

# 以油养肤理念下的高端护肤品，抖音渠道增长提速

## 核心观点

公司 2012 年差异化切入山茶花成分，2014 年推出核心大单品山茶花精华油、开创“以油养肤”理念，2020 年起大力发展电商渠道。大单品策略+电商渠道发力下，公司成功抓住高端抗皱紧致精华油赛道的品类机遇，22-24 年营收 CAGR 为 32%，净利润转正；25H1 增长提速。

后续增长驱动在于精华油赛道扩容下大单品有望继续放量抖音，叠加品类延展和线下店效提升带动主品牌规模向上：1) 产品端：大单品有望继续放量抖音，并在“1+4+N”战略下延展面霜、化妆水、防晒、面膜等品类；2) 渠道端：线下渠道 25H1 收入占比 35%，门店数量 554 家，未来拓店以“直营为主、联营为辅”，现有门店通过线上线下导流、护理服务、推新等提高店效；线上端继续发力抖音推新和推爆品，天猫强化品牌形象。

## 标题

林清轩：开创“以油养肤”理念，以山茶花面部精华油切入高端抗皱护肤品市场，大单品策略叠加线上渠道发力下业绩高增。品牌创立于 2003 年，2012 年起将山茶花成分作为差异化切入点，并于 2014 年推出核心大单品首款山茶花精华油、开创“以油养肤”理念。渠道端，公司以线下渠道起家，2020 年因线下业务受到冲击公司开始大力拓展线上渠道，由董事长孙来春亲自直播带货开启线上转型。2022-2024 年公司营收 CAGR 为 32.3%；25H1 公司增长提速，25H1 营收、净利润分别为 10.52 亿元/+98%、1.87 亿元/+110%，得益于公司红山茶花成分创新下大单品升级并不断丰富产品矩阵，渠道端 25H1 抖音渠道快速放量。利润增速高于收入主要系高毛利率产品占比提升叠加规模效应，高端定位下 25H1 公司毛利率在 82.3%、经调整净利率达到 17.8%。

复盘过往成功：差异化定位是核心，2014 年公司以红山茶花为核心成分首推抗皱精华油品类，大单品策略+抖音渠道持续发力，成功抓住高端抗皱精华油赛道的品类机遇。1) 产品端，公司深耕中国特色植物高山红山茶花，定位高端+抗皱紧致+精华油的细分赛道，通过打造天然成分+前沿科技，建立起自身标签化护肤成分。产品端，2014 年首推核心单品山茶花精华油并每 2 年迭代更新至 5.0 版本，成分功效升级并逐步提升价格带，夯实“以油养肤”高端品牌心智，精华油系列营收占比持续提升、25H1 达到 45%，延展的面霜、化妆水、面膜、防晒等品类保持高增势头。

## 林清轩 (2657.HK)

首次评级

买入

黄杨璐

huangyanglu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100001

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

发布日期：2026 年 01 月 22 日

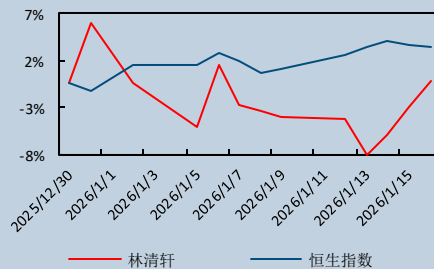
当前股价：93.4 港元

主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
/	/	/
12 月最高/最低价 (港元)		90.45/78.60
总股本 (万股)		13,966.43
流通 H 股 (万股)		10,609.36
总市值 (亿港元)		119.13
流通市值 (亿港元)		90.50
近 3 月日均成交量 (万)		78.82
主要股东		
孙来春		34.39%

### 股价表现



### 相关研究报告

2) 用户端，公司早期以线下渠道为主，护理场景聚焦成熟客群，2020年以来线上化拓展也帮助进一步收获线上年轻客群，公司线上消费者画像主要是25-40岁的新一线&二线城市的宝妈、都市中产、都市白领和小镇青年。3) 渠道端，25H1线下、线上渠道营收3.64亿元/+51.5%、6.88亿元/+137%，营收占比为34.6%、65.4%，抖音渠道发力带动线上高增。截至2025年6月30日，林清轩的线下门店网络在全国共有554家门店（直营366家、联营163家、加盟25家），线下体验服务助力复购，同店表现带动25H1线下营收增速51.5%，其中25H1同店营收为79.2万元/+19.6%。

**增长驱动：**公司当下规模体量适中、成长性突出，短期精华油赛道扩容下大单品有望继续放量抖音，叠加品类延展和线下店效提升将带动主品牌规模向上，中长期看内生孵化与外延并购新品牌有望贡献增量。公司依托面部精华油品类快速崛起，收入体量相较于珀莱雅、韩束等头部国货公司仍有较大空间。预计公司后续增长主要来自：1) **大单品精华油：**公司定位国货高端，价格带处于普通国货植物精华油（受众更为年轻化、多为小镇青年和白领）与中高端国际品牌之间，25M1-12线上电商GMV约10亿元，较同样主打抗皱抗衰老的娇韵诗双萃精华仍有提升空间（24年线上GMV在15亿元+）；林清轩目前所处的面部精华油赛道仍然处于快速增长阶段，未来有望对标精华液（预计约400-500亿规模）赛道成为通用品类。对标竞品仍有增长空间，后续新版本升级有望驱动品牌后续增长。2) **品类延展：**围绕红山茶花核心原料，公司将“以油养肤”的核心融入“水+油+霜+防晒+面膜”的“1+4+N”战略，延展面霜、化妆水、乳液、面膜及防晒霜等，且遵循“旗舰产品+产品组合战略”。其中核心大单品山茶花精华油保持约2年更新升级、其余品类在中间年份创新推出。公司已构建矩阵式的组织线，针对每一个核心单品打造独立的科研以及推广线路（IPD集成产品开发体系+IPMS集成产品营销与销售流程），目前黑金面霜2.0（25H1营收5000万元）、小金伞防晒（25H1营收4210万元）和小金珠水（25年推出，双11位于抖音化妆水类目榜单第一）等新品已初具规模，成为潜在的大单品。参照珀莱雅、可复美、薇诺娜等品牌线上GMV以及产品结构，公司目前精华油占比较高，伴随着面霜、化妆水、防晒和面膜等品类逐步放量下有望带动主品牌规模向上。3) **渠道端：**线下渠道未来拓店策略将为“直营为主、联营为辅”，现有门店优化后店效有望通过线上线下导流、护理服务增强粘性以及推新等提高店效；伴随着规模效应显现以及公司内部经营效率改善，预计线下渠道盈利能力有望改善。线上渠道公司2020年以来已经建立跨平台直播矩阵，利用不同平台的特性实现差异化的战略目标，后续将继续发力抖音渠道推动新品和爆品、后续一店一品一人群模式，天猫渠道以高质量运营为主、提升品牌曝光度。除此之外，公司或将内生孵化与外延并购双轮驱动下拓展新的品牌，构建新的增量。

**盈利预测：**我们预计公司2025-2027年营收分别为22.1、31.1、42.0亿元，分别同比+82.4%、+41.0%、+35.0%；归母净利润分别为3.51、5.70、7.71亿元，分别同比+88.1%、+62.3%、+35.3%，对应PE分别为34X、21X、15X，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**1) 线上渠道表现不达预期的风险：公司目前营收中线上渠道占比较高，若后续线上电商端市场竞争加剧或对于业绩表现有所影响。其中目前线上营收占比65%，假设线上渠道营收分别同比-10%、-5%，对应整体营收或影响-6.5%、-3.3%。2) 新品推出不达预期的风险：公司约2年对于大单品进行迭代升级，并对于新的品类推出新品，若后续新品推出不达预期，或对于后续业绩增长产生不利的影响；3) 消费不达预期的风险：公司整体定位中高端，若后续市场消费较为疲软，或对于整体业绩产生不利影响。

## 目录

1.林清轩：开创“以油养肤”理念，大单品策略+抖音渠道发力下成功抓住高端抗皱精华油赛道的品类机遇.....	1
1.1.公司概况：开创“以油养肤”理念，以山茶花面部精华油切入高端抗皱护肤品市场.....	1
1.2.核心成分：深度定义“东方红山茶花”原料故事，实现全价值链覆盖.....	2
1.3.复盘过去：2012年以红山茶花为核心成分首推抗皱精华油品类，大单品策略+抖音渠道持续发力，成功抓住高端抗皱精华油赛道的品类机遇.....	4
1.3.1.财务表现：2022-2024年营收CAGR为32.3%，25H1营收、净利润同比+98%、+110%，盈利能力逐步提升.....	4
1.3.2.产品端：2014年首推核心单品山茶花精华油并约2年迭代更新至5.0版本、25H1营收占比46%，延展的面霜、化妆水、面膜、防晒等品类保持高增势头.....	5
1.3.3.渠道端：2020年起线上化转型下公司拓展客群至年轻群体，25H1线下渠道营收占比35%、抖音渠道发力带动线上高增.....	6
1.4.股东结构：实控人持股约63.2%，核心管理层行业经验丰富.....	7
1.5.募资投向：将主要用于品牌价值塑造、全渠道网络构建以及供应链能力提升.....	9
2.增长看点：短期精华油赛道扩容下大单品有望继续放量抖音，叠加品类延展和线下店效提升将带动主品牌规模向上.....	10
2.1.品类延展：践行“1+4”战略，深耕细作大单品精华油并迈向面霜、化妆水、面膜、防晒等新品类，未来品类的延拓和新的原料开发有望多点支撑品牌成长.....	10
2.1.1.大单品策略：山茶花精华油价格带处于大众国货植物精华油与中高端国际品牌之间，约2年迭代升级以夯实“以油养肤”品牌心智.....	11
2.1.2.践行1+4战略：将精华油融入“水+霜+防晒+面膜”的“1+4”战略，拓展多样化品类.....	13
2.2.渠道开拓：线下护理场景构建基本盘、未来稳健拓店并提高店效，24年起抖音渠道快速放量，预计后续抖音继续发力、天猫保持稳定增长.....	15
2.2.1.线下渠道未来保持稳健开拓，场景化体验+线上线下导流等有望提高店效.....	16
2.2.2.24年起抖音渠道快速放量、25H1抖音贡献进一步加大，后续将继续发力抖音、天猫渠道以高质量运营为主.....	18
2.3.未来空间：公司当下规模体量适中、成长性突出，大单品继续放量叠加品类延展将带动主品牌规模向上，后续内生孵化与外延并购新品牌有望贡献增量.....	22
3.行业赛道：高端、抗皱紧致等细分赛道孕育结构性机会，以油养肤市场正逐步扩容.....	26
3.1.行业概况：“高端护肤”、“抗皱紧致”、“精华油”的细分赛道，增速跑赢护肤行业整体，以油养肤市场正在扩容.....	26
3.2.竞争格局：林清轩在中国高端护肤品、高端抗皱紧致类护肤品行业中位列第13及第10，是前15名中唯一的国货品牌.....	27
4.盈利预测.....	29
风险分析.....	31

## 图目录

图 1:林清轩发展历史.....	1
图 2:部分国际大牌也有标签化护肤成分.....	2

图 3:公司甄选海拔 800 米以上的高山红山茶.....	2
图 4:公司拥有超 2 万亩精选绿色种植基地.....	2
图 5:林清轩营收及增速.....	4
图 6:林清轩经调整净利润及增速.....	4
图 7:林清轩盈利能力.....	5
图 8:林清轩费用率.....	5
图 9:林清轩主要大单品产品一览.....	5
图 10:林清轩分产品营收（百万元）及增速.....	6
图 11:林清轩各产品营收占比.....	6
图 12:林清轩营收分渠道情况.....	6
图 13:林清轩分渠道营收占比.....	6
图 14:林清轩线上直销各平台表现.....	7
图 15:林清轩 25H1 抖音平台营收占线上比重达 50.2%.....	7
图 16:公司股权架构（截至 2025 年 12 月，全球发售完后，假设超额配售未行使）.....	7
图 17:林清轩线上电商 GMV 构成（天猫平台，截止 25 年 11 月）.....	10
图 18:林清轩线上电商 GMV 构成（抖音平台，截止 25 年 11 月）.....	11
图 19:大单品精华油 25H1 营收占比达 45.5%.....	12
图 20:林清轩精华油毛利率逐步提升.....	12
图 21:市场上主要精华油产品对比.....	12
图 22: 面部精华油中高端化趋势明显（统计口径包括淘系面部精华油品类）.....	13
图 23:林清轩主要产品一览.....	14
图 24:林清轩新 SKU 贡献营收情况.....	15
图 25:林清轩新推出 SKU 数量.....	15
图 26: 林清轩登上今年抖音双十一“化妆水类目”和“面部精油芳疗类目”双榜 TOP1.....	15
图 27:林清轩线下门店分布情况.....	16
图 28:林清轩线下分地区营收占比.....	16
图 29: 面部精华油消费年龄分布.....	16
图 30:面部精华油消费地区分布.....	16
图 31:林清轩线下门店设计.....	17
图 32:林清轩线下门店设有护理区.....	17
图 33:林清轩线下门店同店营收.....	17
图 34:林清轩线下渠道同店增速.....	17
图 35:林清轩电商 GMV 一览.....	18
图 36:林清轩抖音渠道自播相关账号.....	19
图 37:林清轩品牌在抖音直播间消费者成交画像.....	19
图 38:娇韵诗&林清轩&lan&阿芙抖音粉丝画像对比.....	20
图 39: 娇韵诗&林清轩&lan&阿芙抖音粉丝画像城市分布对比.....	20
图 40:林清轩达人合作情况.....	20
图 41:林清轩直播 KOL 数量（25H1 与 24 年全年接近）.....	21
图 42:林清轩 KOL 贡献 GMV 比重以及费率.....	21
图 43:公司老板抖音直播账号.....	21

图 44:林清轩营销推广费用占收入比例达到 34.3%.....	22
图 45: 林清轩销售费用构成.....	22
图 46:林清轩毛销差.....	22
图 47:林清轩毛利率和销售费用率.....	22
图 48:2024 年目前已上市的部分化妆品品牌营收.....	23
图 49:部分品牌线上面部精华品类 2024 年 GMV .....	23
图 50: 部分品牌线上面部精华品类 25YTD GMV .....	23
图 51:参考 2024 年天猫+京东+抖音面部精华 GMV，林清轩较类似功效竞品情况.....	24
图 52: 林清轩品牌 25M1-12 线上 GMV 构成.....	25
图 53: 珀莱雅品牌 25M1-12 线上 GMV 构成.....	25
图 54:可复美品牌 25M1-12 线上 GMV 构成.....	25
图 55: 薇诺娜品牌 25M1-12 线上 GMV 构成.....	25
图 56:我国高端护肤品市场增速保持 10%+.....	26
图 57: 我国抗皱紧颜类护肤品市场增速保持 15%+.....	26
图 58: 我国面部精华油市场规模.....	27
图 59: 中国高端护肤品牌零售额排名（2024 年）.....	27
图 60: 中国高端品牌抗皱紧致修复产品零售额排名（2024 年）.....	27
图 61: 中国面部精华油零售额前五大品牌（2024 年）.....	28
图 62:林清轩营收拆分 .....	29

## 表目录

表 1: 公司主要的核心成分.....	3
表 2:公司核心成分产能情况.....	3
表 3: 公司高管情况.....	8
表 4: 公司外部投资者情况.....	8
表 5: 林清轩募资投向.....	9
表 6: 林清轩山茶花精油从 1.0 迭代到 5.0.....	13
表 7: 林清轩线下门店同店表现.....	17

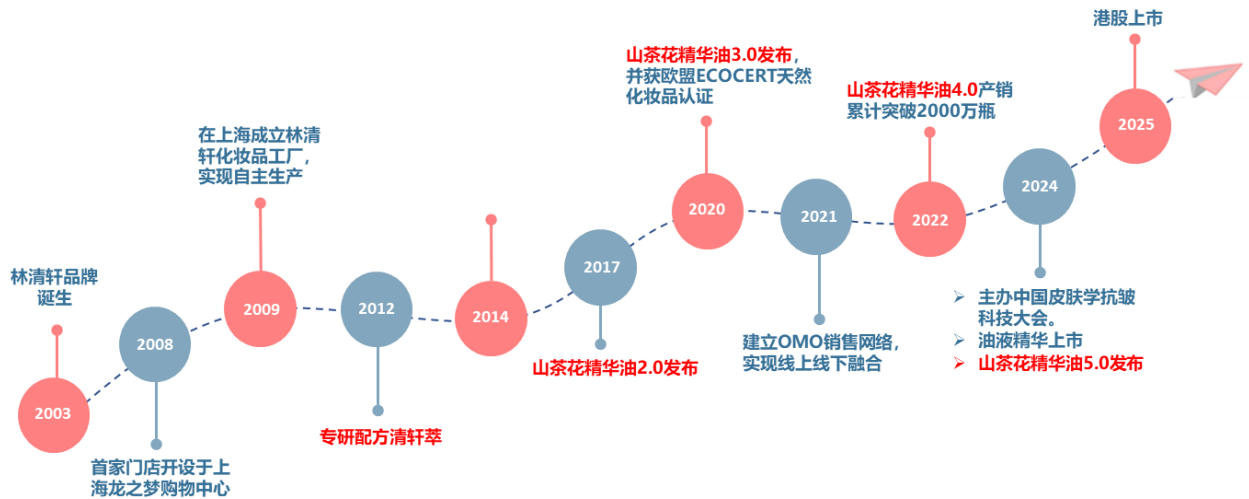
# 1.林清轩：开创“以油养肤”理念，大单品策略+抖音渠道发力下成功抓住高端抗皱精华油赛道的品类机遇

## 1.1.公司概况：开创“以油养肤”理念，以山茶花面部精华油切入高端抗皱护肤品市场

1) 产品端（2003 年品牌创立，2012 年瞄准山茶花成分、2016 年确定以山茶花为核心成分的高端化路线）：品牌创立于 2003 年，并在 2008 年开设线下第一家门店。公司创始人于 2012 年受山茶花护肤功效启发，决定聚焦山茶花成分作为差异化切入点，并于 2014 年推出核心大单品首款山茶花精华油、提出“以油养肤”概念；在 2016 年明确品牌开始向高端化转型并砍掉手工皂等平价线，专注高端护肤市场。后续公司相继在 2017、2020、2022、2024 年陆续更新迭代大单品精华油，逐步建立起公司高端护肤品牌形象。除山茶花精华油外，2024 年公司推出高倍隔离防晒霜，2025 年推出黑金霜 2.0 及小金珠水等产品，强化品类延伸。

2) 渠道端（从线下门店为主，2020 年开始线上转型）：2017-2019 年公司线下门店数量快速增长、覆盖全国主要城市核心商圈；2020 年起因线下业务受到疫情冲击，公司开始大力拓展电商渠道，由董事长孙来春亲自直播带货开启线上转型。

图 1:林清轩发展历史






数据来源：公司官网，公司招股书，中信建投证券

2024 年按零售额计，公司在中国所有高端国货护肤品牌中排名第一，市场份额 1.4%。是中国前 15 大高端护肤品牌（含国际品牌）中唯一的国货品牌，整体排名第 13 位。按 2024 年抗皱紧致类护肤品零售额计，公司跻身中国高端抗皱紧致类护肤品市场前 10 大品牌。GMV 口径下，公司的山茶花精华油自 2014 年起连续 11 年于所有面部精华油产品中位居全国榜首。

## 1.2.核心成分：深度定义“东方红山茶花”原料故事，实现全价值链覆盖

深耕中国特色植物高山红山茶花，打造天然成分+前沿科技，建立起自身标签化护肤成分。公司于2012年发掘出中国红山茶花这一特色植物，从中萃取天然、安全、有效的护肤成分，构建了从红山茶花原料种植、研发到生产的全产业链体系。与部分国际品牌以植物（如兰花、玫瑰、白山茶花等）作为标签化护肤成分，林清轩同样围绕成分（红山茶花）+科技（细胞修复），定义东方山茶花的原料故事。

图 2:部分国际大牌也有标签化护肤成分

品牌	主要成分	护肤成分	产品推出	系列故事	
香奈儿	白山茶花	白山茶花提取物、山茶花油、山茶花酵母提取物	山茶花保湿系列	2009年开始，白色千层山茶花作为主要的活性成分，被应用于香奈儿山茶花保湿系列	
迪奥	格兰维尔玫瑰	蔷薇提取物	花秘瑰萃系列	格兰维尔玫瑰，是迪奥花卉研究专家历经7代杂交抗病虫害的新型玫瑰品种。2010年发现其提取物有肌肤修护功效	
娇兰	兰花	兰花提取物	御廷兰花面霜	15年的时间，从3万种兰花中只甄选出3种富含兰花活性成分的非凡品种	

数据来源：各品牌官网，中信建投证券

原料端，公司通过与山茶花种植基地的长期合作，实现山茶花等核心原料的自主可控、从源头保证原料品质。在筛选过上万种山茶花之后，林清轩最终选择了位于东经 113-120°、北纬 25-31°，且生在海拔 800 米以上的中国高山红山茶为原料。目前已与总面积超过 20,000 亩的中国多个优质山茶花种植基地订立长期供应协议，以确保能够持续获得优质山茶花，实现从种子到成品的全产业链掌控。

图 3:公司甄选海拔 800 米以上的高山红山茶



数据来源：公司官网，中信建投证券

图 4:公司拥有超 2 万亩精选绿色种植基地



数据来源：公司官网，中信建投证券

研发端，公司开发出旗舰核心成分清轩萃，并打造出一系列核心成分和技术。公司对山茶花成分进行深度挖掘与创新应用，利用高山红山茶的独特属性，采用超临界 CO<sub>2</sub>萃取、超声波辅助萃取、酶解萃取等独有萃取技术以及真空浓缩、大孔树脂吸附及膜分离等多级纯化工艺，生产出富含油酸、维生素 E、角鲨烯、植物甾醇、黄酮类化合物和多酚的自研配方清轩萃。清轩萃与山茶超胜肽、山茶超胶原、山茶超 A 醇、山茶花愈伤组织提取物滤液及多肽组合物等其他专利成分提供了修护功效，包括修护皮肤屏障、提升弹性、减少细纹等。研发专

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

长还进一步拓展至核心技术的开发，如透皮吸收技术、分子刀定向生物酶切技术、分子重组生物发酵技术、纳米舱透皮吸收技术、全光谱提取技术等新兴技术。截至 2025 年 12 月，持续的创新使公司累积了超过 600 项配方及 87 项专利（其中包括 46 项与核心成分、技术或山茶配方相关的发明专利），发表了近 40 篇学术论文，并参与制定了超过 40 项行业及团体标准。公司还与浙江大学、中科院上海药物所等顶尖机构建立产学研合作，研发团队中超半数拥有硕士以上学历，持续领跑国货品牌科研实力。

**表 1: 公司主要的核心成分**

核心成分	基本情况
清轩萃	作为旗舰成分，取材于高山红茶，采用专有超临界萃取技术，富含油酸、维生素 E 等化合物；具有增强皮肤弹性、改善屏障功能、减少细纹的修护功效，是抗皱紧致产品线的基石。
山茶超胜肽	源自山茶花的专有肽混合物，可刺激胶原蛋白生成、增强皮肤内部结构，减少皱纹并提升弹性，是抗皱、紧致及修护系列的关键成分。
山茶超胶原	可模拟人体皮肤结构蛋白，支撑皮肤天然框架，增强皮肤紧实度与弹性，改善肤质与紧致度，让肌肤更年轻柔软。
山茶超 A 醇	能刺激细胞更新，改善细纹、纹理不均等衰老迹象，实现抗皱、紧致及修护功效；配方温和，适用于所有肤质（包括敏感肌）。
山茶花愈伤组织提取物滤液	通过创新细胞培养工艺从山茶花愈伤组织中提取，可促进皮肤再生，增强自我修护能力，提升肌肤活力与水合作用。
多肽组合物	融合多肽与红茶提取物，通过专有包裹工艺解决棕榈酰肽溶解性问题，配方稳定高效；能促进胶原蛋白生成、抑制弹性蛋白酶活性，减少皱纹，是改善肤质与弹性的突破性方案。

资料来源：公司招股书，中信建投证券

生产端，始终致力于独立研发核心成分及技术，并对标医药级标准执行严格的生产流程，以确保每款产品均符合高纯度、高效能及高可靠性标准。公司在上海营运两个生产基地：上海一分厂及上海总厂，两者共同构成公司生产基础设施的支柱。上海总厂是参考通常适用于医药制造的 GMP 标准建造的最先进碳中和科研生产制造基地。截至 2025 年 6 月底，清轩萃产量快速提升中。

**表 2: 公司核心成分产能情况**

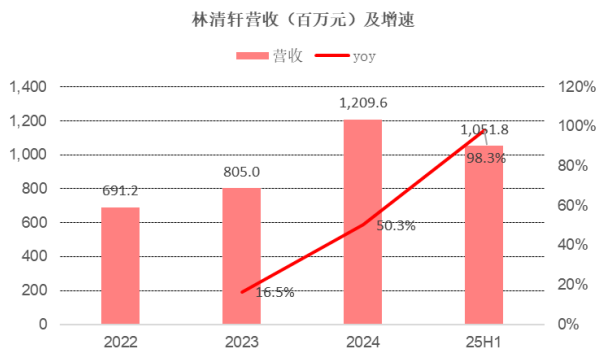
品类	2022 年底			2023 年底			2024 年底			2025 年 6 月底		
	设计生产能力 (吨)	实际生产量 (吨)	利用率 (%)	设计生产能力 (吨)	实际生产量 (吨)	利用率 (%)	设计生产能力 (吨)	实际生产量 (吨)	利用率 (%)	设计生产能力 (吨)	实际生产量 (吨)	利用率 (%)
清轩萃	20	17	85	20	18	90	65	65	100	60	40.1	66.8
山茶花提取物	20	14	71.2	50	49	98	100	64	64	50	34.1	68.2
肽及其他原料	50	41	82	50	38	76	200	176	88	130	118	90.8
总计/整体	90	72	80	120	105	87.5	365	305	83.6	240	192.1	80.1

资料来源：公司招股书，中信建投证券

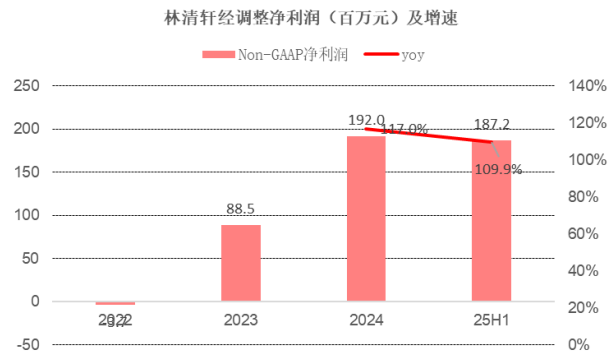
### 1.3.复盘过去：2012 年以红山茶花为核心成分首推抗皱精华油品类，大单品策略+抖音渠道持续发力，成功抓住高端抗皱精华油赛道的品类机遇

#### 1.3.1.财务表现：2022-2024 年营收 CAGR 为 32.3%，25H1 营收、净利润同比+98%、+110%，盈利能力逐步提升

2022-2024 年公司营收 CAGR 为 32.3%，25H1 公司营收、净利润分别为 10.52 亿元/+98%、1.87 亿元/+110%。林清轩营收从 2022 年的 6.91 亿元增长至 2024 年的 12.1 亿元，年复合增长率达 32.3%，25H1 营收为 10.52 亿元/+98%，增长提速，主要源于公司通过推出新 SKU 并升级现有核心大单品丰富产品矩阵，渠道端强化线上直销布局。利润端，公司于 2023 年扭亏为盈，2024 年经调整净利润达 1.92 亿元，25H1 为 1.87 亿元/+110%，2025H1 呈加速发展状态。利润增速高于收入主要系公司高附加值的产品占比提升及规模效应下带来的毛利率提升，以及公司线上占比提升下带来的销售费用率改善。

**图 5:林清轩营收及增速**


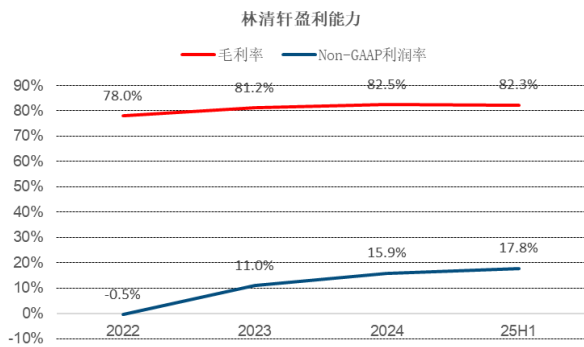
数据来源: wind, 中信建投证券

**图 6:林清轩经调整净利润及增速**


数据来源: wind, 中信建投证券

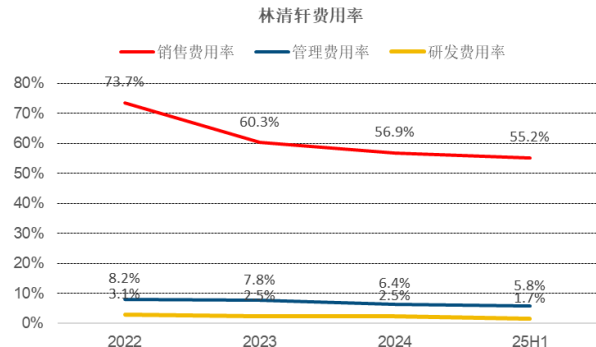
高端定位下 25H1 公司毛利率为 82.3%、经调整净利率提升至 17.8%，高毛利率产品占比提升叠加规模效应下公司盈利能力稳步提升中。公司毛利率从 2022 年的 78.0% 提升至 25H1 的 82.5%，主要得益于公司毛利率较高的精华油产品占比提升以及公司通过升级生产流程和成本控制强化规模效应，带动精华油毛利率持续上涨。费用端，公司销售费用率过去三年逐年下降，已从 2022 年的 73.7% 降低至 25H1 的 55.2%，带动经调整净利率从 2022 年的负值提升到 25H1 的 17.8%。

图 7:林清轩盈利能力



数据来源: wind, 中信建投证券

图 8:林清轩费用率



数据来源: wind, 中信建投证券

### 1.3.2.产品端：2014 年首推核心单品山茶花精华油并约 2 年迭代更新至 5.0 版本、25H1 营收占比 46%，延展的面霜、化妆水、面膜、防晒等品类保持高增势头

公司定位高端护肤、以天然山茶花为核心成分，目前共提供 230 个 SKU，包括精华油、面霜、化妆水、乳液、精华液、面膜及防晒霜等。截至 2025 年 6 月 30 日，山茶花精华油产品累计销量突破 4500 万瓶，目前，林清轩山茶花精华油已发展到第 5 代；除此之外，公司以山茶花成为核心，延伸出焕亮精华霜、胜肽紧致面膜、修护肌底液等系列护肤产品，形成覆盖抗皱、修护、保湿等多功效的产品体系。目前公司除精华油外，开拓出多款产品，如黑金时光肽抗皱焕亮精华霜（2024 年营收 6150 万元、25H1 营收 5000 万元）、高倍隔离防晒霜（2024 年营收 3630 万元、25H1 营收 4210 万元）。

图 9:林清轩主要大单品产品一览

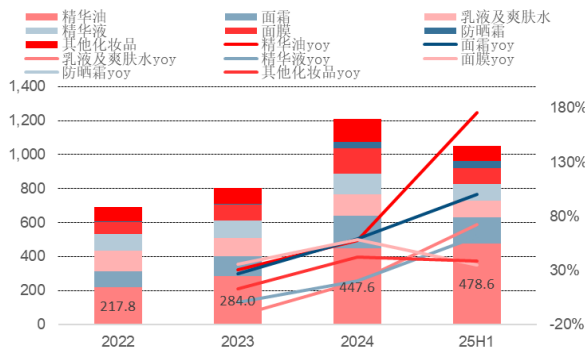
主要成分	产品分类	图片	代表产品	产品看点	天猫旗舰店原价
山茶花	精华油		山茶花抗皱修复精华油 5.0	林清轩第五代核心大单品，用分子重组生物发酵技术，发酵山茶花籽油配制；促进皮肤年轻化与修复，是中国面部精华油唯一连续八年零销售额超一亿元的商品。	699元/30ml
山茶花	精华霜		山茶花黑金时光肽抗皱焕亮精华霜	针对胶原蛋白流失、暗沉、松弛等问题，细胞级抗皱修复；提升细胞内NAD+水平、增强腺苷三磷酸合成，抑制胶原蛋白降解；2024年营收6150万元、25H1营收5000万元。	830元/50g
山茶花	面膜		山茶花保湿紧致面膜	糅合第二代山茶花超肽，胶原蛋白表达量提高9.26倍，承载传统面膜十三倍精华。	195元/6片
山茶花	乳液及爽肤水		山茶花修复平衡肌底液	含八种生物活性成分，平衡肌肤微生态；含清轩萃、四氢嘧啶等修护成分，舒缓泛红、强化物理屏障。	597元/30ml
山茶花	乳液及爽肤水		山茶花黑金时光肽抗皱焕亮柔肤液	为对抗暗沉、细纹及紧致度下降等三维皮肤老化问题而设计。升级后的2.0配方加入植物提取物唤醒细胞能量、由四种小分子肽及两类胶原蛋白组成的先进肽-胶原蛋白复合物促进胶原蛋白的生成及平滑皱纹及麦角硫因、烟酰胺及维生素E等高纯度抗氧化剂(≥98%)对抗自由基。采用双神经酰胺分子修护技术，以恢复细胞间脂质、减少水分流失及加强皮肤的屏障。	670元/150ml
山茶花	乳液及爽肤水		红山茶焕活淡纹精华水	含90%浓度山茶超胜肽2.0，刺激胶原蛋白生成、防止流失；四种保湿成分提升肌肤含水量与屏障修护力。	397元/200ml
其他	防晒霜		高倍隔离防晒霜	高性能防晒，全面紫外线防护+抗皱平滑；质地轻盈透气，8小时持久防护，妆感自然不油腻；2024年首年、25H1营收3630万元、4210万元	197元/50ml

数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

精华油系列营收占比持续提升、25H1 达到 45%，延展的面霜、精华液、面膜、防晒等品类保持高增势头。

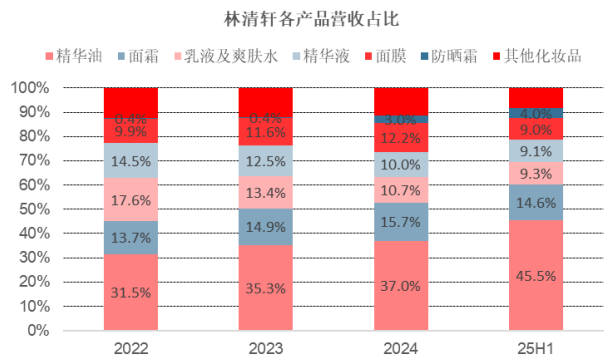
25H1 公司精华油、面霜、乳液、精华、面膜、防晒分别贡献收入 4.79 亿元/+176.3%、1.54 亿元/+100.2%、0.97 亿元/+72.8%、0.96 亿元/+61.5%、0.95 亿元/+35%、0.42 亿元/+40.3%，营收占比分别为 45.5%、14.6%、9.3%、9.1%、9.0%、4.0%。其中山茶花精华油为绝对核心产品，2014 年推出至今已迭代至第五代，2022-25H1 公司精华油产品收入占比逐年提升，分别为 31.5%、35.3%、37%和 45.5%。

图 10:林清轩分产品营收（百万元）及增速



数据来源: wind, 中信建投证券

图 11:林清轩各产品营收占比

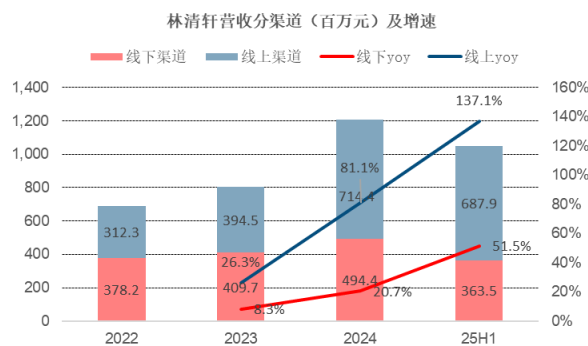


数据来源: wind, 中信建投证券

### 1.3.3.渠道端：2020 年起线上化转型下公司拓展客群至年轻群体，25H1 线下渠道营收占比 35%、抖音渠道发力带动线上高增

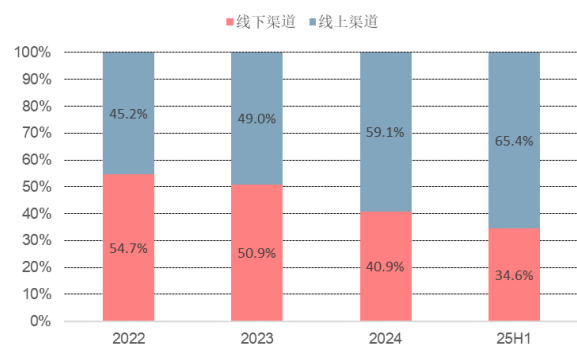
公司以线下起家，目前线下营收占比降至 35%、保持稳健增长，2020 年以来线上保持高速扩张。2022-25H1 公司线下营收稳步提升，分别为 3.78 亿元、4.1 亿元、4.94 亿元和 3.63 亿元，主要得益于门店扩张和品牌知名度的提升，在各大高端购物中心的店铺布局，2022-2024 年线下渠道营收占比为 54.81%、51.00%、40.94%。线上渠道保持亮眼表现，2022-2024 年营收分别为 3.12 亿元、3.95 亿元、7.14 亿元，营收占比为 45.19%、49.01%、59.06%。25H1 线下、线上渠道营收 3.64 亿元/+51.5%、6.88 亿元/+137%，营收占比为 34.6%、65.4%。

图 12:林清轩营收分渠道情况



数据来源: wind, 中信建投证券

图 13:林清轩分渠道营收占比

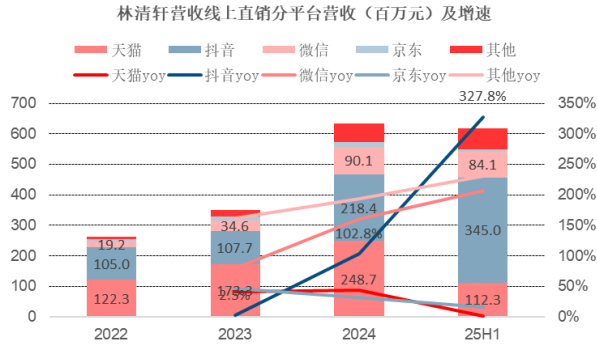


数据来源: wind, 中信建投证券

2020 年完成线上直播转型后带动 2022-2024 年线上渠道营收 CAGR 为 51.3%，25H1 抖音渠道发力带动线上渠道营收高增，25H1 抖音平台占线上营收比重达到 50%。2022-2024 年公司线上渠道收入复合增长率达 51.3%，主要系 2020 年线下受到疫情冲击后，公司利用直播方式进行线上化转型。从渠道结构来看，线上 2024

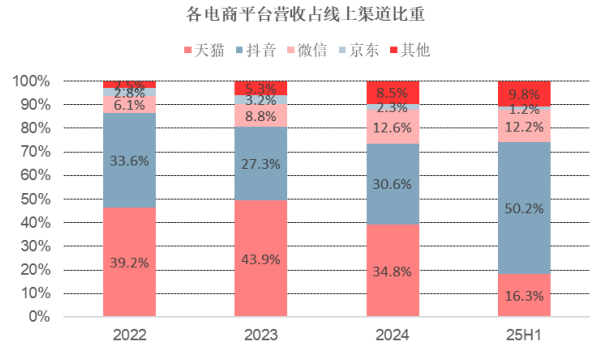
年以前天猫为主要平台，2024 年以来伴随着抖音自播+达播协同起量，抖音助力公司电商渠道高增。25H1 抖音、天猫、微信、其他平台营收为 3.45 亿元/+327.8%、1.12 亿元/+0.8%、0.84 亿元/+207.1%、0.67 亿元/+230.5%，占线上营收比重分别为 50.2%、16.3%、12.2%、9.8%。

图 14:林清轩线上直销各平台表现



数据来源: wind, 中信建投证券

图 15:林清轩 25H1 抖音平台营收占线上比重达 50.2%

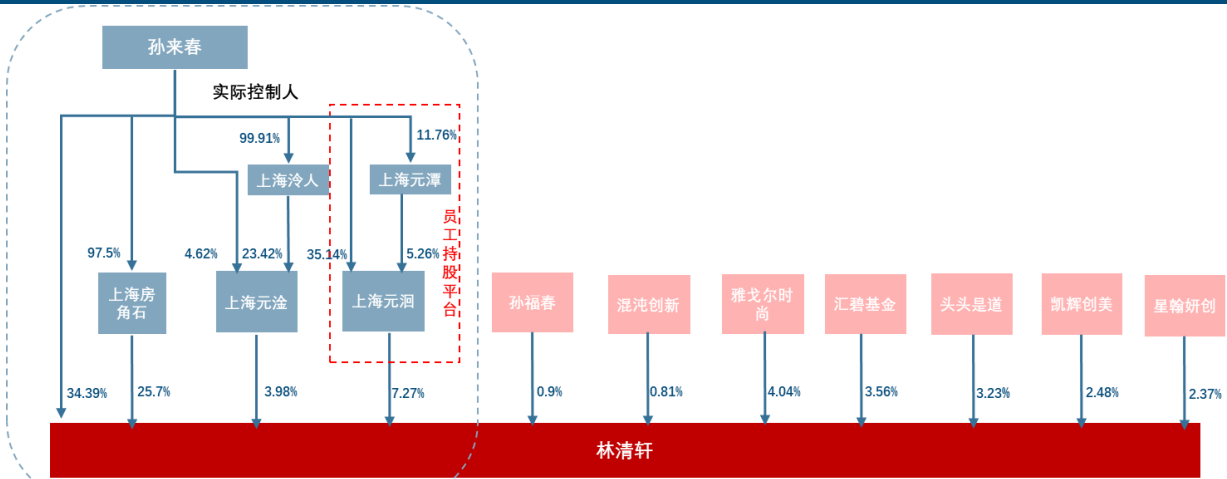


数据来源: wind, 中信建投证券

## 1.4. 股东结构：实控人持股约 63.2%，核心管理层行业经验丰富

公司实控人孙来春直接和间接共持股约 63.2%。孙来春为公司创始人、董事长、执行董事兼总裁，以全球发售完后，假设超额配售未行使计算，实控人直接持有公司 34.39% 股权，并通过上海房角石（25.7%）、上海元淦（3.98%）、上海元涸（7.27%）等公司间接持股约 28.8%，合计持股 63.2%、为公司第一大股东；同时孙福春作为孙来春兄长、共同为一致行动人，持股 0.9%。上海元潭、上海元涸为公司员工持股平台，合计持股 1015.5 万股、对应持股比例约 7.27%。

图 16:公司股权架构（截至 2025 年 12 月，全球发售完后，假设超额配售未行使）



数据来源: 公司招股说明书, 中信建投证券

林清轩的核心管理团队以创始人孙来春为中心，行业经验丰富。孙来春在创立林清轩前曾在一家央企医药公司做管培生、后进入美妆行业。孙来春的哥哥孙福春目前担任公司副总经理，负责销售及销售培训工作，曾在奥里昂有限责任公司和沈阳淡泊坊化妆品有限公司担任总经理职务。

**表 3: 公司高管情况**

姓名	年龄	加入公司时间	职位/职称	履历
孙来春	51 岁	2011 年	创始人、董事会主席、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	58 岁	2013 年	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	52 岁	2015 年	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	56 岁	2020 年	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	40 岁	2013 年	董事会秘书、总经理办公室主任、法务总监兼联席公司秘书	负责监督董事会相关事宜、信息披露、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，中信建投证券

公司外部投资者包括雅戈尔时尚、碧桂园创投、头头是道基金、达隆发展、凯辉创美等。其中，雅戈尔时尚持股 4.04%；碧桂园创投通过佛山海禹嘉和佛山汇碧二号分别持股 2.43% 和 1.13%；吴晓波关联的头头是道投资基金持股 3.23%；分众传媒董事长江南春持股的达隆发展持股 0.81%。2025 年 5 月张家港星翰启承投资合伙企业（有限合伙）（后将股份转让给其关联方星翰妍创）、上海凯辉创美（由凯辉基金、欧莱雅集团及上海市静安区政府于今年 3 月联合设立）、厦门沃美达分别从林清轩公司多家股东手中收购股份，分别持有林清轩约 2.37%、2.48%、0.47% 的股份。

**表 4: 公司外部投资者情况**

项目	A 轮	B 轮	2025 年 5 月的股份转让
所认购/收购的注册资本金额（万元）	338.7	143.0	148.5
已支付价款金额（万元）	15,000	18,100	22,579.31
协议日期	2020 年 11 月 2 日	2021 年 8 月 18 日	2025 年 4 月 30 日/2025 年 5 月 21 日
缴清日期	2021 年 1 月 28 日	2021 年 9 月 16 日	2025 年 5 月 22 日
每股代价成本（元）	8.86	25.31	30.41
主要机构	海纳亚洲创投基金、头头是道基金、碧桂园创投旗下的佛山海禹嘉、达隆发展、混沌创、上海涛敏新	碧桂园创投旗下的佛山汇碧二号、金华益财、上海益财、大漠孤烟、杭州源琛、海纳华上海	上海凯辉创美（凯辉基金、欧莱雅集团及上海市静安区政府联合成立）、张家港星翰启承和厦门沃美达

资料来源：公司招股书，中信建投证券

## 1.5. 募资投向：将主要用于品牌价值塑造、全渠道网络构建以及供应链能力提升

IPO 募集所得资金净额将主要用于品牌价值的塑造与传播；提升全渠道销售网络的深化构建；加强生产与供应链能力；技术研发和产品线开拓；内生孵化与外并购双轮驱动以打造多品牌矩阵；运营和信息基础设施数字化、智能化建设；以及用于营运资金及一般公司用途。公司将继续深化“以油养肤”细分赛道优势，巩固山茶花精华油领导地位。

表 5: 林清轩募资投向

占比	资金用途方向	具体说明
20%	品牌价值塑造与传播	包括品牌推广活动
20%	提升全渠道销售网络及建立海外销售渠道	优化现有渠道，拓展海外市场
15%	加强生产及供应链能力	升级生产厂房及设备
15%	技术研发及产品组合开拓	加强与科研机构合作
15%	内生孵化与外延并购双轮驱动	打造品牌矩阵
5%	运营及信息基础设施数字化、智能化建设	搭建数字化运营体系，实现智能化管理
10%	营运资金及一般公司用途	保障日常经营周转及其他综合用途

资料来源：公司招股书，中信建投证券

## 2.增长看点：短期精华油赛道扩容下大单品有望继续放量抖音，叠加品类延展和线下店效提升将带动主品牌规模向上

### 2.1.品类延展：践行“1+4”战略，深耕细作大单品精华油并迈向面霜、化妆水、面膜、防晒等新品类，未来品类的延拓和新的原料开发有望多点支撑品牌成长

公司确定“1+4”品类战略，并非局限于精华油单一品类，而是精华油+四个超级单品，通过不断尝试开创全产品线，抢占细分赛道的生态位，最终构建水、油、霜、防晒、面膜等全护肤流程体系。纵观线上GMV，25年1-11月抖音GMV中公司核心大单品山茶花精华油、小金珠水占比为67.6%、20.2%；天猫GMV中精华油、小金珠水、黑金面霜2.0、保湿胜肽面膜、小金伞防晒霜GMV分别占比为47.3%、8.5%、5.4%、4.7%、2.8%，公司新的品类也在逐步起量。

图 17:林清轩线上电商 GMV 构成（天猫平台，截止 25 年 11 月）



林清轩天猫商品GMV拆分

GMV占比	2022	2023	2024	25YTD	分类	2022	2023	2024	25YTD
<b>精华油</b>	<b>55.3%</b>	<b>57.0%</b>	<b>54.4%</b>	<b>47.3%</b>	<b>防晒</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.0%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>
精华油3.0	1.1%	0.0%	0.1%	0.7%	<b>小金伞</b>			<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>
精华油4.0				2.0%	其他	0.7%			
<b>精华油5.0</b>			<b>45.9%</b>	<b>37.9%</b>	<b>眼部精华油/眼霜</b>	<b>14.8%</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.3%</b>	<b>0.7%</b>
山茶花精华油	54.3%	57.0%	8.3%	6.8%	山茶花修护滋养眼霜	13.8%	1.1%	2.3%	0.7%
<b>精华油+其他</b>	<b>4.6%</b>	<b>12.1%</b>	<b>14.7%</b>	<b>12.8%</b>	眼部精华油	1.0%			
<b>多肽抗皱系列</b>	<b>0.0%</b>	<b>12.4%</b>	<b>5.6%</b>	<b>12.7%</b>	<b>多肽重组胶原系列</b>				<b>1.1%</b>
面霜		12.4%	5.6%	1.0%	<b>护手霜</b>	<b>2.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.0%</b>
<b>套装</b>				<b>11.7%</b>	<b>红茶茶系列</b>	<b>0.8%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.0%</b>	
<b>黑金时光系列</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.1%</b>	<b>1.8%</b>	<b>6.1%</b>	红茶眼霜		1.5%	0.7%	
黑金面霜1.0	3.0%	1.2%	0.5%		精华水		2.0%		
黑金时光柔肤液	0.9%	0.6%	0.2%		精华液	0.2%	0.2%		
黑金套组		2.1%	1.1%	0.8%	红茶茶套装			2.0%	
时光修护眼霜	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	面霜			0.3%	
<b>黑金面霜2.0</b>				<b>5.4%</b>	<b>平衡修护系列</b>	<b>3.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.4%</b>	
<b>小金珠水</b>				<b>8.5%</b>	修护平衡柔肤水	1.1%	0.6%	0.2%	
<b>面膜</b>	<b>6.3%</b>	<b>2.7%</b>	<b>8.5%</b>	<b>4.7%</b>	修护平衡洁面	0.3%			
山茶花修护净肤面膜	0.5%				修护平衡精华	1.3%	0.6%	0.2%	
修护保湿睡眠面膜	0.3%	0.5%			修护平衡精华霜	1.0%			
修护紧致面膜	0.2%	0.3%			修护平衡套装		0.4%		
修护紧致面膜	1.1%		1.5%		<b>山茶花系列</b>	<b>4.8%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.5%</b>	
修护净肤面膜	4.2%				红茶焕活水	0.8%			
山茶花保湿紧致面膜		0.2%	0.8%		修护滋养面霜	4.1%	2.3%	2.5%	
保湿面膜			4.4%		<b>其他</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.3%</b>
红茶焕活修护泥膜			0.2%		<b>焕颜光透系列</b>				
<b>保湿胜肽紧致面膜</b>		<b>1.8%</b>	<b>1.6%</b>	<b>4.7%</b>	<b>合计</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

数据来源：久谦，中信建投证券

**图 18:林清轩线上电商 GMV 构成（抖音平台，截止 25 年 11 月）**


林清轩抖音商品GMV拆分									
GMV占比	2022	2023	2024	25YTD	分类	2022	2023	2024	25YTD
<b>精华油</b>	<b>61.3%</b>	<b>43.9%</b>	<b>82.0%</b>	<b>67.6%</b>	<b>防晒</b>			<b>5.6%</b>	<b>0.8%</b>
精华油3.0			0.5%	1.0%	<b>小金伞</b>			<b>5.6%</b>	
精华油4.0	0.4%	0.5%	0.3%	0.5%	其他				
<b>精华油5.0</b>			<b>76.6%</b>	<b>62.4%</b>	<b>眼部精华油/眼霜</b>	<b>0.0%</b>	<b>4.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>
山茶花精华油	30.8%	24.4%	4.7%	3.7%	山茶花修护滋养眼霜		4.3%		
<b>精华油+其他</b>	<b>13.5%</b>	<b>19.4%</b>	<b>3.6%</b>	<b>0.5%</b>	眼部精华油			0.4%	0.3%
<b>多肽抗皱系列</b>	<b>7.2%</b>	<b>2.9%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.6%</b>	<b>多肽重组胶原系列</b>				<b>3.0%</b>
面霜		2.9%	1.4%	0.2%	<b>护手霜</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.4%</b>		<b>0.2%</b>
<b>套装</b>				<b>0.4%</b>	<b>红山茶系列</b>	<b>1.2%</b>	<b>5.6%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.2%</b>
<b>黑金时光系列</b>	<b>0.7%</b>	<b>12.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>2.4%</b>	红山茶眼霜				
黑金面霜1.0		7.0%	0.3%	0.2%	精华水	0.5%	4.5%	0.4%	
黑金时光柔肤液	0.4%	1.7%			精华液		0.6%		
黑金套组				0.7%	红山茶套装	0.7%	0.5%	0.7%	
时光修护眼霜	0.3%	2.2%			面霜	0.0%			
<b>黑金面霜2.0</b>		<b>1.2%</b>		<b>1.4%</b>	<b>平衡修护系列</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.1%</b>		
<b>小金珠水</b>				<b>20.2%</b>	修护平衡柔肤水	0.4%	0.5%		
<b>面膜</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.2%</b>	<b>2.0%</b>	修护平衡洁面	0.0%	0.0%		
山茶花修护净肤面膜					修护平衡精华	0.5%	0.6%		
修护保湿睡眠面膜					修护平衡精华霜	0.4%	0.0%		
修护紧致面膜					修护平衡套装	0.0%	0.0%		
修护紧致面膜					<b>山茶花系列</b>	<b>4.9%</b>	<b>2.0%</b>		
修护净肤面膜					红山茶焕活水	4.2%			
山茶花保湿紧致面膜			1.4%		修护滋养面霜	0.7%	2.0%		
保湿面膜					<b>其他</b>	<b>6.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.2%</b>
红山茶焕活修护泥膜					<b>焕颜光透系列</b>	<b>0.0%</b>	<b>2.7%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.1%</b>
保湿胜肽紧致面膜		2.3%	1.8%	1.0%	<b>合计</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

数据来源：久谦，中信建投证券

### 2.1.1.大单品策略：山茶花精华油价格带处于大众国货植物精华油与中高端国际品牌之间，约 2 年迭代升级以夯实“以油养肤”品牌心智

公司 2012 年以山茶花精华油差异化切入市场并于 2016 年开启高端化战略，25H1 精华油营收达 4.8 亿元、营收占比 45.5%。精华油类产品始终是公司最主要的收入来源，长期占比超过 30%，截止到 2024 年，公司精华油类产品的累计销量突破 3000 万瓶，并连续 11 年稳居中国面部精华油品类榜首。精华油类产品呈现逐年递增，2022-2025H1 精华油类产品的收入占比分别为 31.5%、35.3%、37.0%、45.5%。叠加公司在面部精华油产品的全产业链整合模式，公司精华油类产品的规模效应持续显现、带动毛利率逐年提升。

图 19:大单品精华油 25H1 营收占比达 45.5%

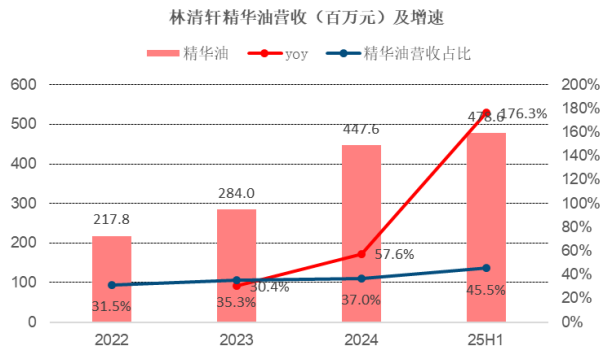
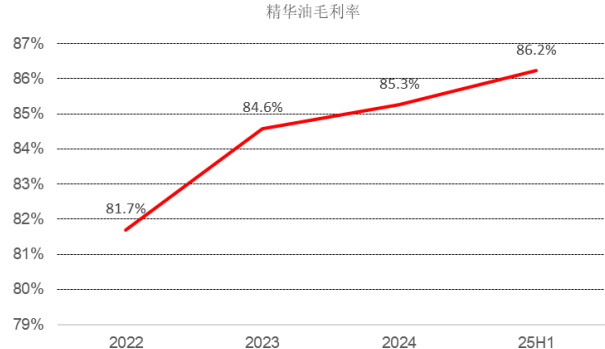


图 20:林清轩精华油毛利率逐步提升



数据来源: wind, 中信建投证券

数据来源: wind, 中信建投证券

公司核心大单品精华油定位国货高端，价格带处于普通国货植物精华油与中高端国际品牌之间。公司目前最新山茶花 5.0 精华油（30ml）官方标价为 699 元、实际到手价约 539 元/60.7ml（对应 8.9 元/ml），价格高于天猫热销榜前两名的国货植物精油 Lan 和阿芙（5-7 元/ml）；价格带低于中高端的国际品牌，如娇韵诗兰花油（16.7 元/ml）、香奈儿茉莉花精萃油（20+元/ml）。价格较国产品牌推出的中高端系列同样具备价格优势，如珀莱雅的能量精华油（15 元/ml）。根据青眼情报，面部精华油中高端化趋势明显，25H1 淘系面部精华油 500 元及以上的产品贡献仅 13.9% 的销量、但是占据 41.8% 的销售额，消费者愿意为高价值、高功效的精华油买单。

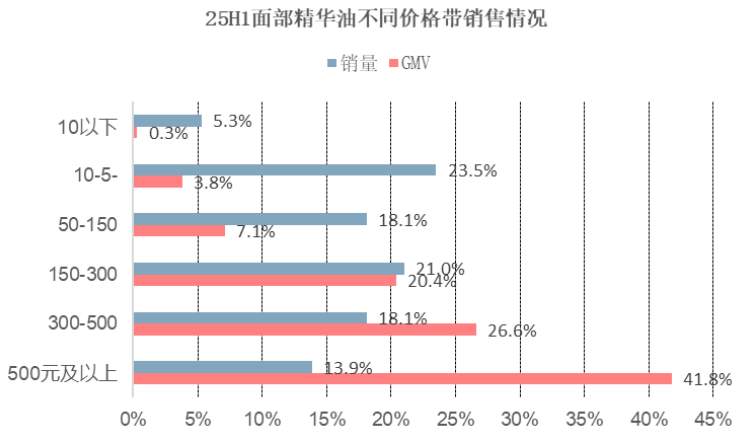
图 21:市场上主要精华油产品对比

12.28日天猫旗舰店数据	天猫热销1	天猫热销2	天猫热销3	天猫热销4	天猫热销5	天猫热销6	天猫热销7	天猫热销9	其他				
品牌	LAN	阿芙	林清轩	海蓝之谜	至本	天露芬	HABA	Revive	娇韵诗	珀莱雅	百雀羚		
产品名称	兰时光兰花精华油3.0 Pro	11籽精华油	山茶花精华油 5.0	奇迹精华油	舒颜修护精华油	赋活面部精华油	角鲨烷油1代	赋活润肤抗皱精华油	双萃精华	兰花舒颜护理油	能量精华油	帧颜修护精华油	
推出时间	2020	2021	2012	2016	2021	2017	1983	2015	2014	2013	2022	2024	
官方价格	294元/30ml	449元/30ml	699元/30ml	2550元/30ml	90元/30ml	608元/35ml	224元/30ml	2660元/30ml	790元/30ml	500元/30ml	481元/20ml	400元/20ml	
官方单ml价格 (元/ml)	9.8	15.0	23.3	85.0	3.0	17.4	7.5	88.7	26.3	16.7	24.1	20	
实际价格	258元享48ml	319元享45ml	539元享60.7ml	2440元享30ml	79.2元/30ml	478元享39ml	177元/42ml	2550元享35ml和其他小样	790元享30ml+其他小样	500元享30ml+其他小样	419元享28ml	294元享20ml	
实际单ml价格 (元/ml)	5.4	7.1	8.9	81.3	2.6	12.3	4.2	72.9	26.3	16.7	15.0	14.7	
主要成分	兰花精粹Pro+植A Pro、浓缩灵芝油、鳄梨油	A醇、油溶逆时光肽、油溶玻色因、重组小分子胶原蛋白	清轩萃5.0 (山茶油)、九大复配成分	白池花籽油、橄榄、神奇活性精萃 (深海巨藻发酵)	油橄榄油不皂化物、草绿盐、角草提取物、猴面包树籽油、角鲨烷	有机植萃、CO2超临界小分子萃取、类肌肤脂质油脂	99.9%纯度角鲨烷	生物新活肽、生物丰盈肽、植萃精油 (椰子油、红花籽油、白池花籽油)	高能水飞蓟、六重抗氧化植萃、植物A醇	兰花精萃、榛果油	凝练乳香树脂、干日菊、水飞蓟油等	辛酸 / 癸酸甘油三酯、新一代角鲨烷等	
功效特色	自修愈、真抗皱	细胞级全皮层抗皱，抚深纹、修屏障	细胞级抗皱	精华入油、淡纹饱满、油愈抗老	润而不腻、清透润肤	25+第一瓶精华油，抗皱淡纹	强修护、稳锁水	一夜修护淡纹回春	0油感，平水油	修护奢润、紧致细腻、8H稳嫩亮	滴滴滋养，4周抚纹丰盈	逐层滋养修护	

数据来源: 各品牌天猫旗舰店, 中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图 22: 面部精华油中高端化趋势明显（统计口径包括淘系面部精华油品类）



数据来源：青眼情报，中信建投证券

公司核心大单品约 2 年围绕技术和功效更新迭代一次，从 2014 年推出 1.0 产品后已迭代升级至 5.0，价格也同步提升，帮助公司进一步夯实品牌心智。2014 年林清轩推出山茶花精华油，深化“以油养肤”的护肤理念，通过资源的持续倾斜，目前山茶花精华油已经升级至 5.0 版本，通过升级主打细胞修护的核心专利成分“林轩萃”等的配方/原料升级和分子刀定向生物酶切技术等专利技术增强活性物质渗透利用度，产品从单纯的保湿类油类产品升级为抗皱、紧致、修护等更为全面的功效。价格上，公司精油产品定价从 1.0 的 377 元/30ml 逐年提升至 2024 年 5.0 版本的 699 元/30ml。

表 6: 林清轩山茶花精油从 1.0 迭代到 5.0

产品版本	山茶花精华油 1.0	山茶花精华油 2.0	山茶花精华油 3.0	山茶花精华油 4.0	山茶花精华油 5.0
上市时间	2012 年	2017 年	2020 年	2022 年	2024 年
价格	377 元/30mL	597 元/30mL	697 元/30mL	699 元/30mL	699 元/30ml
主打功效	滋养肌肤	润肤锁水修护	深层修护，抗皱提亮	内修护，外抗老	细胞级抗皱
技术突破	屏障保护技术	M.R.C.屏障修护技术	多通道抗皱技术	细胞自噬原理，皮脂仿生技术，水感透气配方技术	两大突破性生物技术（分子重组生物发酵技术+分子刀生物酶切技术）
核心成分	清轩萃 1.0	清轩萃 2.0	清轩萃 3.0，七大抗初老植物活性成分	清轩萃 4.0，两大抗糖、五大抗氧植物活性成分	清轩萃 5.0，九大复配成分
核心用户	25-30 岁大学生职场小白	深度护肤消费者成分党	30-39 岁城市白领小镇中年	25-35 岁新锐/资深白领精致妈妈	-

资料来源：公司招股书，淘宝旗舰店，中信建投证券

### 2.1.2. 践行 1+4 战略：将精华油融入“水+霜+防晒+面膜”的“1+4”战略，拓展多样化品类

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

围绕大单品精华油，公司将“以油养肤”的核心融入“水+油+霜+防晒+面膜”的“1+4”战略，延展面霜、化妆水、面膜及防晒霜等。公司围绕功效多样化、功能多样化和客群多样化推进大单品矩阵和多样化品类，围绕产品公司已构建矩阵式的组织线，即针对每一个核心单品打造独立的科研以及推广线路，用相对独立的组织架构去支持品线的发展。一个是提炼过去的成功经验而打造 IPD 集成产品开发体系；其二是用于激发组织内部效能的 IPMS 集成产品营销与销售流程。目前已推出的代表性产品包括：

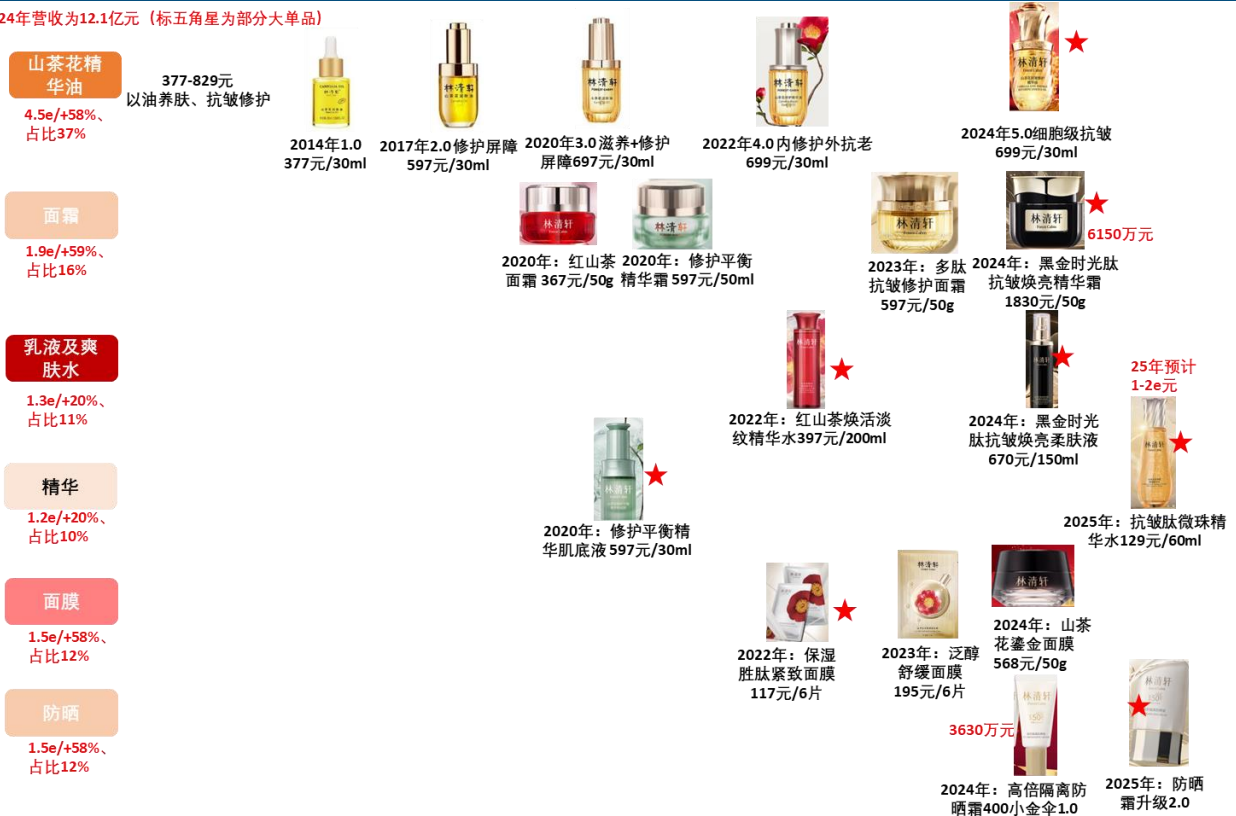
①山茶花黑金时光肤抗皱焕亮精华霜（黑金霜 2.0，2025 年推出）：聚焦细胞级皱纹修护，通过专利成分和技术，为肌肤提供紧致、抗皱、焕亮功效，黑金霜是面霜品类的核心产品，2024 年、25H1 营收为 6150 万元、5000 万元。

②高倍隔离防晒霜（小金伞防晒霜）：兼具抗皱与防晒功能，上市首年即贡献显著收入，满足消费者对防晒和护肤的双重需求，2024 年营收 3630 万元、25H1 营收 4210 万元。

③“小金珠”嘭弹水（2025 年推出）：定位为 SPA 级精华水，创新采用“微流控油珠悬浮科技”和“双面胶配方技术”，实现水油同补、抗皱修护，上市后迅速成为化妆水类目爆款，2025 年 11 月其抖音销售中化妆水的占比为 34%/+10 多个百分点，成为仅次于其面部精华油的第二大品类。今年至今化妆水在其抖音的占比也从去年个位数提升至近 20%；双 11 期间小金珠嘭弹水位于抖音化妆水类目榜单第一。

图 23:林清轩主要产品一览

2024年营收为12.1亿元（标五角星为部分大单品）

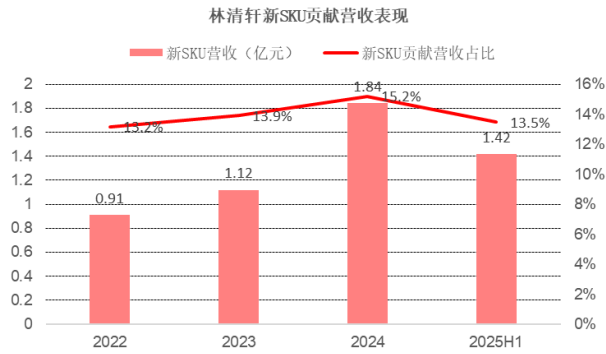


数据来源：公司招股书，天猫官方旗舰店，中信建投证券

以经典系列为核心，每年保持推新节奏，2024 年新 SKU 数量占比约 30%、贡献 15% 营收。公司通过每两年左右一次的产品升级周期及持续推出新产品，确保产品组合始终符合市场趋势和消费者不断变化的偏好。2022

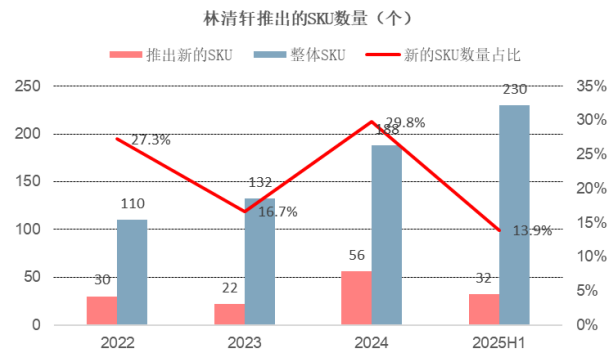
-25H1 林清轩分别推出 30、22、56、32 款新的 SKU，这些新 SKU 分别贡献当期营收的 13.2%、13.9%、15.2%、13.5%。

图 24:林清轩新 SKU 贡献营收情况



数据来源：公司招股书，中信建投证券

图 25:林清轩新推出 SKU 数量



数据来源：公司招股书，中信建投证券

图 26: 林清轩登上今年抖音双十一“化妆水类目”和“面部精油芳疗类目”双榜 TOP1



数据来源：抖音，中信建投证券

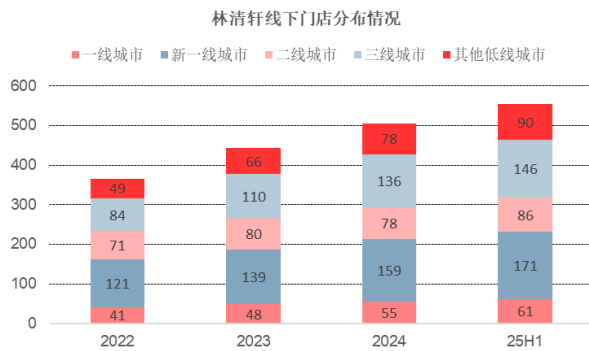
除此之外，公司仍在探索除高山红山茶以外的优质中国成分，并已经在青蒿、红参等成分研究中有所进展，预计后续围绕新的原料有望有新的品类和产品出现。

## 2.2.渠道开拓：线下护理场景构建基本盘、未来稳健拓店并提高店效，24年起抖音渠道快速放量，预计后续抖音继续发力、天猫保持稳定增长

### 2.2.1. 线下渠道未来保持稳健开拓，场景化体验+线上线下导流等有望提高店效

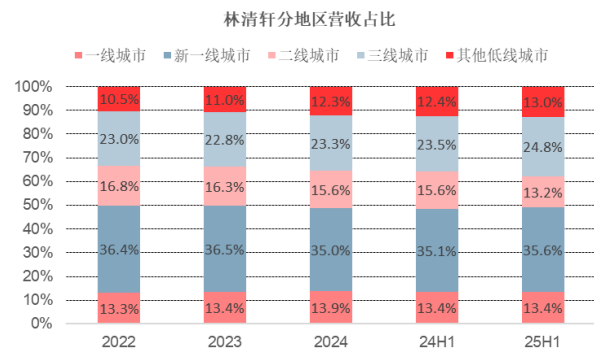
林清轩以线下模式起家，线下门店以直营为主、战略聚焦于购物商场场景。截至 2025 年 6 月 30 日，林清轩的线下门店网络在全国共有 554 家门店（直营 366 家、联营 163 家、加盟 25 家），其中超过 95% 的门店位于购物商场。根据灼识咨询的资料，按门店总数计，于中国的国货及国际高端护肤品牌中排名第一。公司线下门店主要分布在一线&新一线（25H1 营收占比 49%），以及二三线城市（38%），这个与目前面部精华油消费者地区分布也较为匹配。

图 27: 林清轩线下门店分布情况



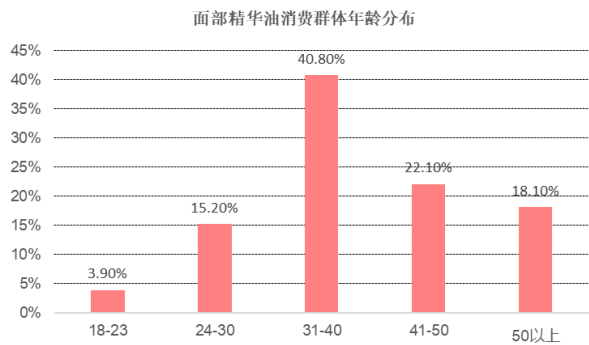
数据来源: wind, 中信建投证券

图 28: 林清轩线下分地区营收占比



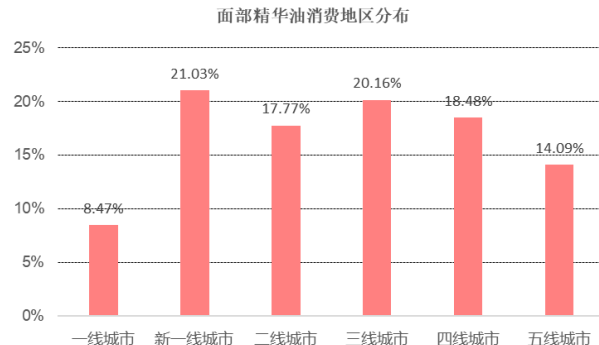
数据来源: wind, 中信建投证券

图 29: 面部精华油消费年龄分布



数据来源: 青眼情报, 中信建投证券

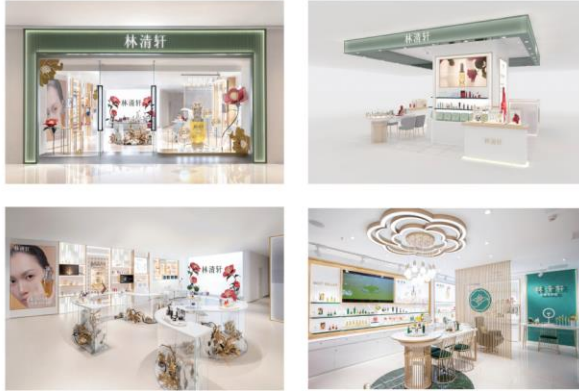
图 30: 面部精华油消费地区分布



数据来源: 青眼情报, 中信建投证券

线下体验服务有望助力实现复购，同店表现带动 25H1 线下增长良好。2024、25H1 线下渠道营收为 4.94 亿元/+20.7%、3.64 亿元/+51.5%，24 年公司线下店均销售额为 131.4 万元/+3.4%，25H1 同店同比收入平均增幅 19.6%，主要得益于新 SKU 的推出推动产品销量增长、现有核心大单品的升级以及透过更精细化管理所实现的营运效率提升。线下门店除销售产品外还配套有门店护理场景打造“护肤第三空间”，提供个性化护肤方案，通过服务传递高端化定位，提供体验式护理服务带动线下销售。除此之外，公司引入抖音本地生活和美团进行线上线下联动，带动线下客流增长。

图 31:林清轩线下门店设计



数据来源: wind, 中信建投证券

图 32:林清轩线下门店设有护理区



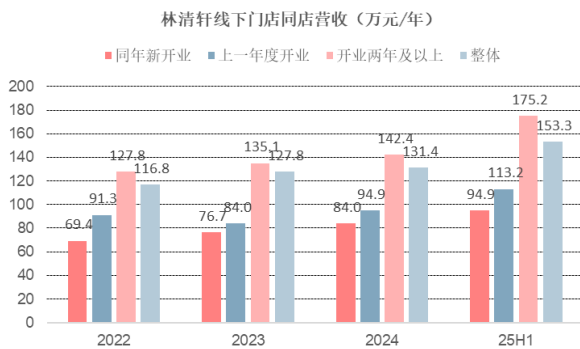
数据来源: 百联又一城购物中心公众号, 中信建投证券

表 7: 林清轩线下门店同店表现

林清轩同店表现	2022	2023	2023	2024	24H1	25H1
同店数目 (家)	198		248		268	
年末门店数量 (家)	366	443	443	506		554
同店总收入 (百万元)	245.1	253.1	305.9	331.8	177.4	212.2
同店同比收入 yoy	3.3%		8.5%		19.6%	
平均单个门店销售额 (万元/年)	123.8	127.8	123.3	133.8	66.2	79.2

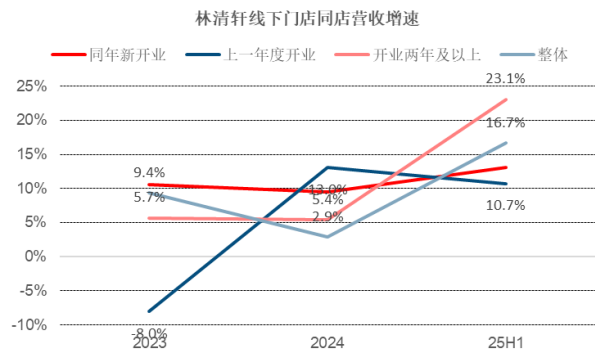
资料来源: wind, 中信建投证券

图 33:林清轩线下门店同店营收



数据来源: wind, 中信建投证券

图 34:林清轩线下渠道同店增速



数据来源: wind, 中信建投证券

展望后续, 线下渠道 25H1 收入占比 35%, 门店数量 554 家, 公司未来将“直营为主、联营为辅”, 保持稳健的拓店节奏; 目前公司 2024 年店效为 130 万、较行业内其他品牌 (如毛戈平为 500-600 万/年) 仍有差距, 现有门店优化后店效有望通过线上线下导流、护理服务增强粘性以及推新等提高店效。

### 2.2.2. 24年起抖音渠道快速放量、25H1 抖音贡献进一步加大，后续将继续发力抖音、天猫渠道以高质量运营为主

24年起抖音渠道快速放量助力高增，25H1 抖音贡献进一步加大。根据久谦数据，2025年1-12月抖音、天猫、京东GMV分别为13.4亿元/+532%、3.17亿元/-5.5%、1.42亿元/+122.9%。

图 35:林清轩电商 GMV 一览

林清轩品牌电商GMV表现	GMV单月增速				单月GMV (百万元)				GMV累计增速				累计GMV (百万元)			
	天猫	抖音	京东	天猫+京东+抖音	天猫	抖音	京东	天猫+京东+抖音	天猫	抖音	京东	天猫+京东+抖音	天猫	抖音	京东	天猫+京东+抖音
2025年12月	-24.0%	176.6%	173.7%	125.3%	24	239	17	280	-5.5%	532.3%	122.9%	194.3%	317	1,340	142	1,800
2025年11月	18.1%	771.1%	206.0%	318.3%	36	188	20	244	-3.6%	777.2%	117.4%	211.9%	293	1,101	125	1,519
2025年10月	-36.9%	669.2%	594.4%	81.6%	85	181	28	294	-6.0%	778.5%	105.9%	197.5%	258	913	105	1,275
2025年9月	74.6%	536.9%	168.7%	311.3%	14	75	15	103	23.8%	810.5%	63.9%	267.7%	173	732	77	982
2025年8月	303.3%	1924.1%	95.4%	933.8%	20	134	8	162	20.7%	857.3%	49.7%	263.2%	159	657	62	878
2025年7月	139.6%	1949.5%	27.4%	573.8%	9	62	6	77	9.8%	743.2%	44.6%	216.6%	140	523	54	716
2025年6月	-28.4%	548.5%	-42.8%	73.7%	11	40	7	58	6.0%	681.0%	47.1%	197.6%	131	461	48	639
2025年5月	-49.7%	407.1%	35.7%	34.8%	28	63	11	102	10.8%	696.6%	100.4%	220.4%	120	420	41	581
2025年4月	23.7%	672.8%	96.3%	344.2%	15	105	5	125	73.7%	786.5%	141.5%	353.0%	92	357	30	479
2025年3月	10.2%	180.6%	205.8%	100.4%	21	45	13	79	88.0%	844.3%	153.9%	356.2%	78	252	25	354
2025年2月	127.7%	1919.1%	80.1%	593.9%	32	123	5	160	156.3%	1870.2%	115.1%	622.7%	56	207	12	275
2025年1月	207.2%	1802.5%	153.0%	667.0%	24	84	7	115	207.2%	1802.5%	153.0%	667.0%	24	84	7	115
2024年12月	197.8%	384.7%	-1.3%	257.4%	32	86	6	124	96.1%	161.0%	-5.9%	91.0%	336	212	64	611
2024年11月	29.4%	238.7%	-60.4%	25.9%	30	22	7	58	89.4%	98.1%	-6.4%	70.7%	304	126	57	487
2024年10月	82.6%	207.6%	-43.6%	83.3%	134	24	4	162	99.5%	82.3%	13.8%	79.4%	274	104	51	429
2024年9月	64.9%	33.2%	29.0%	40.6%	8	12	6	25	118.9%	62.9%	24.7%	77.1%	140	80	47	267
2024年8月	6.8%	296.3%	17.5%	60.1%	5	7	4	16	123.3%	69.3%	24.2%	82.1%	132	69	41	242
2024年7月	24.9%	-58.3%	75.7%	-11.4%	4	3	5	11	133.1%	59.5%	25.0%	83.8%	127	62	37	226
2024年6月	80.7%	-16.1%	93.8%	51.9%	15	6	12	33	139.3%	86.7%	19.9%	95.0%	123	59	32	215
2024年5月	169.5%	4.8%	129.8%	110.9%	55	13	8	76	150.6%	118.1%	-2.2%	105.7%	108	53	20	181
2024年4月	31.2%	404.2%	-10.3%	91.1%	12	14	3	28	133.5%	228.1%	-28.4%	102.2%	53	40	12	106
2024年3月	249.5%	469.3%	-46.0%	146.5%	19	16	4	40	201.1%	178.6%	-32.1%	106.5%	41	27	10	78
2024年2月	403.8%	46.9%	-17.8%	120.5%	14	6	3	23	168.5%	55.7%	-15.9%	76.6%	22	10	6	38
2024年1月	46.3%	69.7%	-13.6%	35.0%	8	4	3	15	46.3%	69.7%	-13.6%	35.0%	8	4	3	15
2023年12月	229.8%	382.3%	42.0%	206.0%	11	18	6	35	23.0%	10.7%	27.1%	20.4%	171	81	68	320
2023年11月	-45.6%	6.2%	73.8%	-20.6%	23	6	17	46	18.1%	-9.1%	25.8%	12.1%	161	63	61	285
2023年10月	408.9%	12.6%	19.3%	224.4%	73	8	7	88	47.3%	-10.5%	14.0%	21.9%	137	57	45	239
2023年9月	28.7%	36.9%	52.9%	38.1%	5	9	4	18	-19.0%	-13.3%	13.0%	-10.8%	64	49	38	151
2023年8月	46.4%	-20.4%	39.3%	26.0%	5	2	4	10	-21.3%	-19.7%	9.3%	-14.8%	59	41	33	133
2023年7月	-1.4%	55.0%	38.8%	34.3%	3	7	3	13	-24.3%	-19.6%	6.6%	-17.0%	55	39	30	123
2023年6月	-73.9%	38.1%	1.0%	-49.5%	8	7	6	22	-25.3%	-27.7%	4.2%	-20.5%	52	32	27	110
2023年5月	227.0%	-11.8%	10.0%	56.5%	20	12	3	36	16.6%	-36.8%	5.2%	-7.3%	43	24	21	88
2023年4月	98.6%	-57.2%	81.4%	17.7%	9	3	3	15	-26.2%	-50.5%	4.3%	-27.5%	23	12	17	52
2023年3月	-43.3%	-56.8%	28.0%	-28.0%	6	3	8	16	-47.8%	-48.2%	-4.2%	-37.0%	14	10	14	38
2023年2月	-70.0%	-30.7%	-10.9%	-45.6%	3	4	4	10	-50.5%	-43.4%	-25.9%	-42.3%	8	7	7	22
2023年1月	-25.3%	-56.2%	-37.8%	-38.9%	5	3	3	11	-25.3%	-56.2%	-37.8%	-38.9%	5	3	3	11

数据来源：久谦，中信建投证券

2020年公司开启线上化转型，目前公司已经建立跨平台直播矩阵，利用不同平台的特性实现差异化的战略目标。2021年以前林清轩主要在天猫平台进行直播带货，而天猫头部主播带货成本高企下公司开始迅速布局淘宝宝店播，2021年开始布局抖音直播，2021年9月开始启动视频号直播。目前林清轩在抖音平台上，开通多个自营账号，已有多个单独对于某产品的专门直播间，后续将会按照一店一品一人群进行深耕。截至2025年6月30日，林清轩吸引约790万名天猫粉丝，超过270万名抖音粉丝。此外，公司用户基础持续扩大，林清轩拥有超过560万名活跃客户，较上一期招股书中（发布时间为2025年5月29日）的430万人增加约130万人，报告期内平均年复购率约为33.5%。

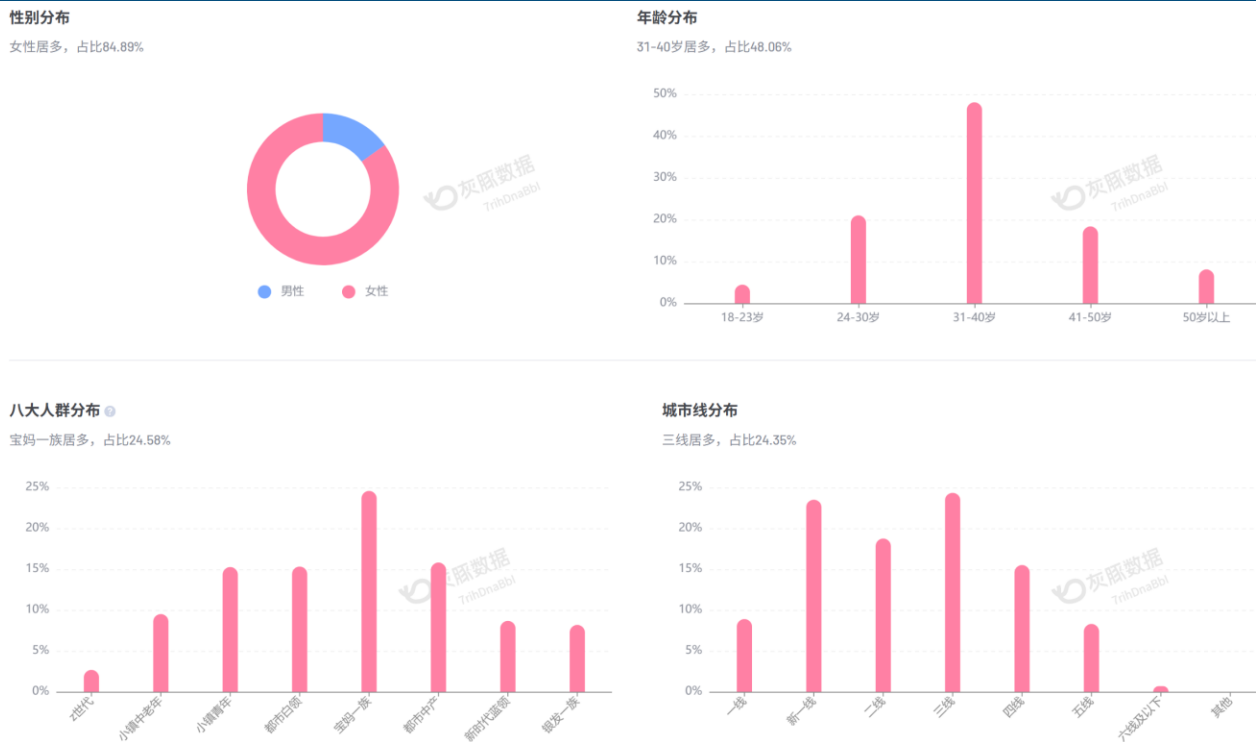
图 36:林清轩抖音渠道自播相关账号



数据来源: 抖音, 中信建投证券

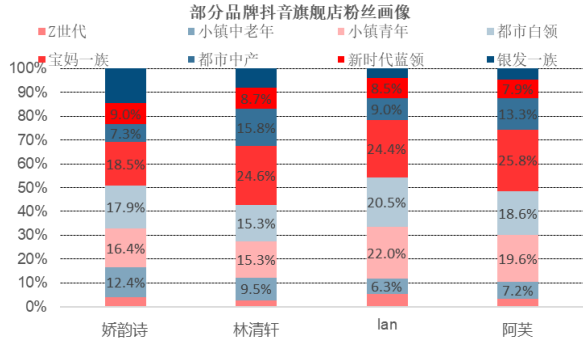
2020 年以来定位线上化转型也帮助进一步收获线上年轻客群, 公司线上消费者画像主要是 25-40 岁的新一线 & 二三线城市的宝妈、都市中产、都市白领和小镇青年。参考灰豚数据, 以林清轩官方抖音直播间为例, 2025 年 12 月消费客群主要集中在 31-40 岁 (占比 48%) 和 24-30 岁 (21%); 地区上多分布在三线 (23.4%)、新一线 (23.5%) 和二线城市 (占比 18.8%); 宝妈、都市中产、都市白领和小镇青年等标签人群占比分别在 24.6%、15.8%、15.3%、15.3%。

图 37:林清轩品牌在抖音直播间消费者成交画像



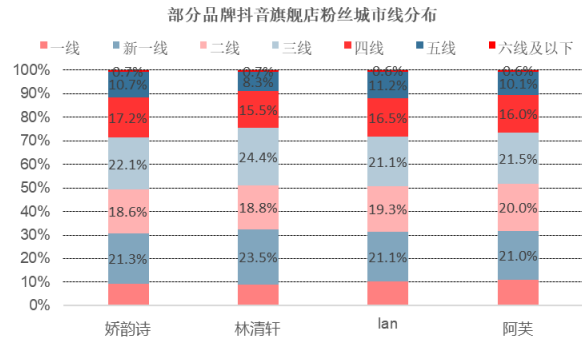
数据来源: 灰豚数据, 中信建投证券

图 38: 娇韵诗&林清轩&lan&阿芙抖音粉丝画像对比



数据来源: 灰豚, 中信建投证券

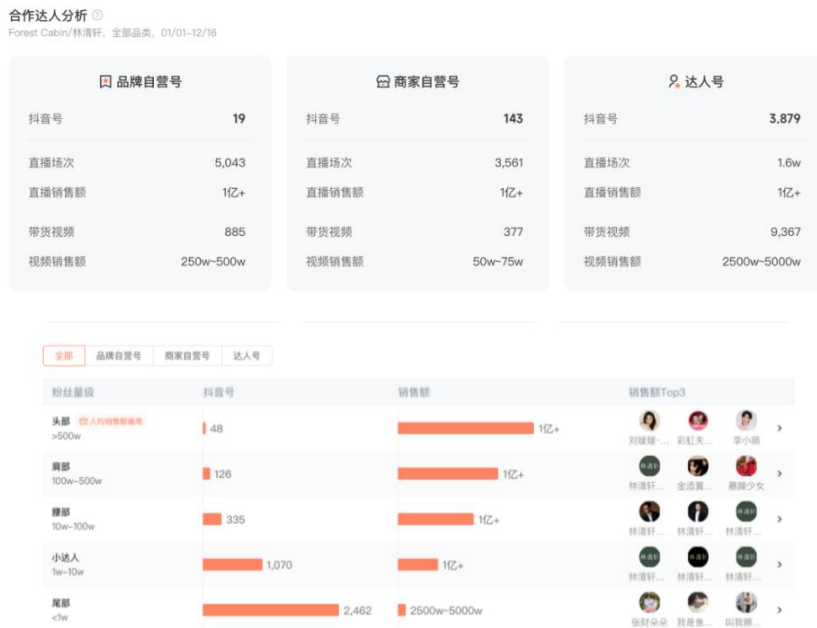
图 39: 娇韵诗&林清轩&lan&阿芙抖音粉丝画像城市分布对比



数据来源: 灰豚, 中信建投证券

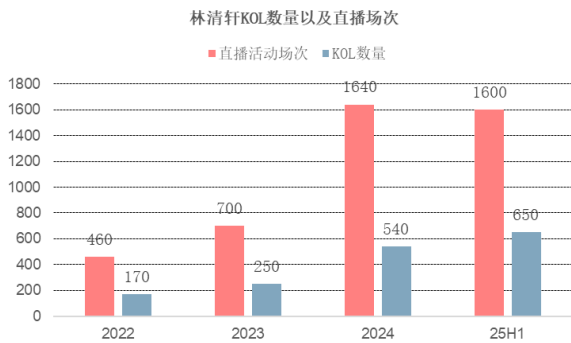
2025 年抖音超越天猫成为林清轩销售第一的电商平台，主要得益于公司合作 KOL/KOC 直播带货带动。25H1 林清轩合作的 KOL/KOC 数量约 650 个、直播带货场次达到 1600 场，KOL/KOC 为林清轩贡献 27% 的商品交易额。公司合作的达人覆盖头部、腰部及以下各层级，其中头部主播贡献销量、尾部达人物铺种草。公司在内容投放上，官方账号主打品牌形象和产品成分背书，达人账号侧重产品种草。

图 40: 林清轩达人合作情况



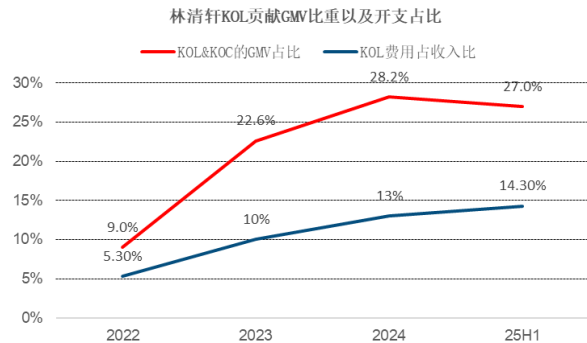
数据来源: 蝉妈妈, 中信建投证券

图 41:林清轩直播 KOL 数量 (25H1 与 24 年全年接近)



数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

图 42:林清轩 KOL 贡献 GMV 比重以及费率



数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

除达人带货外, 公司打造创始人 IP 助力品牌破圈, 带货效应显现。创始人孙来春开设抖音账号「林清轩创始人孙来春」并亲自下场直播带货, 其中孙来春总 2020 年起下场直播带货、2021 年起增加自己进直播间的频次, 2022 年每个月至少都会以助播的身份进 1-2 次直播间, 2023 年每个月参与 2-3 场抖音、天猫、小程序的官方直播并经常出入达人直播间助力林清轩的产品售卖。除了直播带货, 孙来春也会在抖音账号发布短视频, 主要类型可分为干货类和剧情类, 干货视频可以立住创始人的专业形象, 而剧情类视频可以展现创始人的亲和力, 有助于构建品牌的亲民性与信任感。

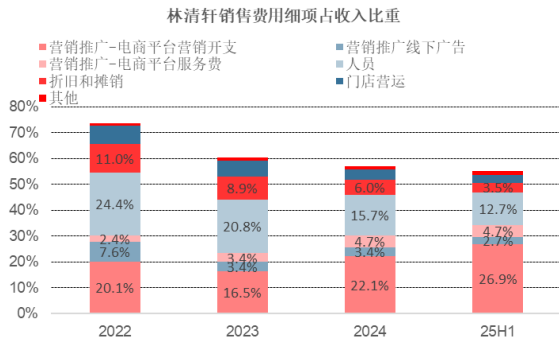
图 43:公司老板抖音直播账号



数据来源: 抖音, 中信建投证券

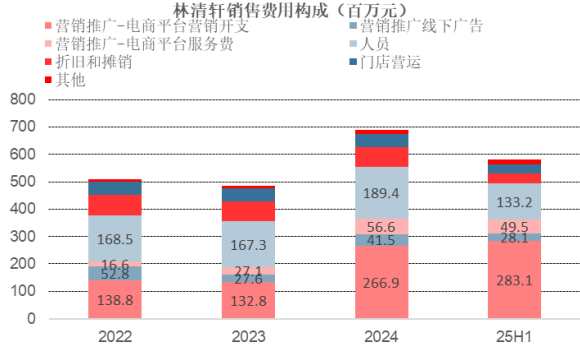
线上抖音渠道的高增下营销及推广开支有所增长。25H1 林清轩销售费用达 5.81 亿元, 占营业收入比重为 55.2%/+0.5pct, 主要系用于抖音、小红书等线上渠道的直播带货与达人矩阵投放。2022-2024 年, 林清轩营销及推广开支分别为 2.08 亿元、1.87 亿元和 3.65 亿元, 营销开支中主要系电商平台营销开支 (线上推广费用+达播费用), 25H1 电商平台营销开支为 2.83 亿元, 占销售费用率比例为 48.8%/+16.4pct、占营收比重为 26.9%/+9.2pct。根据公司招股书, 2022-25H1 向 KOL/KOC 支付的费用占总收入的 5.3%、10%、13%、14.3%。

图 44:林清轩营销推广费用占收入比例达到 34.3%



数据来源: wind, 中信建投证券

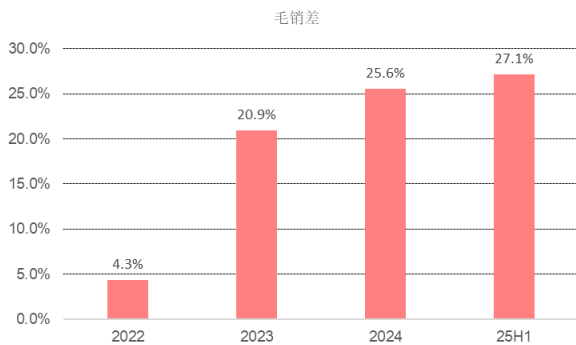
图 45: 林清轩销售费用构成



数据来源: wind, 中信建投证券

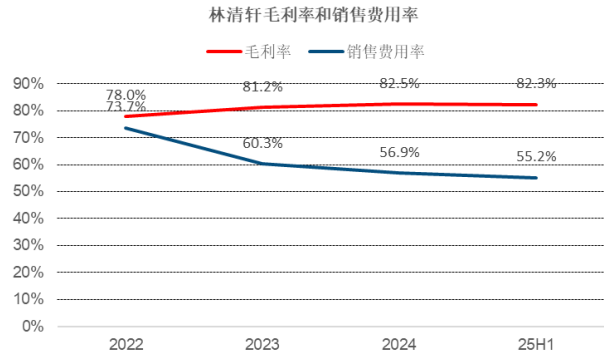
线上快速放量线下摊销下降+毛利率提升, 公司毛销差保持提升态势。25H1 公司毛利率为 82.3%、销售费用率为 55.2%, 对应毛销差为 27.1%, 保持改善态势。主要系公司线上规模快速放量下带动线下人力成本和折旧摊销比例下降 (25H1 为 16.2%、2024 年为 20.4%) ; 毛利率稳步提升主要因为公司高利润产品占比提升贡献以及公司通过中样/正装的“买赠”机制带动包装成本下降。

图 46:林清轩毛销差



数据来源: wind, 中信建投证券

图 47:林清轩毛利率和销售费用率



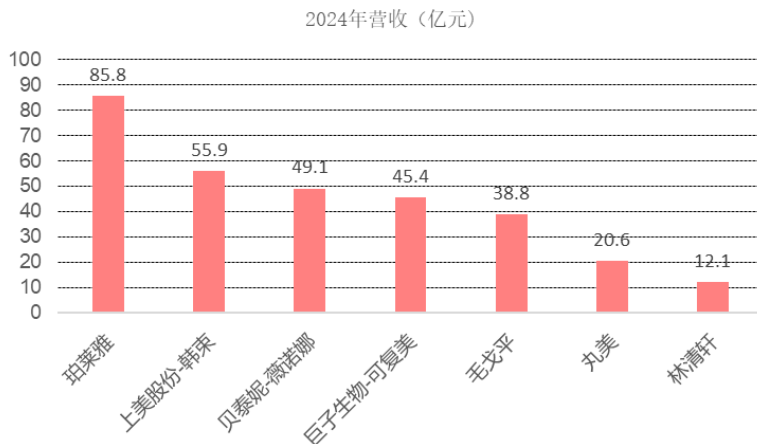
数据来源: wind, 中信建投证券

展望后续, 预计后续将继续发力抖音、天猫渠道以高质量运营为主。1) 抖音渠道仍是公司最主要的电商渠道, 公司将继续发力抖音渠道推动新品和爆品, 围绕目前公司已经建立的自播直播间, 后续将推进“一店一品一人群”策略, 如目前已经建立的小金珠、PDRN、黑金霜等直播间, 预计部分爆品也将产生从抖音直播间向其他平台的流量外溢; 2) 天猫平台以品牌曝光以及高质量运营为主, 后续将同步加强自营以及和达人合作。

### 2.3.未来空间: 公司当下规模体量适中、成长性突出, 大单品继续放量叠加品类延展将带动主品牌规模向上, 后续内生孵化与外延并购新品牌有望贡献增量

林清轩目前成长性领先, 未来凭借产品拓展和渠道开拓有望实现规模继续扩大。参照 A+H 主要化妆品上市公司核心品牌 2024 年营收体量, 2024 年林清轩营收 12.1 亿元, 从增速上看, 2022-2024 年林清轩营收复合增速 32%、25H1 增速接近翻倍, 成长性表现突出。未来随着产品继续延展以及渠道开拓, 规模有望继续向上。

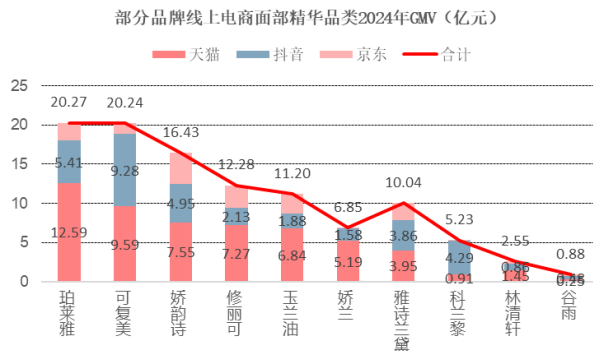
图 48:2024 年目前已上市的部分化妆品品牌营收



数据来源: wind, 中信建投证券

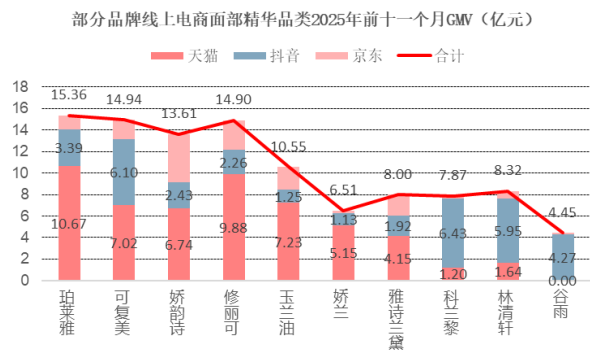
1) 大单品精华油渗透率仍有提升空间、较竞品精华类产品仍有增长空间, 娇韵诗的双萃精华 2024 年线上 GMV 在 15 亿元+ (林清轩 25M1-11 为 8.3 亿元)。参考 2024 年天猫+京东+抖音面部精华品类 GMV 数据, 林清轩第一大单品山茶花精华油 24 年线上 GMV 为 2.55 亿元、25M1-11 为 8.3 亿元, 目前行业内国货面部精华 GMV 品牌最大为可复美和珀莱雅, 均在 20 亿元左右; 若参照相同功效, 如抗皱抗衰老领域等, 娇韵诗的双萃精华 2024 年线上 GMV 在 15 亿元+。林清轩目前所处的面部精华油赛道仍然处于较快增长阶段, 未来有望对标精华液 (预计约 400-500 亿规模) 赛道成为通用品类。林清轩大单品对标竞品仍有增长空间, 后续新版本升级有望驱动品牌后续增长。

图 49:部分品牌线上面部精华品类 2024 年 GMV



数据来源: 久谦, 中信建投证券

图 50: 部分品牌线上面部精华品类 25YTD GMV



数据来源: 久谦, 中信建投证券

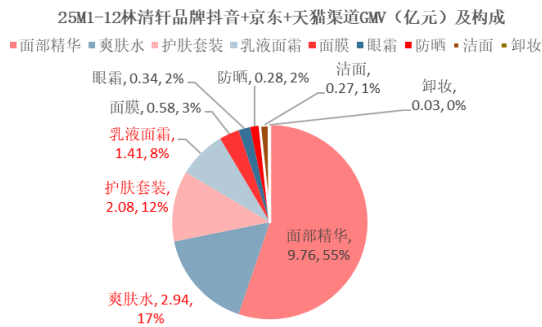
**图 51:参考 2024 年天猫+京东+抖音面部精华 GMV, 林清轩较类似功效竞品情况**

品牌	2024年品牌面部精华线上GMV (亿元)	面部精华主要产品	预估线上GMV规模 (亿元)	主要功效	核心成分	官方定价	单ml价格 (元/ml)	实际到手单ml价格 (元/ml)	活动
珀莱雅	20	双抗精华	8	抗氧化糖	烟酰胺、传明酸	402元/50ml	8.0	4.0	349元到手87.5ml
		红宝石精华	5	抗皱淡纹	胜肽、A醇	505元/50ml	10.1	5.5	439元到手80ml
		源力精华	5	保湿修护	重组胶原蛋白、白柳树皮提取物	413元/50ml	8.3	4.5	359元到手80ml
可复美	20.2	胶原棒	15+	修护舒缓	重组胶原蛋白	446元/30支 (每支1.5ml)	9.9	5.7	379到手44支
娇韵诗	16.4	双萃精华	15+	抗皱、淡纹	水飞蓟、姜黄植物提取物	1080元/50ml	21.6		
修丽可	12.3	色修精华	6	褪红	植物提取物复合物、透明质酸钠	625元/30ml	20.8	10.4	625元/60ml
		发光瓶	3	美白	烟酰胺、传明酸、曲酸	1020元/30ml	34.0	17.0	1020元/60ml
		紫米精华	1.5	充盈凹陷	玻色因、甘草酸二钾、透明质酸钠	1020元/30ml	34.0	17.0	1020元/60ml
		多肽抗皱精华	1.5	抗皱	六胜肽Pro、类蛇毒肽、PHA (二代果酸)、烟酰胺	1040元/30ml	34.7	17.3	1040元/60ml
玉兰油	11.2	水光小白瓶	3	美白保湿抗糖	烟酰胺	411元/50ml	8.2	3.8	345元到手92ml
		淡斑小白瓶	4	美白淡斑	烟酰胺、传明酸、色淡林	552元/60ml	9.2	4.2	463元到手109ml
		超抗小白瓶	4	抗糖抗氧抗光老	烟酰胺、草糖素	259元/30ml	8.6	3.7	199元到手54ml
雅诗兰黛	10	小棕瓶	8+	修护抗老	二裂酵母、猴面包树籽提取物	990元/50ml	19.8	12.7	990元到手78ml
娇兰	6.9	帝皇蜂姿双效焕新紧塑精华露	1	紧塑轮廓、修护焕活	白蜂蜜精粹、PHA果酸	1850元/50ml	37.0		1850元到手50ml、95ml蜂皇水、30ml复原蜜
		娇兰复原蜜	5	修护淡纹、紧致肌肤	黑蜂蜂蜜	1190元/50ml	23.8	14.9	1190元到手80ml
科兰黎	5.2	科兰黎VA精华	0.5	细胞级护肤、紧致淡纹	A醇、胶原	1960元/24ml	81.7		1840元到手30组+9颗小钻珠面膜
		科兰黎VB精华	0.2	修愈修护	四重VB	1680元/12支 (每支5ml)	28.0	26.1	1563元到手12ml
		科兰黎VC精华	4	焕亮	VC	880元/12ml	73.3	53.2	851元到手16ml
林清轩	2.6	山茶花精华油	2.6	淡纹抗皱紧致	红山茶花	1119元/50ml	22.4	7.9	799元到手100.7ml
谷雨	0.8	极光淡纹祛斑精华	0.5	美白淡斑	极光甘草	249元/30ml	8.3	4.1	186元到手45ml
		美白次抛精华	0.1	焕亮透白	极光甘草	219元/36支 (每支1.5ml)	4.1	2.0	219元到手72支

数据来源: 久谦 (包括天猫+京东+抖音平台), 各品牌天猫旗舰店, 中信建投证券

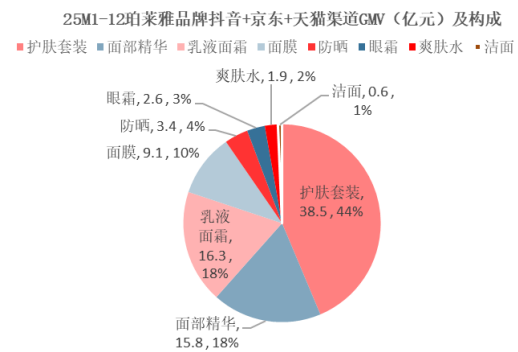
2) 目前公司践行 1+4 战略, 产品矩阵延展下、多样化品类贡献增量值得期待。根据久谦, 25 年 1-12 月林清轩品牌天猫+京东+抖音渠道 GMV 中面部精华、爽肤水、护肤套装、乳液面霜、面膜、眼霜、防晒占比为 55%、17%、12%、8%、3%、2%、2%, 大单品精华整体占比较高。参照珀莱雅、可复美、薇诺娜等品牌, 25M1-12 珀莱雅品牌天猫+京东+抖音渠道 GMV 中护肤套装、面部精华、乳液面霜、面膜、防晒、眼霜、爽肤水、洁面占比分别为 44%、18%、18%、10%、4%、3%、2%、1%, 整体产品矩阵较为均衡; 25M1-12 可复美品牌天猫+京东+抖音渠道 GMV 中面部精华、乳液面霜、械字号护肤、面膜、爽肤水、护肤套装、洁面占比分别为 41%、17%、16%、12%、9%、3%、2%; 25M1-12 薇诺娜品牌天猫+京东+抖音渠道 GMV 中护肤套装、乳液面霜、防晒、面膜、面部精华、爽肤水、洁面占比分别为 30%、27%、11%、11%、10%、5%、4%。公司目前大单品精华品类占比较高, 公司正从单一旗舰产品向完整产品矩阵发展, 已打造了完整的山茶花抗皱修护系列, 包括精华油、面霜、眼霜、精华水和防晒等品类。未来新品类逐步放量下有望带动主品牌规模向上。

图 52: 林清轩品牌 25M1-12 线上 GMV 构成



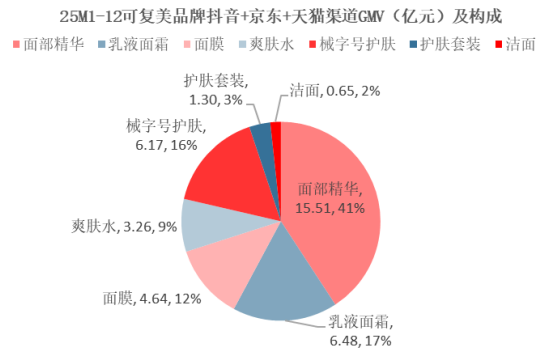
数据来源: 久谦, 中信建投证券

图 53: 珀莱雅品牌 25M1-12 线上 GMV 构成



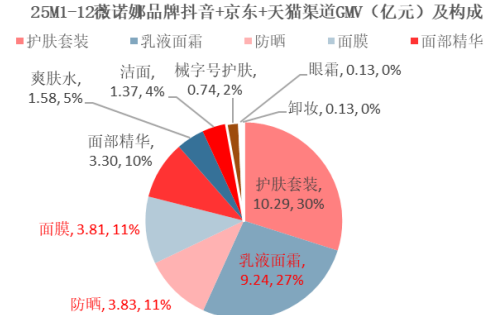
数据来源: 久谦, 中信建投证券

图 54: 可复美品牌 25M1-12 线上 GMV 构成



数据来源: 久谦, 中信建投证券

图 55: 薇诺娜品牌 25M1-12 线上 GMV 构成



数据来源: 久谦, 中信建投证券

3) 除此之外, 公司或将内生孵化与外延并购双轮驱动下拓展新的品牌, 构建新的增量。

### 3.行业赛道：高端、抗皱紧致等细分赛道孕育结构性机会，以油养肤市场正逐步扩容

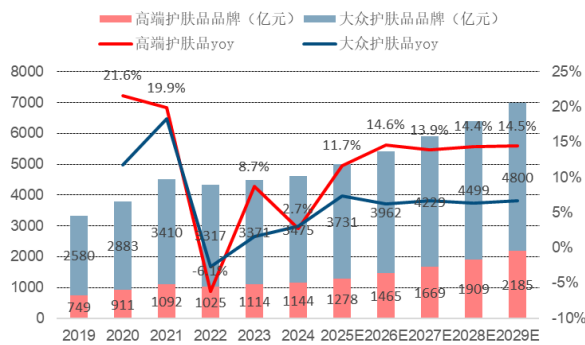
#### 3.1.行业概况：“高端护肤”、“抗皱紧致”、“精华油”的细分赛道，增速跑赢护肤行业整体，以油养肤市场正在扩容

林清轩切入的“高端护肤”、“抗皱紧致”以及“精华油”的细分赛道，整体行业增速跑赢护肤行业整体。其中：

1) 按照功效划分：抗皱紧致护肤品市场保持较快增长，科技和新成分等有望驱动行业增长良好。随着“成分党”崛起，越来越多品牌采用经临床实证的先进成分与配方，真实有效地通过科技和成分去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，抗皱紧致护肤细分市场规模从 2019 年 595 亿元显著增至 2024 年 1,198 亿元，复合年增长率达 15.3%，预计 2029 年市场规模将达 2,852 亿元，2024-2029 年年复合增长率提升至 18.9%。

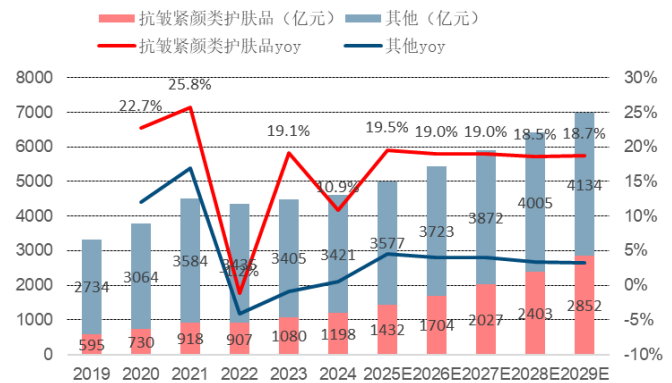
2) 按照品牌划分：中国高端护肤品市场规模从 2019 年的 749 亿元增长至 2024 年的 1144 亿元，复合年增长率约为 13.8%；预计到 2029 年将进一步增长至 2185 亿元，2024-2029 年期间复合年增长率约为 13.8%。

图 56:我国高端护肤品市场增速保持 10%+



数据来源：公司招股说明书，中信建投证券

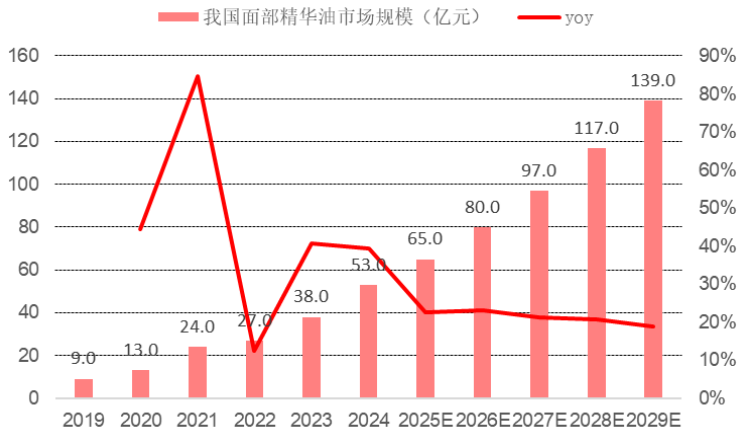
图 57:我国抗皱紧颜类护肤品市场增速保持 15%+



数据来源：中信建投证券

“以油养肤”正在颠覆“油腻护肤”的刻板印象，面部精华油市场作为护肤品高增长细分赛道，2019-2024 年复合增长率高达 42.8%。增长核心驱动力为“以油养肤”理念普及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。皮肤屏障由表皮和最外层皮脂膜组成，而油类成分和屏障中的脂质结构相似，具备天然的渗透优势。“以油养肤”的原理，就是通过补充和皮脂膜中相似的油脂，强化皮脂膜，使皮肤呈现健康状态。而“你的皮肤本身就是亲油的”的生理学逻辑降低了油类产品破圈的教育成本且油溶性特质给予了配方师更大的功效搭配空间。伴随着消费者护肤理念正从“拒油”转变到“以油锁水、水油同补”，2019-2024 年面部精华油市场复合增长率高达 42.8%，预计该市场 2029 年将达 139 亿元，2024-2029 年复合增长率为 21.3%。

图 58: 我国面部精华油市场规模

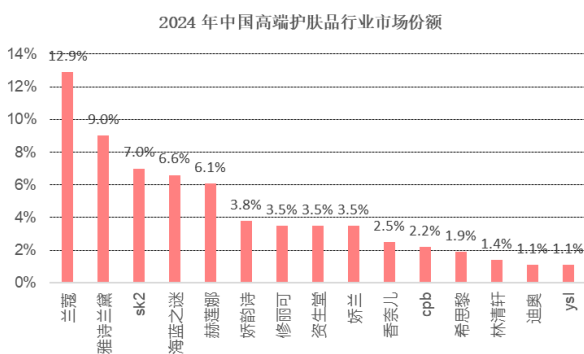


数据来源: 公司招股说明书, 中信建投证券

### 3.2. 竞争格局: 林清轩在中国高端护肤品、高端抗皱紧致类护肤品行业中位列第 13 及第 10, 是前 15 名中唯一的国货品牌

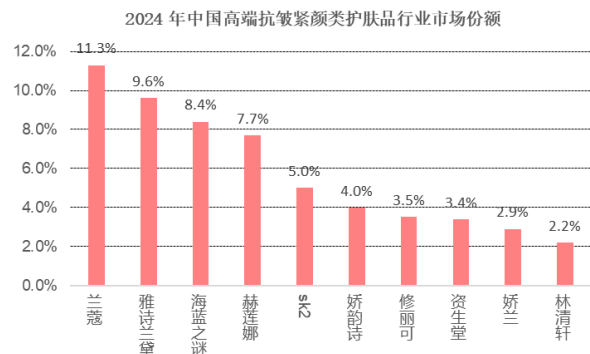
林清轩在中国高端护肤品、高端抗皱紧致类护肤品行业中位列第 13 及第 10。高端国货护肤品牌中, 2024 年林清轩在中国前 15 大高端护肤品牌中 (CR15 为 66.1%) 排名第 13 名、在所有高端国货护肤品牌中以零售额计排名第一, 占据 1.4% 的市场份额; 在抗皱紧致类高端护肤品牌中, 2024 年林清轩在中国前 10 大抗皱紧致类高端护肤品牌中排名第 10 位, 市占率为 2.2%, 同样是前 10 大品牌中唯一的国货品牌。

图 59: 中国高端护肤品牌零售额排名 (2024 年)



数据来源: 公司招股说明书, 中信建投证券

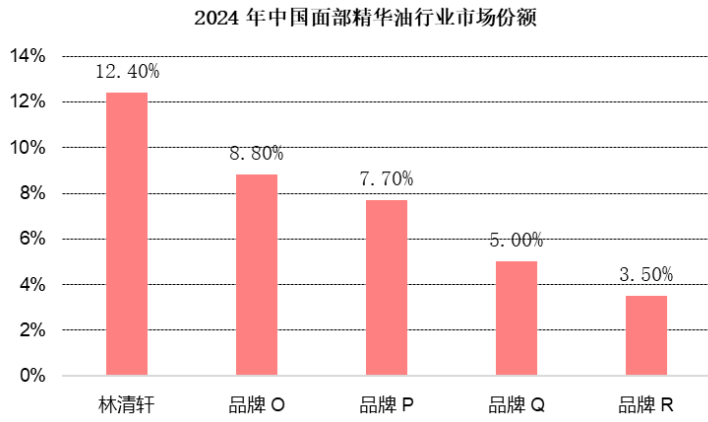
图 60: 中国高端品牌抗皱紧致修复产品零售额排名 (2024 年)



数据来源: 公司招股说明书, 中信建投证券

公司在国内面部精华油市场排名第一、2024 年市占率约 12.4%。面部精华油是兼具抗皱及紧致等功效的护肤品类。随着“以油养肤”理念的流行, 中国面部精华油市场在 2024 年达 52.9 亿元。按中国面部精华油零售额计, 林清轩位列第一, 领跑所有国内外品牌, 占据 12.4% 的市场份额。

图 61: 中国面部精华油零售额前五大品牌 (2024 年)



数据来源: 公司招股说明书, 中信建投证券

## 4.盈利预测

**盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 22.1、31.1、42.0 亿元，分别同比+82.4%、+41.0%、+35.0%；归母净利润分别为 3.51、5.70、7.71 亿元，分别同比+88.1%、+62.3%、+35.3%，对应 PE 分别为 34X、21X、15X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 62:林清轩营收拆分

林清轩营收拆分 (百万元)		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收		691.2	805.0	1,209.6	2,206.7	3,112.5	4,200.7
	yoy	0.0	16.5%	50.3%	82.4%	41.0%	35.0%
分渠道		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1.线上渠道		312.3	394.5	714.4	1,460.0	2,088.1	2,848.2
	yoy		26.3%	81.1%	104.4%	43.0%	36.4%
线上直销		263.1	349.0	634.8	1,300.1	1,864.5	2,546.7
	yoy		32.6%	81.9%	104.8%	43.4%	36.6%
向线上零售商销售		49.2	45.5	79.5	159.0	222.6	300.6
	yoy		-7.5%	74.6%	100.0%	40.0%	35.0%
其他		0.6	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy		31.5%	15.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2.线下渠道		378.2	409.7	494.4	746.6	1,024.4	1,352.5
	yoy		8.3%	20.7%	51.0%	37.2%	32.0%
2.1.线下门店		371.0	383.1	444.1	578.0	780.2	1,013.8
	yoy		3.3%	15.9%	30.2%	35.0%	29.9%
2.2.向线下零售商及企业客户销售		7.2	12.1	17.2	24.0	31.2	40.6
	yoy		68.1%	41.7%	40.0%	30.0%	30.0%
2.3.经销商			14.5	33.1	144.6	213.0	298.1
	yoy		0.0%	128.7%	336.5%	47.3%	40.0%

数据来源: wind, 中信建投证券预测

**资产负债表（百万元）**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>429</b>	<b>694</b>	<b>1,207</b>	<b>1,895</b>	<b>2,774</b>
现金	297	442	807	1,330	2,011
应收票据及应收账款合计	34	46	82	116	156
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	38	62	114	160	216
存货	55	141	197	278	376
其他流动资产	5	3	8	11	14
<b>非流动资产</b>	<b>309</b>	<b>380</b>	<b>331</b>	<b>282</b>	<b>233</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	175	229	193	157	121
无形资产	72	78	65	52	39
其他非流动资产	63	73	73	73	73
<b>资产总计</b>	<b>739</b>	<b>1,074</b>	<b>1,538</b>	<b>2,177</b>	<b>3,007</b>
<b>流动负债</b>	<b>231</b>	<b>371</b>	<b>589</b>	<b>829</b>	<b>1,119</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	44	106	127	180	243
其他流动负债	187	265	462	649	877
<b>非流动负债</b>	<b>38</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>91</b>
长期借款	27	78	78	78	78
其他非流动负债	11	13	13	13	13
<b>负债合计</b>	<b>269</b>	<b>462</b>	<b>680</b>	<b>920</b>	<b>1,210</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	25	25	140	140	140
资本公积	445	587	472	472	472
留存收益	0	0	246	645	1,185
归属母公司股东权益	470	612	858	1,257	1,797
<b>负债和股东权益</b>	<b>739</b>	<b>1,074</b>	<b>1,538</b>	<b>2,177</b>	<b>3,007</b>

**现金流量表（百万元）**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>206</b>	<b>307</b>	<b>453</b>	<b>668</b>	<b>875</b>
净利润	85	187	351	570	771
折旧摊销	80	76	49	49	49
财务费用	1	2	2	0	-2
其他经营现金流	40	41	51	49	57
<b>投资活动现金流</b>	<b>-87</b>	<b>-89</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>36</b>
资本支出	-86	-88	0	0	0
其他投资现金流	-1	-1	19	26	36
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-37</b>	<b>-63</b>	<b>-107</b>	<b>-171</b>	<b>-229</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	27	51	0	0	0
其他筹资现金流	-64	-114	-107	-171	-229
<b>现金净增加额</b>	<b>82</b>	<b>154</b>	<b>365</b>	<b>523</b>	<b>681</b>

**利润表（百万元）**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>805</b>	<b>1,210</b>	<b>2,207</b>	<b>3,112</b>	<b>4,201</b>
营业成本	151	212	396	558	755
营业税金及附加	1	1	0	0	0
销售费用	486	688	1,237	1,724	2,328
管理费用	82	108	181	190	254
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	1	2	2	0	-2
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>84</b>	<b>197</b>	<b>391</b>	<b>640</b>	<b>865</b>
其他非经营损益	16	21	22	31	42
<b>利润总额</b>	<b>100</b>	<b>218</b>	<b>413</b>	<b>671</b>	<b>907</b>
所得税	15	31	62	101	136
<b>净利润</b>	<b>85</b>	<b>187</b>	<b>351</b>	<b>570</b>	<b>771</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>85</b>	<b>187</b>	<b>351</b>	<b>570</b>	<b>771</b>
EBITDA	181	297	464	720	954
EPS（元）	0.61	1.34	2.52	4.08	5.52

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.47	50.27	82.42	41.05	34.97
净利润(%)	1525.02	121.06	88.07	62.30	35.25
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	81.22	82.48	82.05	82.06	82.03
销售净利率(%)	10.50	15.45	15.92	18.32	18.36
ROE(%)	17.98	30.52	40.95	45.36	42.92
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	36.36	43.01	44.22	42.25	40.24
净负债比率(%)	-57.41	-59.53	-84.96	-99.61	-107.58
流动比率	1.86	1.87	2.05	2.29	2.48
速动比率	1.60	1.48	1.70	1.94	2.13
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.09	1.13	1.43	1.43	1.40
应收账款周转率	23.37	26.35	26.92	26.92	26.92
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.61	1.34	2.52	4.08	5.52
每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	2.19	3.24	4.78	6.26
每股净资产(最新摊薄)	3.37	4.38	6.14	9.00	12.87
<b>估值比率</b>					
P/E	139.87	63.27	33.64	20.73	15.33
P/B	25.15	19.31	13.78	9.40	6.58

数据来源：wind，中信建投

## 风险分析

- 1) 线上渠道表现不达预期的风险：公司目前营收中线上渠道占比较高，若后续线上电商端市场竞争加剧或对于业绩表现有所影响。其中目前线上营收占比 65%，假设线上渠道营收分别同比-10%、-5%，对应整体营收或影响-6.5%、-3.3%。
- 2) 新品推出不达预期的风险：公司约 2 年对于大单品进行迭代升级，并对于新的品类推出新品，若后续新品推出不达预期，或对于后续业绩增长产生不利的影响；
- 3) 消费不达预期的风险：公司整体定位中高端，若后续市场消费较为疲软，或对于整体业绩产生不利影响。

## 分析师介绍

### 黄杨璐

纺服轻工&教育行业分析师，同济大学金融学硕士，2021年加入中信建投证券研究发展部，专注于黄金珠宝、医美个护、教育人力、运动服饰、家居等消费服务产业研究。

### 叶乐

纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025年、2024年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护、IP潮玩等消费产业研究。

### 刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk