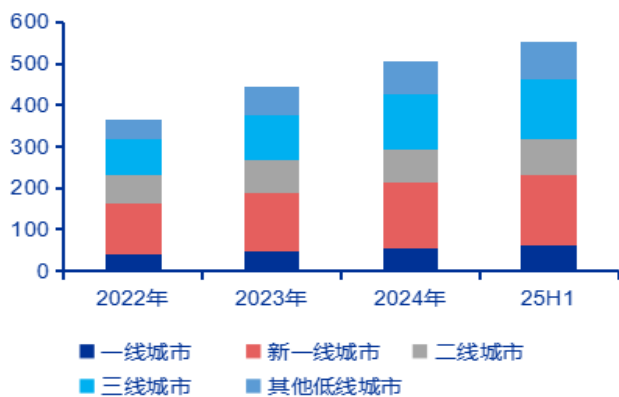


资料来源：艺恩，申万宏源研究

4.3 渠道战略：线下门店巩固品牌形象，线上渠道快速放量

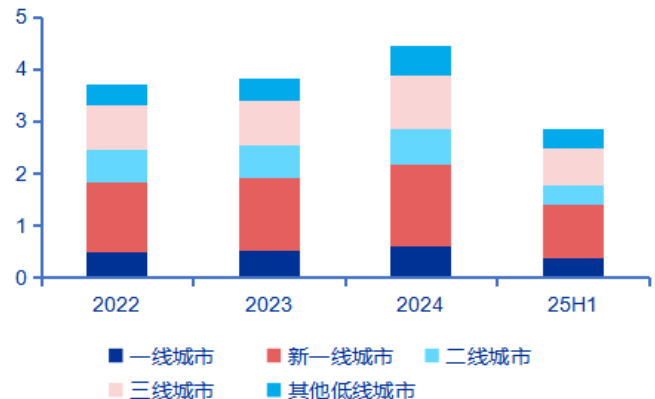
入驻中高端商场，线下体验服务巩固客户粘性。2022-2024 年，林清轩线下门店数量从 366 家增至 506 家，95%以上门店位于购物商场，总数在中国高端护肤品牌中排名第一。截至 25H1，公司已拥有 554 家直营店，通过场景化体验、个性化服务和差异化定位，保持独特竞争优势，形成强大品牌曝光与用户体验。2024 年，公司线下渠道实现营收 4.94 亿元，占总营收 40.8%。公司将继续在一、二线城市加密门店布局，打造高品质的旗舰直营店，以强化高端品牌形象。同时积极向更低线城市拓展，扩大消费者覆盖面及增强品牌知名度。

图 41：2022-25H1 林清轩线下门店城市分布情况 (家)



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 42：2022-25H1 林清轩线下门店营收情况 (亿元)

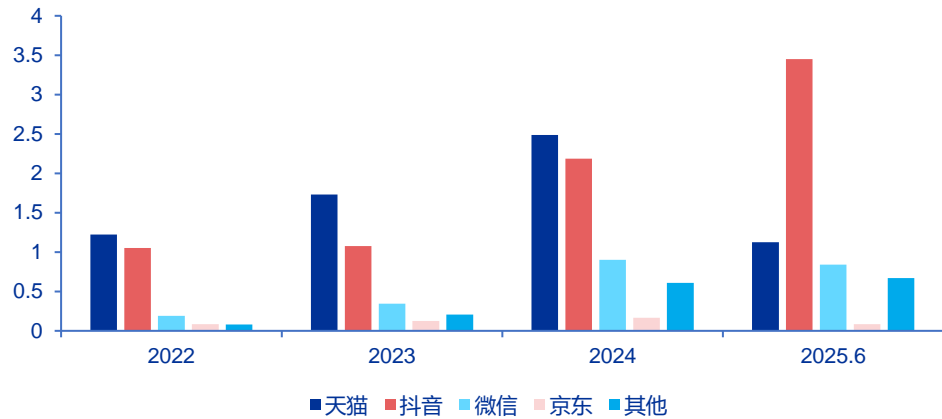


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

抖音、视频号快速放量，家族账号矩阵营销降本增效。公司积极发展线上渠道，通过品牌自播、KOL 合作直播等形式推广核心产品，以线上作为流量入口，线下以服务和简单金融 成就梦想

体验承接流量，再通过私域运营、CRM 管理激活粉丝，形成线上引流、线下体验、全域转化的销售闭环。公司针对平台调性采取不同策略：1) 天猫是品牌高地：打造和巩固高端品牌形象。打出超级单品策略，提升客单价；2) 抖音是流量高地：打造兴趣电商实现流量裂变，搭建自播矩阵，采用“专业 BA+场景化演示”模式；3) 小红书是针对性人群的聚集地：主打“内容种草+文化共鸣+精准圈层渗透”。

图 43：2022-2025.6 线上直销渠道收入情况（亿元）



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

线上、线下协同发展，多层次营销增强品牌吸引力。 1) **线上：家族化流量运营模式，“短视频+直播+名人代言”，增加曝光与流量。** 与很多美妆品牌高度依赖达播带货不同，林清轩构建了“创始人+家族成员+店播”的全员短视频+直播模式。创始人孙来春、哥哥孙福春两位创始人直播带货+短视频种草双管齐下，家族二代也成为流量新生力量，比如“小孙总”（孙福春之子）以“企二代”为人设在抖音上直播带货，侄女孙宁以“林清轩宝妈宁姐”出道。同时进行名人代言、积极在小红书、抖音等平台与 KOL 和 KOC 合作直播，加强品牌曝光。公司还与知名艺术家和品牌 IP 如山海经、王老吉等合作，不断增强品牌吸引力和市场定位。

2) **线下：体验式护肤服务+会员制度，强调情感连接。** 为强化与消费者连接，林清轩将线下门店打造成“消费+体验”一体的环境，利用体验式服务吸引新顾客并与现有顾客更深入互动。实体店生动展现林清轩“天然、安全、有效”的护肤理念以及东方护肤文化特色，为顾客提供专业的肌肤护理和护肤咨询服务，与消费者建立情感上的连接，增长消费者的用户粘性和对品牌的情感依赖。同时建立了会员体系，为会员提供福利、提升购物体验，用户粘性大大增强。

图 44: 林清轩线下门店设计



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 45: 林清轩线下 spa 服务 (部分)



资料来源: 大众点评, 申万宏源研究

4.4 组织协同: 锻造系统性组织力, 构筑品牌长期护城河

构建全链路深度协同闭环体系, 打造效率与体验优势。 生产方面, 林清轩对标医药级标准, 自主研发核心成分并主导生产流程, 在上海拥有两个生产基地, 截至 2024 年末建筑面积近 5 万平方米, 年设计生产 4000 万件护肤品。林清轩秉承“种植-生产-渠道-营销”模式, 前端通过 2 万余亩高山红山茶花专属种植基地锁定核心原料, 从源头保障供应稳定性与成分优越性; 中端依托自有碳中和科研智造基地, 将原料快速转化为专利配方产品, 支撑核心单品持续迭代; 后端以“直营+联盟+加盟+CS 渠道”线下网络与天猫、抖音等线上矩阵联动, 实现流量互通与体验互补。营销端基于全链路数据, 在不同平台精准种草、转化, 搭配三码协同与专属 ERP 系统, 严控价格与库存效率。这种全链路自主掌控的协同模式, 既避免了竞品原料依赖、渠道割裂的痛点, 又能快速响应市场需求, 形成难以复制的竞争优势。

图 46: 林清轩全链路闭环体系



资料来源: 林清轩抖音、天猫旗舰店, 上观, 品观, 申万宏源研究

打造系统性组织力，构筑品牌长期护城河。公司正系统性地将过往的成功经验，转化为可复制、可扩展的组织流程，“三条组织生产线”清晰地勾勒出品牌前行的“底层发动机”。**产品生产线（IPD 体系）：**林清轩已建立集成产品开发流程，将山茶花精华油等大单品的成功经验，固化为从市场洞察、研发、测试到量产交付的标准化流程。这旨在确保产品创新的成功率与稳定性，摆脱对个别“爆款”或研发人员的过度依赖。**人才生产线（“双百计划”）：**通过“百位管培生计划”和“百位操盘手计划”，着力于批量培养兼具战略思维与执行力的中坚力量，为多品牌和全球化布局储备指挥官。**营销管理体系生产线（IPMS 体系）：**通过集成产品营销与销售流程，打通跨部门协作，确保了组织效能的最大化释放。而这一体系化能力，也将加快构筑品牌的长期价值护城河。林清轩系统性地通过持续的科研投入与组织能力建设，在波动的市场环境中构建出穿越周期的品牌韧性。

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

精华油业务：该品类为公司核心收入支柱，25H1 精华油业务收入占比达 45.5%。公司以红山茶花为核心原料开发一系列产品，成功开创“以油养肤”赛道，构建山茶花产品矩阵核心支柱。其中，核心单品山茶花精华油是中国面部精华油品类中连续 8 年零售额超过 1 亿人民币的唯一一款产品。该业务板块将依托技术优势和高端定位带来的品牌溢价，叠加线上抖音等渠道快速增长与线下 554 家门店的体验的赋能，推动收入持续高速扩张。预计 2025-2027 年营收分别为 9.85/13.79/19.30 亿元。

面霜业务：该品类为公司第二大收入来源，2024 年占比达 15.7%。公司聚焦抗皱紧致核心需求，推出的高端抗皱面霜等产品跻身市场前列，成功开拓高端业务。在此基础上，受益于山茶花核心成分的延伸应用发展并得到市场的广泛认可，加之全渠道布局的完善，可以预见面霜板块营收将稳步增长。预计 2025-2027 年营收分别为 3.33/4.40/5.72 亿元。

乳液及爽肤水业务：该板块中，基于山茶花核心护肤成分（如山茶超胜肽等）打造的两大单品占据重要地位，深度嵌入公司基于山茶花打造的品牌认知。且该板块与精华油、面霜可以形成协同搭配。预计该板块未来营收将稳步增长。预计 2025-2027 年营收分别为 2.19/4.38/7.01 亿元。

精华液业务：公司聚焦抗皱修护细分需求，产品搭载清轩萃、四氢嘧啶等成分，精准匹配客群修护保湿诉求，预计营收将稳步增长。预计 2025-2027 年营收分别为 2.00/2.91/4.07 亿元。

面膜业务：山茶花保湿胜肽紧致面膜等核心单品贴合消费者即时修护与补水需求，深度嵌入山茶花产品矩阵。随着市场接受度持续提高，高端护肤市场不断扩张，业务规模和营收预计将稳步增长。预计 2025-2027 年营收分别为 2.07/3.00/4.19 亿元。

防晒霜业务：为公司潜在的新兴增长引擎，25H1 收入同增 40.3%。考虑到该业务可以依托协同品牌其他业务，而且产品契合防晒护肤一体化消费趋势，而且是公司近期全渠道推广的重心，可以认为该板块的增长动能充足。预计 2025-2027 年营收分别为 0.76/0.99/1.29 亿元。

其他化妆品业务：该板块涵盖彩妆、香水等品类，作为核心护肤品类的补充，满足消费者多元化美妆需求，构建山茶花护肤矩阵，通过协同效应推动营收增长。预计 2025-2027 年营收分别为 1.84/2.30/2.88 亿元。

表 8：公司收入拆分

人民币 (百万)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1209.64	2205.00	3178.00	4447.00
YOY	50.27%	82.29%	44.13%	40.78%
营业成本	211.99	364.12	525.98	735.32
YOY	40.26%	71.76%	44.45%	39.80%
毛利率	82.48%	83.49%	83.45%	83.56%
精华油	447.60	985.00	1379.00	1930.00
YOY	57.58%	120.06%	40.00%	39.96%
面霜	190.40	333.00	440.00	572.00
YOY	59.02%	74.89%	32.13%	30.00%
面膜	147.56	207.00	300.00	419.00
YOY	58.39%	40.28%	44.93%	39.67%
乳液及爽肤水	128.84	219.00	438.00	701.00
YOY	19.72%	69.98%	100.00%	60.05%
精华液	121.44	200.00	291.00	407.00
YOY	20.24%	64.69%	45.50%	39.86%
防晒霜	36.40	76.00	99.00	129.00
YOY	1163.89%	108.79%	30.26%	30.30%
其他化妆品	136.49	184.00	230.00	288.00
YOY	42.50%	34.81%	25.00%	25.22%
其他 (联营商品授权费)	0.92	1.00	1.00	28.00
YOY	15.00%	8.70%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind，申万宏源研究

5.2 投资分析意见

林清轩聚焦高端护肤赛道，已构建“核心产品矩阵+全渠道深度布局+全链路协同运营”的成熟模式，推动品牌心智与用户粘性稳步提升，形成显著竞争优势。产品策略方面，公司基于独有专利技术聚焦持续迭代多款核心大单品，如黑金时光肽霜和山茶花系列单品，并聚焦山茶花，深度开发原料潜力，形成强大产品和技术壁垒，打造“以油养肤”产品矩阵；渠道方面，“线上抖音/天猫放量+线下高端门店体验”的 OMO 渠道矩阵形成营销渠道全覆盖，大幅提高品牌认知度；研发方面，研发团队专业化程度高，专利储备持续增加，产学研合作持续深化。

我们预计 2025-2027 年营收分别为 22.05/31.78/44.74 亿元,同比+82%、+44%、+41%;。预计公司 25-27 年归母净利润分别为 3.47/5.77/8.20 亿元,同增 86%/66%/42%。我们选取同为美妆护肤行业头部上市公司的毛戈平、上美股份和丸美生物作为可比参考公司,上述三家公司在国货美护中高端赛道,线上渠道,大单品打造等方面具备代表性,上述三家公司 2026 年平均 PE 为 23 倍。考虑到林清轩作为高端国货护肤赛道的稀缺代表,核心大单品增长韧性强劲,研发与渠道壁垒持续强化,叠加功效护肤市场扩容带来的业绩弹性,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 9: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 (元)			PE (X)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
1318.HK	毛戈平	379.06	77.33	2.43	3.15	4.00	32	25	19
2145.HK	上美股份	263.34	66.15	2.73	3.43	4.22	24	19	16
603983.SH	丸美生物	134.01	33.42	1.00	1.26	1.55	33	26	22
平均值							30	23	19
2657.HK	林清轩	106.57	76.30	2.48	4.13	5.87	31	18	13

资料来源: Wind, 申万宏源研究

备注: 可比公司预测均来自 Wind 一致预测,以 2026 年 1 月 16 日收盘价计算,均换算为人民币。港币/人民币汇率 0.8945。

6. 风险提示

高端消费需求波动风险: 宏观经济不确定性仍然存在,居民消费信心可能受影响。与此同时,公司产品聚焦高端护肤赛道,核心单品山茶花精华油定价处于中高端区间,易受消费者消费行为变化冲击,进而影响公司营收及利润增长。

行业竞争加剧风险: 中国高端护肤品市场集中度较高,国际品牌凭借长期品牌积淀与资源优势占据主导地位,同时,国内新锐品牌持续崛起,在植萃护肤、功效护肤领域加速布局,竞争激烈。若公司不能在产品创新、品牌建设、渠道拓展等方面持续保持优势,其市场份额可能会被竞争对手抢占,影响业绩增长

供应链及原材料供应风险: 公司核心原料制造极度依赖山茶花,自然灾害、气候变化可能导致产品生产延迟和品控受影响。

大单品依赖风险: 精华油业务为公司核心收入支柱,收入集中度较高。若支撑该业务板块的精华油单品销量下滑,将对公司整体营收及盈利水平产生显著冲击。

线下门店运营风险: 若商场客流量下滑或是租金上涨,将压缩线下渠道利润空间,对毛利率造成冲击。

研发及合规风险: 护肤品行业产品迭代速度快,消费者需求持续变化,公司需不断迭代产品并推出新品丰富产品矩阵。同时,化妆品行业监管趋严,若产品功效宣称、成分合规、标签标注等方面出现问题,公司可能面临监管处罚,导致品牌形象受损。

财务摘要

合并利润表 (单位: 百万元)

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,210	2,205	3,178	4,474
其他收入	0	0	0	0
营业成本	212	364	526	735
销售费用	688	1,257	1,780	2,505
管理费用	78	154	203	304
研发费用	30	60	79	112
财务费用	2	2	2	2
除税前溢利	218	403	642	891
所得税	31	56	64	71
净利润	187	347	577	820
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	187	347	577	820

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

合并资产负债表 (单位: 百万元)

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	694	926	1,530	2,339
现金	440	744	1,325	2,113
应收账款及票据	46	61	88	124
存货	141	121	117	102
其他	67	0	0	0
非流动资产	380	358	330	321
固定资产	229	179	149	139
无形资产	63	66	68	69
其他	88	113	113	113
资产总计	1,074	1,284	1,860	2,660
流动负债	371	215	212	192
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	106	126	117	102
其他	265	88	95	89
非流动负债	91	111	112	113
长期债务	78	79	80	81
其他	13	32	32	32
负债合计	462	325	324	304
普通股股本	25	25	25	25
储备	587	934	1,511	2,331
归属母公司股东权益	612	959	1,536	2,356
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	612	959	1,536	2,356
负债和股东权益	1,074	1,284	1,860	2,660

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

合并现金流量表 (单位: 百万元)

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	307	274	527	710
净利润	187	347	577	820
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	76	50	30	10
营运资金变动及其他	43	-123	-80	-120
投资活动现金流	-89	30	55	80
资本支出	-90	-3	-2	-1
其他投资	2	33	57	81
筹资活动现金流	-63	-1	-1	-1
借款增加	-8	1	1	1
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-50	0	0	0
其他	-5	-2	-2	-2
现金净增加额	155	303	581	788

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘焯明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。