

以油养肤，高端立足

林清轩首次覆盖报告

核心观点

- 公司成立于 2003 年，开创以油养肤理念及山茶花面部精华油。**1)公司 2014 年推出首款山茶花精华油，开启以油养肤时代。2)品类结构：核心品类精华油收入占比自 2022 年的 31.5%提至 2025H1 的 45.5%，面霜收入占比约 15%。3)渠道结构：线上直销收入占比自 2022 年的 38.1%提至 2025H1 的 58.5%，抖音渠道发力明显；线下直营店收入占比自 51.3%降至 24%。4)业绩加速成长，2022-24 年营收自 6.91 亿元增至 12.1 亿元、CAGR 为 32.3%，经调整净利自-0.04 亿元增至 2 亿元；2025H1 营收 10.52 亿元/+98.5%、经调整净利 2 亿元/+117.4%。4)利润率持续提升，2025H1 毛利率 82.4%、毛销差 27.2%、经调整净利率 19%，位居行业前列。
- 高端护肤增速超越大盘，以油护肤理念兴起推动面部精华油高增长。**1)国内高端护肤品市场规模预计自 2024 年的 1144 亿元增至 2029 年的 2185 亿元，CAGR 为 13.8%超越整体化妆品增速的 7.2%。2)以油养肤成为新晋护肤理念，面部精华油实现破圈，市场规模预计自 53 亿元增至 139 亿元，CAGR 为 21.3%。3)500 元及以上的面部精华油产品贡献 13.9%的销量及 41.8%的销售额，证明消费者更愿意为高价值、高功效的精华油买单。4)公司 2024 年在国内高端及高端抗皱紧致类护肤品的市场份额分别 1.4/2.2%、分列第 13 及第 10，在面部精华油的市场份额 12.4%位居第一；2025H1 在淘系和抖音的市场份额分别 26.1%与 18.5%，均列第一。
- 聚焦高端的产品矩阵及品牌优势、研发创新优势及全价值链优势，构筑核心壁垒。**1)公司聚焦国内本土高山红山茶花核心成分，山茶花精华油连续 11 年夺得国内精华油零售额榜首，通过“1+4 战略”将延展出一整套完善的以油养肤产品生态。2)公司通过战略合作、自主研发等方式强化核心技术，核心专利成分“清轩萃”2014-24 年五次迭代，如通过分子刀定向生物酶切技术、分子重组生物发酵技术等实现修护力、抗皱力的显著提升。3)公司打造涵盖原材料独家供应、专利成分提取、产品开发及生产的全价值产业链，实现对核心成分的自主掌控；同时注重渠道建设以强化消费者认知，线下仍有拓店空间、线上仍有成长潜力。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-27 年 EPS 分别 2.52/4.03/5.69 元，根据可比公司估值给予 2026 年平均 PE 为 26 倍，目标价 116.86 元港币，首次给予“买入评级”。
- 风险提示：**行业竞争加剧、供应链效率下降、新品发展不及预期、费用投入较高的风险。

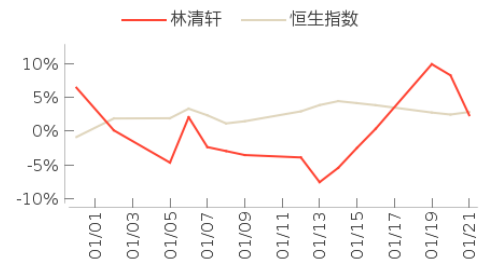
公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	805.00	1209.64	2203.71	3105.36	4300.37
同比增长(%)	16.47%	50.27%	82.18%	40.91%	38.48%
营业利润(百万元)	83.73	197.24	396.12	644.38	918.22
同比增长(%)	-264.14%	135.58%	100.83%	62.67%	42.50%
归属母公司净利润(百万元)	84.52	186.83	351.33	562.34	795.11
同比增长(%)	1539.58%	121.06%	88.04%	60.06%	41.39%
每股收益(元)	0.61	1.34	2.52	4.03	5.69
毛利率(%)	81.22%	82.48%	82.52%	82.76%	83.00%
净利率(%)	10.50%	15.45%	15.94%	18.11%	18.49%
净资产收益率(%)	17.98%	30.52%	40.41%	43.89%	42.67%
市盈率(倍)	143.77	65.04	34.59	21.61	15.28
市净率(倍)	25.85	19.85	13.98	9.48	6.52

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入 (首次)
股价 (2026年01月21日)	87 港元
目标价格	116.86 港元
52 周最高价/最低价	96/78 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	13,966/10,609
H 股市值 (百万港币)	12,151
国家/地区	中国
行业	美容护理
报告发布日期	2026 年 01 月 23 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	8.21			
相对表现%	9.75			
恒生指数%	-1.54	3.48	2.14	32.22



证券分析师

陈笑 执业证书编号：S0860525100005
chenxiao2@orientsec.com.cn
021-63326320

伍云飞 执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199
wuyunfei1@orientsec.com.cn
021-63326320

目录

开创以油养肤赛道，营收净利快速增长	6
历经 20 余年发展成为国内头部化妆品企业	6
股权结构高度集中，核心高管履历优秀	7
营收净利增长迅速，盈利能力位居前茅	8
高端护肤品增长快于大众护肤品，以油护肤理念兴起推动面部精华油高增长	13
行业规模：国内化妆品市场规模预计 2029 年增至 9734 亿元，CAGR 为 7.2%，植物提取物的应用正在提速	13
面部精华油：抗皱紧致是核心需求，以油护肤理念兴起推动面部精华油高增长	15
竞争格局：高端护肤、高端抗皱紧致护肤品行业相对集中	20
聚焦高端市场的产品矩阵及品牌优势、研发创新优势及全产业链价值优势，构筑核心壁垒	23
聚焦高端，打造围绕山茶花精油的多品类产品矩阵	23
研发筑基，深挖红山茶花核心成分，打造差异化优势	26
全价值链整合，从种植端到生产端到终端渠道网络	30
盈利预测与投资建议	36
盈利预测	36
投资建议	37
风险提示	38

图表目录

图 1: 公司历经 20 余年发展成为国内头部化妆品企业	6
图 2: 公司官网展示其“以油护肤”的理念	6
图 3: 公司股权结构高度集中	7
图 4: 2025H1 精华油在营收中占比超 45%	8
图 5: 2025H1 线上渠道在营收中占比超 65%	8
图 6: 2025H1 精华油在毛利中占比超 45%	9
图 7: 2025H1 线上渠道在毛利中占比超 65%	9
图 8: 公司营收快速增长	10
图 9: 公司经调整净利快速增长	10
图 10: 同行业公司营收净利对比	10
图 11: 公司毛利率稳步提升, 经调整净利率显著提升	10
图 12: 公司多数品类毛利率均提升	10
图 13: 公司线上渠道毛利率快速提升	11
图 14: 公司线下直营店及线上直销毛利率较高	11
图 15: 公司盈利能力在行业中位居前列	11
图 16: 公司费用率下降	12
图 17: 公司费用结构以销售费用为主	12
图 18: 公司资产负债率保持较低水位	12
图 19: 公司经营现金流有所波动	12
图 20: 中国化妆品市场规模预计 2029 年将增至 9734 亿元	13
图 21: 护肤品是化妆品市场的核心品类	13
图 22: 国内护肤品线上渠道增速快速线下渠道	13
图 23: 国内护肤品线上渠道占比稳步提升	13
图 24: 中国高端护肤品品牌增速快于大众护肤品品牌	16
图 25: 中国高端抗皱紧致类护肤品市场保持较快增长	16
图 26: 中国抗皱紧致类护肤品增速快于其他护肤品	16
图 27: 中国抗皱紧致类产品中面霜及精华产品增速更快	16
图 28: 干皮、敏感皮更倾向使用精华油	17
图 29: 眼部/面部精油市场声量增长显著	17
图 30: 中国面部精华油市场规模稳步增长	17
图 31: 面部精华油以女性消费者为主	18
图 32: 面部精华油以 30-40 岁消费者为主	18
图 33: 山茶花、玫瑰、兰花、角鲨烷是消费者选关注的面部精华油核心成分	18
图 34: 保湿、修护、抗皱、紧致是消费者选用面部精华油的核心需求	18

图 35: 香奈儿提出护肤步骤包括洁面、精华水、精华油、面霜、眼霜.....	19
图 36: 面部精华油 500 元以上 GMV 占比较高.....	20
图 37: 眼部精华油 150-300 元 GMV 占比较高.....	20
图 38: 公司山茶花精华油已迭代至第五代.....	24
图 39: 山茶花主产江苏、浙江、云南、四川等地.....	29
图 40: 高海拔地区的红山茶花冬春开花，含油率和脂肪酸组成均优于普通山茶花.....	29
图 41: 公司在浙江磐安建立红山茶花合作基地.....	30
图 42: 公司在浙江青田建立红山茶花合作基地.....	30
图 43: 林清轩线下门店具辨识度.....	32
图 44: 林清轩线下门店举办客户活动.....	32
图 45: 公司线下门店数稳步提升.....	33
图 46: 公司直营店单店收入稳步提升但仍有提升空间.....	33
表 1: 公司核心管理层在化妆品行业有丰富的履历.....	7
表 2: 植物提取物是化妆品活性原料的重要构成.....	14
表 3: 植物的活性成分正逐渐被应用于化妆品中.....	14
表 4: 面部精华油有多种使用方法.....	19
表 5: 林清轩在国内高端护肤品排名位居前列.....	20
表 6: 林清轩在国内高端抗皱紧致类护肤品排名位居前列.....	21
表 7: 林清轩在国内面部精华油市场排名第一.....	21
表 8: 林清轩在 2025H1 淘系及抖音渠道面部精华油排名位居第一.....	22
表 9: 公司核心单品包括山茶花抗皱修护精华油、山茶花焕亮精华霜等.....	23
表 10: 公司山茶花精华油在国产品牌中定位高端.....	25
表 11: 公司线下渠道客单价超 1000 元.....	26
表 12: 公司核心研发人员包括高宏旗、余果等.....	26
表 13: 公司与国内外领先的研究机构等建立起长期战略合作关系.....	27
表 14: 公司已开发出清轩萃、山茶超胜肽等关键成分.....	27
表 15: 公司形成分子刀定向生物酶切技术、分子重组生物发酵技术等关键技术.....	28
表 16: 公司十年五次迭代“清轩萃”.....	29
表 17: 公司在上海已建立两个生产基地.....	31
表 18: “清轩萃”产量快速提升.....	31
表 19: 公司将多元化的线上渠道与强大的线下布局结合.....	31
表 20: 公司门店在各层级城市均有布局.....	32
表 21: 公司门店以直营店为主、合作伙伴门店为辅.....	33
表 22: 公司线下直营店同店增速提升.....	34
表 23: 公司线上渠道增长迅速.....	34
表 24: 林清轩在天猫、抖音、京东平台的粉丝数量仍有较高提升空间（单位：万人）.....	35

表 25: 公司营收分类预测表.....	36
表 26: 可比公司估值.....	37

开创以油养肤赛道，营收净利快速增长

历经 20 余年发展成为国内头部化妆品企业

公司是国内高端国货护肤品牌的领导者，聚焦抗皱紧致类护肤品市场，开创“以油养肤”理念及山茶花面部精华油。

- 公司创立于 2003 年：致力于提供天然、安全及有效的护肤产品，首款山茶花精华油于 2014 年问世，该款产品为公司的核心以油养肤产品线奠定基础。
- 公司已成为细胞级抗皱精华油的领先品牌：按全渠道总零售额计，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。据灼识咨询，2024 年按零售额计，林清轩在国内所有高端国货护肤品牌中排名第一，也是国内前 15 大高端护肤品牌(包括国货及国际品牌)中唯一的国货品牌。

图 1：公司历经 20 余年发展成为国内头部化妆品企业



数据来源：林清轩官网，东方证券研究所

图 2：公司官网展示其“以油护肤”的理念



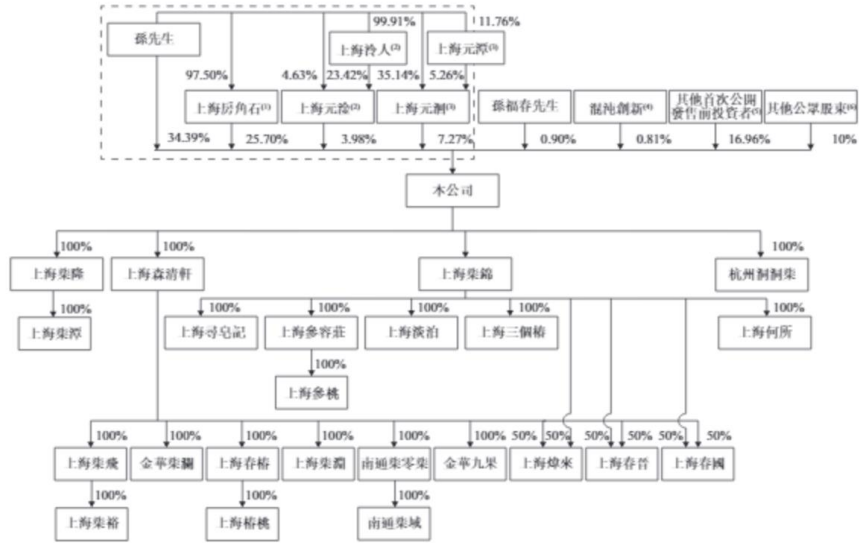
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：林清轩官网，东方证券研究所

股权结构高度集中，核心高管履历优秀

股权结构高度集中。公司创始人、董事长孙来春先生直接持股 34.39%，并通过上海房角石、上海元淦、上海元润等控股公司间接持股 36.95%，为公司第一大股东和实际控制人。

图 3：公司股权结构高度集中



数据来源：wind，东方证券研究所

备注：截至 2025 年 12 月全球发售文件数据

核心高管团队从业背景深厚，均曾在化妆品行业有较长时间的积累，因此对行业未来发展趋势、对公司发展战略有深刻认知。

- 孙来春先生为公司创始人、董事会主席及总裁，2003 年 9 月首次创立林清轩品牌，2011 年 12 月创立本公司，2020 年被评为 2020 上海商业优秀创业企业家之一，2022 年被评为全国商业科技创新人物，2023 年被评为全国商业优秀企业家。
- 核心高管高宏旗先生、杜有义先生、王世家先生、孙福春先生等均在公司有较长时间的任职，目前分别负责科研、财务管理、运营、销售及销售培训工作。

表 1：公司核心管理层在化妆品行业有丰富的履历

姓名	年龄	职位	履历情况
孙来春	52	董事会主席、执行董事、总裁	孙先生主要负责整体业务策略、运营及发展计划。孙先生 2003 年 9 月首次创立林清轩品牌，2011 年 12 月创立本公司。孙先生 1995 年 7 月至 2000 年 7 月担任牡丹江温春双鹤药业股份有限公司(现称为牡丹江温春药业有限责任公司)的多个职位，最后职位为沈阳区域销售负责人。孙先生 2004 年 9 月完成辽宁大学硕士项目课程。2020 年被评为 2020 上海商业优秀创业企业家之一，2022 年被评为全国商业科技创新人物，2023 年被评为全国商业优秀企业家。目前拥有上海市人力资源和社会

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

			保障局于 2023 年 12 月授予的高级经济师职称。
高宏旗	59	执行董事、副总经理、科研中心总经理	高先生 2013 年 7 月加入本集团， 负责科研 。高先生 1988 年 7 月至 1992 年 12 月任职于南京表面活性剂厂；1992 年 12 月至 1996 年 10 月任职于南京应用化学研究所；1996 年 10 月至 2004 年 10 月担任南京金芭蕾化妆品有限公司研发工程师；2006 年 9 月至 2013 年 6 月担任上海园中葵化妆品有限公司副总经理。高先生 2024 年 1 月起担任江南大学化学与材料工程学院特聘教授。高先生 1988 年 7 月获无锡轻工大学(现称江南大学)精细化学学士学位。高先生获得上海市工程系列轻工专业高级职称评审委员会于 2021 年 12 月授予的高级工程师职称。
杜有义	57	首席财务官	杜先生 2020 年 2 月加入本集团， 负责整体财务管理 。杜先生 1996 年 1 月至 1999 年 2 月于武汉永安儿童购物游乐中心担任财务经理；1999 年 3 月至 2001 年 1 月于武商集团分别担任财务主管和审计经理；2001 年 2 月至 2008 年 8 月于武汉百事可乐饮料有限公司分别担任财务部经理和管理监察部经理；2008 年 8 月至 2010 年 5 月担任可口可乐(广西)饮料有限公司绩效财务总监；2010 年 7 月至 2012 年 7 月担任百威浙江区域供应链财务总监，管理百威(宁波)啤酒有限公司等浙江四家公司的财务管理工作；2012 年 8 月至 2015 年 12 月担任上海相宜本草化妆品股份有限公司财务部总监；2018 年 1 月至 2019 年 4 月担任广东丹姿集团有限公司财务部总经理。杜先生 2007 年 12 月获云南省昆明理工大学工商管理硕士学位、2017 年 11 月获上海市中欧国际工商学院高级管理人员工商管理硕士学位。杜先生 1994 年获中国人力资源和社会保障部及财政部的会计师职称。
孙福春	53	副总经理	孙先生 负责本集团的销售及销售培训 。孙先生于 2015 年 6 月加入本集团，先后担任销售主管、副总经理兼销售总经理。孙先生 2001 年 4 月至 2011 年 11 月担任奥里昂有限责任公司的总经理，2011 年 12 月至 2015 年 5 月担任沈阳淡泊坊化妆品有限公司的总经理。孙先生 2011 年 1 月获吉林财经大学计算机科学与技术文凭，2014 年 10 月获辽宁大学高级管理人员工商管理硕士证书，2021 年 6 月毕业于中国上海交通大学国际商业零售总裁班。
曾璐	41	法律事务总监、公司秘书、董事会秘书、总裁办主任	曾女士 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 。曾女士 2013 年 5 月加入本集团；2010 年 7 月至 2013 年 5 月担任上海正策律师事务所执业律师。曾女士 2006 年 6 月获得南京工业大学法律学士学位，2010 年 6 月获得中国华东政法大学法律史硕士学位。曾女士 2009 年获得中国司法部的法律职业资格证书。

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

营收净利增长迅速，盈利能力位居前茅

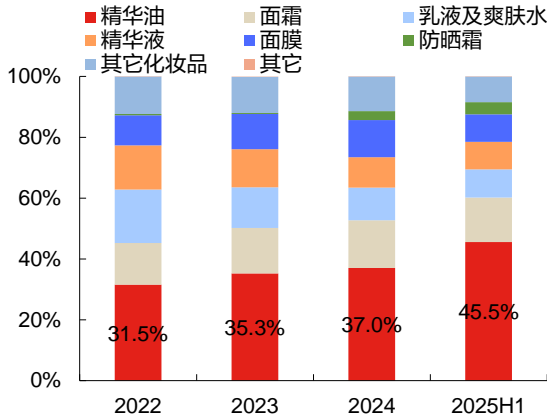
营收构成：2025H1 按品类精华油占比超 45%，按渠道线上占比超 65%。

- **按产品：**包括精华油、面霜、爽肤水及乳液、精华液、面膜及防晒霜。其中精华油为核心品类，收入占比自 2022 年的 31.5%提至 2025H1 的 45.5%，面霜占比基本维持 10-15%，乳液及爽肤水、精华液、面膜占比均为个位数。
- **按渠道：**线上渠道收入占比自 2022 年的 45.2%提至 2025H1 的 65.4%，线上渠道以直销(天猫/京东/抖音等)为主，收入占比自 38.1%提至 58.6%；线下渠道以直营店为主，收入占比自 51.3%降至 24%，而合作伙伴门店、线下零售商及企业、经销商均为低个位数占比。

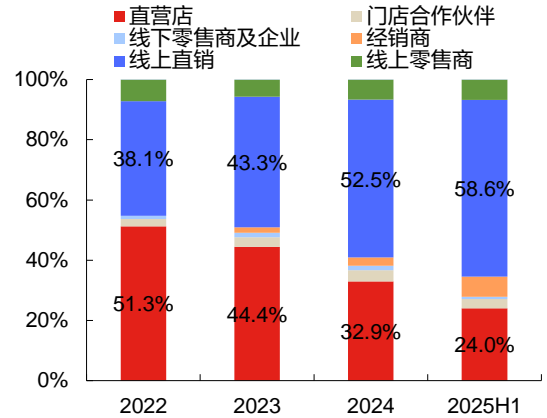
图 4：2025H1 精华油在营收中占比超 45%

图 5：2025H1 线上渠道在营收中占比超 65%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

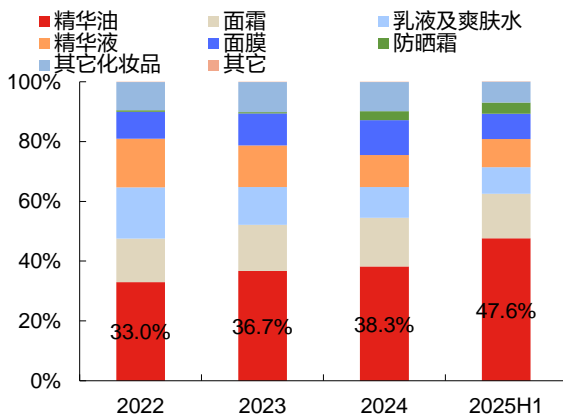


数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

毛利构成：2025H1 按品类精华油占比超 47%，按渠道线上占比 65%。

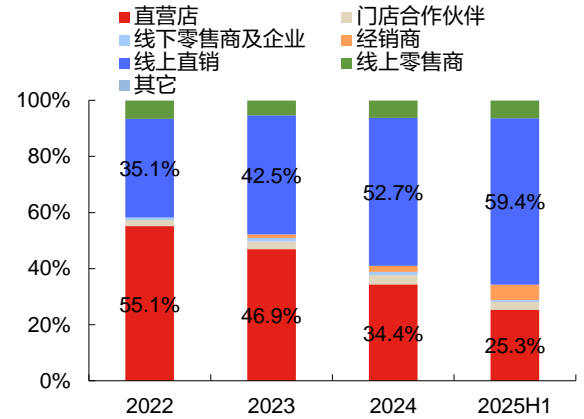
- **按产品：**精华油毛利占比自2022年的33%提至2025H1的47.6%，面霜占比基本维持14.5-16.5%，乳液及爽肤水、精华液、面膜占比均为个位数。
- **按渠道：**线上渠道毛利占比自2022年的41.6%提至2025H1年的65.6%，其中直销渠道毛利占比自35.1%提至59.4%；线下渠道以直营店为主，毛利占比自55.1%降至25.3%，而合作伙伴门店、线下零售商及企业、经销商均为低个位数占比。

图 6：2025H1 精华油在毛利中占比超 45%



数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

图 7：2025H1 线上渠道在毛利中占比超 65%

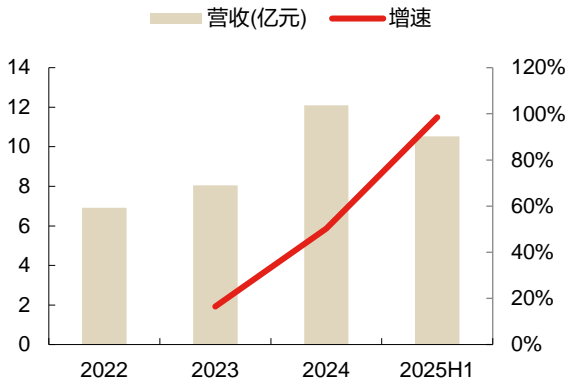


数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

公司 2022-24 年营收、净利保持较快增长趋势，2025H1 均实现约翻倍左右高增长。

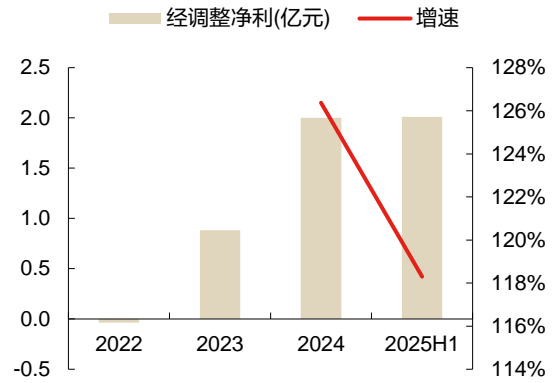
- 公司营收自2022年的6.91亿元增至2024年的12.1亿元，CAGR为32.3%，在行业中仅次于上美股份59.3%、巨子生物53.1%、毛戈平45.7%；2025H1营收10.52亿元/+98.3%。精华油品类2022-24年分别2.18/2.84/4.48亿元，CAGR为43.3%。
- 公司经调整净利自2022年的-0.04亿元提至2024年的2亿元，2025H1经调整净利为2.01亿元/+118.3%，增速显著快于营收增速，主要因毛利率提升及费用率降低。

图 8：公司营收快速增长



数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

图 9：公司经调整净利快速增长



数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

图 10：同行业公司营收净利对比

公司	2020	2021	2022	2023	2024	2022-24CAGR	公司	2020	2021	2022	2023	2024	2022-24CAGR
603605.SH 珀莱雅	37.5	46.3	63.9	89.0	107.8	29.9%	2367.HK 巨子生物	8.26	8.28	10.02	14.52	20.62	43.5%
2145.HK 上美股份	33.8	36.2	26.8	41.9	67.9	59.3%	603605.SH 珀莱雅	4.76	5.76	8.17	11.94	15.52	37.8%
300957.SZ 贝泰妮	26.4	40.2	50.1	55.2	57.4	7.0%	1318.HK 毛戈平		3.31	3.52	6.62	8.81	58.2%
600315.SH 上海家化	70.3	76.5	71.1	66.0	56.8	-10.6%	2145.HK 上美股份	2.03	3.39	1.47	4.61	7.81	130.5%
2367.HK 巨子生物	11.9	15.5	23.6	35.2	55.4	53.1%	301371.SZ 敷尔佳	6.48	8.06	8.47	7.49	6.61	-11.7%
688363.SH 华熙生物	26.3	49.5	63.6	60.8	53.7	-8.1%	300957.SZ 贝泰妮	5.44	8.63	10.51	7.57	5.03	-30.8%
H02324.HK 自然堂		42.9	44.4	46.0		3.5%	603983.SH 丸美生物	4.64	2.48	1.74	2.59	3.42	40.0%
300740.SZ 水羊股份	37.2	50.1	47.2	44.9	42.4	-5.3%	603193.SH 润本股份	0.95	1.21	1.60	2.26	3.00	37.0%
600223.SH 福瑞达	136.2	123.6	129.5	45.8	39.8	-44.5%	600223.SH 福瑞达	6.39	3.62	0.45	3.03	2.44	131.5%
1318.HK 毛戈平		15.8	18.3	28.9	38.8	45.7%	A25043.SZ 植物医生			1.58	2.30	2.43	24.0%
603983.SH 丸美生物	17.4	17.9	17.3	22.3	29.7	31.0%	H02324.HK 自然堂			1.47	3.03	1.90	13.6%
A25043.SZ 植物医生			21.2	21.5	21.6	0.9%	2657.HK 林清轩			-0.04	0.88	2.00	
301371.SZ 敷尔佳	15.9	16.5	17.7	19.3	20.2	6.8%	688363.SH 华熙生物	6.46	7.82	9.71	5.93	1.74	-57.6%
603193.SH 润本股份	4.4	5.8	8.6	10.3	13.2	24.1%	300740.SZ 水羊股份	1.40	2.36	1.25	2.94	1.10	-6.1%
2657.HK 林清轩			6.9	8.1	12.1	32.3%	600315.SH 上海家化	4.30	6.49	4.72	5.00	-8.33	

数据来源：wind，东方证券研究所

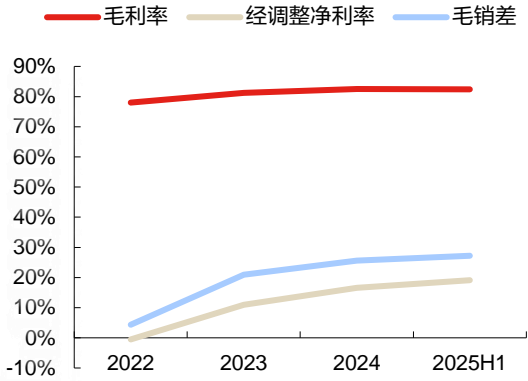
备注：林清轩净利润为经调整净利。

公司 2022-25H1 毛利率稳步提升，净利率显著提升。

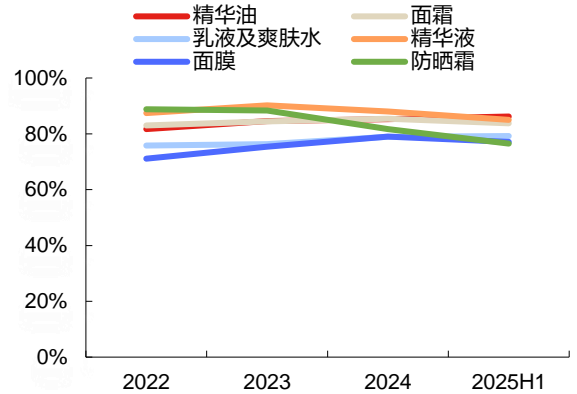
- **毛利率：**毛利率自 2022 年的 78% 提至 2025H1 的 82.4%，我们认为主要因 1) 高毛利率的线上收入占比提升(线上收入占比自 2022 年的 45.2% 提至 2025H1 的 65.4%)；2) 实施更高效的成本管控措施，如与原材料供应商磋商更优惠的价格以降低采购成本、优化生产流程以提高生产效率及加强仓库管理以降低仓储成本，推动精华油等主要品类的毛利率提升。
- **经调整净利率：**经调整净利率 2022-24 年分别为 -0.5/11/16.6%，2025H1 进一步提至 19.1%，我们认为主要因毛利率提升及费用率降低。
- **毛销差：**毛销差 2022-24 年分别为 4.3/20.9/25.6%，2025H1 进一步提至 27.2%，在可比公司中同样位居前列。

图 11：公司毛利率稳步提升，经调整净利率显著提升

图 12：公司多数品类毛利率均提升

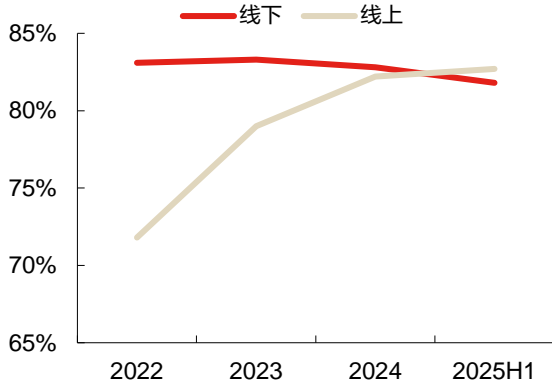


数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所



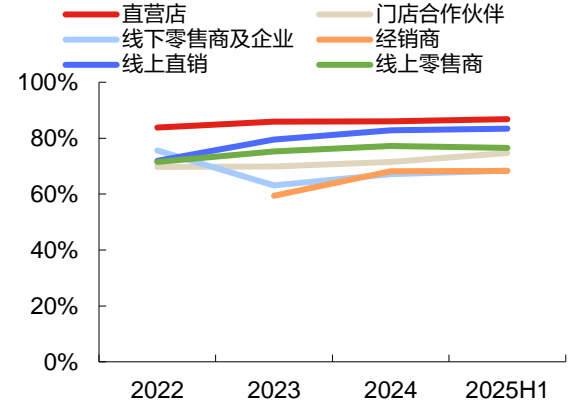
数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

图 13: 公司线上渠道毛利率快速提升



数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

图 14: 公司线下直营店及线上直销毛利率较高



数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

图 15: 公司盈利能力在行业中位居前列

毛利率		2020	2021	2022	2023	2024	净利率		2020	2021	2022	2023	2024	毛销差		2020	2021	2022	2023	2024
1318.HK	毛戈平		83.4	83.8	84.8	84.4	2367.HK	巨子生物	69.4	53.3	42.4	41.1	37.2	2367.HK	巨子生物	71.3	64.9	54.5	50.6	45.8
H02170.HK	林清轩			78.0	81.2	82.5	301371.SZ	敷尔佳	40.9	48.8	47.9	38.8	32.8	301371.SZ	敷尔佳	59.7	65.9	61.0	54.7	44.6
2367.HK	巨子生物	84.6	87.2	84.4	83.6	82.1	603193.SH	润本股份	21.4	20.7	18.7	21.9	22.8	1318.HK	毛戈平		35.0	31.2	35.9	35.4
301371.SZ	敷尔佳	76.5	81.9	83.1	82.2	81.7	1318.HK	毛戈平		21.0	19.2	23.0	22.7	603193.SH	润本股份	31.1	30.0	27.1	30.3	29.4
2145.HK	上美股份	64.7	65.2	63.5	72.1	75.2	H02170.HK	林清轩			-0.5	11.0	16.6	688363.SH	华熙生物	39.7	28.8	29.0	26.5	28.2
688363.SH	华熙生物	81.4	78.1	77.0	73.3	74.1	603605.SH	珀莱雅	12.0	12.0	13.0	13.8	14.7	2657.HK	林清轩			4.3	20.9	25.6
300957.SZ	贝泰妮	76.3	76.0	75.2	73.9	73.7	2145.HK	上美股份	6.0	9.4	5.1	11.0	11.8	A25043.SZ	植物医生			22.0	26.0	24.4
603983.SH	丸美生物	66.2	64.0	68.4	70.7	73.7	603983.SH	丸美生物	26.6	13.5	9.7	12.5	11.5	300957.SZ	贝泰妮	34.3	34.2	34.4	26.6	23.8
603605.SH	珀莱雅	63.6	66.5	69.7	69.9	71.4	A25043.SZ	植物医生			7.9	10.6	11.2	603605.SH	珀莱雅	23.7	23.5	26.1	25.3	23.5
H02324.HK	自然堂			66.5	67.8	69.4	300957.SZ	贝泰妮	20.6	21.5	21.0	13.7	8.6	603983.SH	丸美生物	33.9	22.5	19.5	16.8	18.7
300740.SZ	水羊股份	49.2	52.1	53.1	58.4	63.0	600223.SH	福瑞达	4.7	3.2	0.5	8.0	7.4	2145.HK	上美股份	19.2	21.8	16.5	18.6	17.1
A25043.SZ	植物医生			55.2	60.4	58.9	H02324.HK	自然堂			3.2	6.8	4.1	600223.SH	福瑞达	14.1	15.6	14.5	14.9	16.0
603193.SH	润本股份	52.5	53.0	54.2	56.3	58.2	688363.SH	华熙生物	24.5	15.7	15.1	9.6	3.1	300740.SZ	水羊股份	10.5	11.6	10.1	17.1	14.0
600315.SH	上海家化	60.0	58.7	57.1	59.0	57.6	300740.SZ	水羊股份	3.7	4.7	2.6	6.6	2.6	600315.SH	上海家化	18.4	20.2	19.8	17.0	10.9
600223.SH	福瑞达	20.3	25.7	24.6	46.5	52.7	600315.SH	上海家化	6.1	8.5	6.6	7.6	-14.7	H02324.HK	自然堂			9.5	13.7	10.4

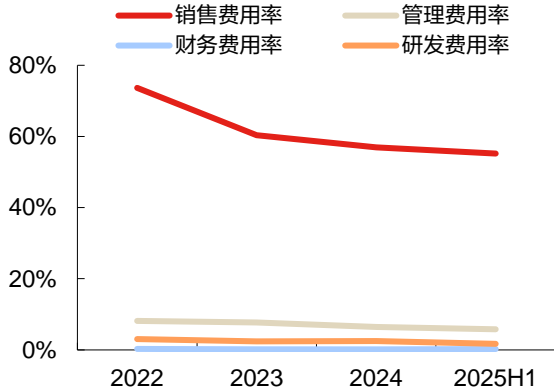
数据来源：wind，东方证券研究所

备注：单位为%。

费用率自 2022 年起显著下降。期间费用率自 2022 年的 85.2% 降至 2025H1 的 63%，主要因销售及管理费用率降低。值得注意的是，销售费用率自 2022 年的 73.7% 降至 2025H1 的 55.2%，考虑到营销及推广开支是核心构成，主要包括电商平台营销费用、电商平台服务费、线下广告开支及明星代言费，我们认为随着规模上升、运营提至增效，带来销售费用率降低。

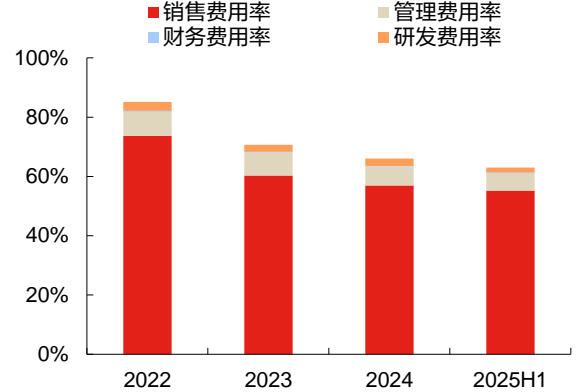
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 16: 公司费用率下降



数据来源: 林清轩招股书, 东方证券研究所

图 17: 公司费用结构以销售费用为主

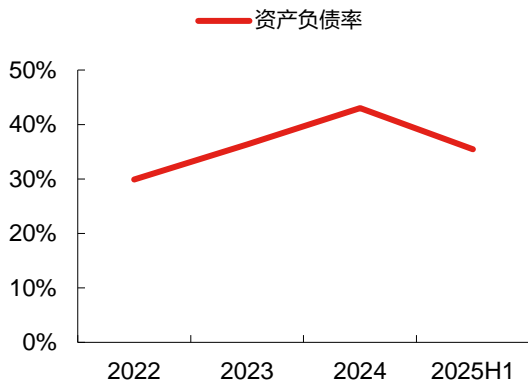


数据来源: 林清轩招股书, 东方证券研究所

资产负债率保持较低位运行，经营现金流逐步改善。

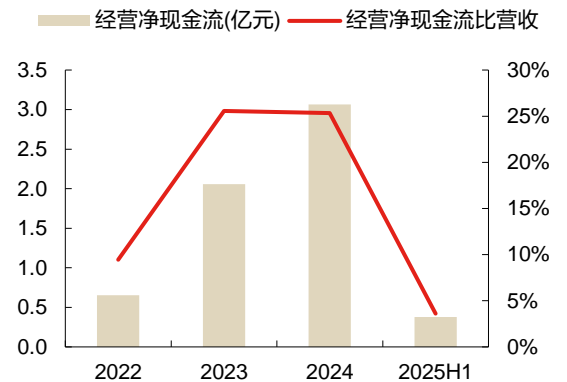
- 资产负债率自 2022 年的 29.9% 提至 2024 年的 43%，2025H1 降至 35.5%，整体保持较低水位，因此具备较强的扩张能力。
- 经营净现金流 2022-24 年稳步提升，经营净现金流比营收自 2022 年的 9.4% 提至 2024 年的 25.3%。2025H1 经营净现金流有所波动，主要因非现金及非经营项目影响，包括使用权资产折旧 3310 万元以及物业、厂房及设备折旧 1590 万元；营运资金变动主要包括预付款项、其他应收款项及其他资产增加 3140 万元及存货增加 1.04 亿元。

图 18: 公司资产负债率保持较低水位



数据来源: 林清轩招股书, 东方证券研究所

图 19: 公司经营现金流有所波动



数据来源: 林清轩招股书, 东方证券研究所

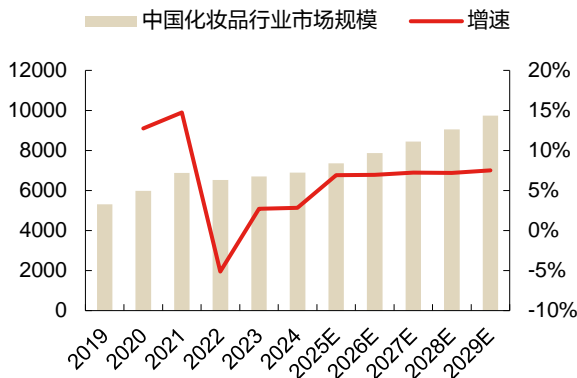
高端护肤品增长快于大众护肤品，以油护肤理念兴起推动面部精华油高增长

行业规模：国内化妆品市场规模预计 2029 年增至 9734 亿元，CAGR 为 7.2%，植物提取物的应用正在提速

国内化妆品市场规模预计 2029 年将增至 9734 亿元，2024-29 年 CAGR 为 7.2%，其中护肤品占据最大的市场份额、且预计仍将保持稳步提升趋势。

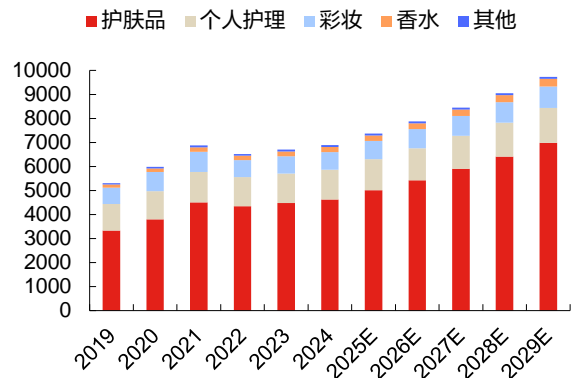
- **市场规模保持较快增长**：中国是全球最大的化妆品市场之一，2019-24 年市场规模自 5311 亿元增至 6886 亿元，CAGR 为 5.3%；预计 2029 年将增至 9734 亿元，CAGR 为 7.2%。
- **在化妆品各细分市场中，护肤品占据最大的市场份额**：2019-24 年国内市场规模自 3329 亿元增至 4619 亿元，CAGR 为 6.8%；预计 2029 年将增至 6985 亿元，CAGR 为 8.6%。随着护肤成为各种消费者最基本和最频繁的需求之一，这一比例预计将继续上升。

图 20：中国化妆品市场规模预计 2029 年将增至 9734 亿元



数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所
备注：单位为亿元

图 21：护肤品是化妆品市场的核心品类



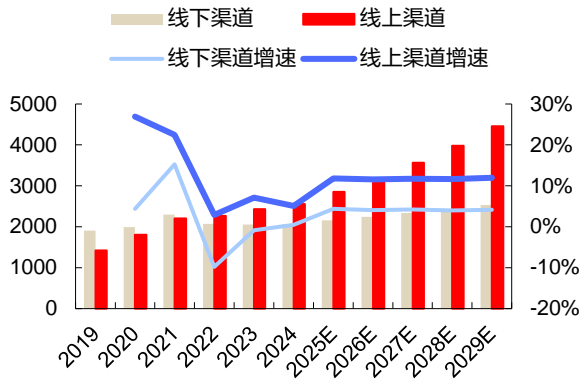
数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所
备注：单位为亿元

线上 VS 线下：按渠道划分，国内护肤品线上渠道增速快于线下渠道增速。

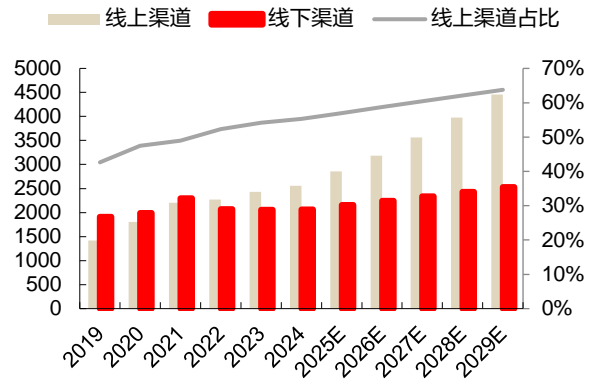
- 国内线下护肤品市场自 2019 年的 1910 亿元增至 2024 年的 2064 亿元，CAGR 为 1.6%，预计 2029 年达 2532 亿元，CAGR 为 4.2%。
- 国内线上护肤品市场自 2019 年的 1419 亿元增至 2024 年的 2555 亿元，CAGR 为 12.5%，预计 2029 年达 4453 亿元，CAGR 为 11.7%。

图 22：国内护肤品线上渠道增速快于线下渠道

图 23：国内护肤品线上渠道占比稳步提升



数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所
备注：单位为亿元



数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所
备注：单位为亿元

行业发展趋势：植物提取物的应用显著提速。

- **植物提取物是化妆品活性原料的重要构成。**化妆品活性原料从实现路径来看主要分为植物提取类、生物发酵类、化学合成类和合成生物类，其中植物提取类占比约为 40%、生物发酵类占比约为 20%、化学合成类占比约为 30%、合成生物类占比约为 10%。
- **中国特色植物资源在化妆品中的应用日益广泛，是一部横跨两千多年的“活态本草史”。**战国《黄帝内经》记载的 13 个植物药方，掀开了东方草本入妆的序幕；明代《本草纲目》收录的 1895 种药用植物，构建起早期“植物功效数据库”。截至目前，国内外多个化妆品品牌政积极探索植物活性成分在化妆品中的应用，并成功打造出一系列知名化妆品。

表 2：植物提取物是化妆品活性原料的重要构成

原料实现路径	化学合成	植物提取	微生物发酵	合成生物
原材料	石化原料为主	天然植物	菌株	葡萄糖生物质原料等
原材料可获得性	易获得，不可再生	可再生，受地理、时间、位置等因素限制	易获得，可再生	易获得，可再生
产量	高	低	高	高
纯度	低	低	高	高
制备成本	高	高	较高	低
发展阶段	成熟阶段	较成熟阶段	较成熟阶段	起步阶段

数据来源：珈凯生物招股书，东方证券研究所

表 3：植物的活性成分正逐渐被应用于化妆品中

植物	基本情况/植物成分	主要功效	化妆品品牌
海茴香	别名海马齿或圣彼得草，一种一年或二年生草本植物，高可达 60cm，生长在大西洋、地中海以及欧洲和小亚细亚的黑海沿岸的岩石和峭壁上，生活环境较为严苛。	淡化斑点、抗氧化、修复	赫莲娜、海蓝之谜、菲洛嘉
光果甘草	豆科甘草属，多年生草本植物，别称洋甘草或欧亚甘草，广泛分布于欧洲、西亚及中亚地区，其根及根茎富含甘草酸、黄酮类化合物等活性成分。根茎提取出的光甘草定具有强效美国作用，被称为“美白黄金”。	抗氧化、抗炎、美白、保湿	谷雨、雅诗兰黛、倩碧、伊丽莎白雅顿、兰蔻、迪奥、香奈儿

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

红山茶花	山茶科山茶属常绿灌木或小乔木，含有丰富的多酚类、黄酮类、单宁酸、维 C 等营养成分；且山茶花油成分占比与人体皮脂膜成分相近，因而对皮肤能产生强修复力。	抗氧化、抗炎、收敛毛孔	林清轩、香奈儿
积雪草	又名雷公根、老虎草，是伞形科积雪草属多年生草本植物、生性强健。《神农本草经》有记载积雪草对于清热解毒、利湿消肿等方面的药用功效。积雪草含有羟基积雪草苷、积雪草苷、羟基积雪草酸等成分。	修复维稳、抗炎、抗氧化、保湿	希思黎、欧莱雅、迪奥、科颜氏、理肤泉、倩碧、雪花秀、玉泽、润本、自然堂
马齿苋	又名马生菜、马齿菜，一种一年生草本植物，性喜高湿、耐寒、耐涝，具阳性，生存力强，含有大量的黄酮、多糖、生物碱类物质。	抗敏舒缓、抗氧化、保湿	薇诺娜、百雀羚、孔凤春
金缕梅	又名维吉尼亚金缕梅，属金缕梅科金缕梅属，一种落叶灌木，一般生长在比较潮湿的地区，原产于北美洲东部，含有花青素、单宁酸、类黄酮素、儿茶素等。	控油、收敛毛孔、抗炎、抗氧化	相宜本草、Thayers
金盏花	又名金盏菊，菊科金盏菊属，一年生或多年生草本植物，原产于欧洲西部、地中海沿岸、北非和西亚，适应性强，含有类黄酮、皂苷、胡萝卜素等活性成分。	抗菌消炎、控油、舒缓、抗氧化	茱莉蔻、科颜氏、HFP、The Face Shop
灵芝	灵芝科，属真菌，大多为一年生，被誉为“长生仙草”，含有灵芝多糖、灵芝多肽、灵芝三萜类化合物。	抗衰老、抗氧化、保湿、抗炎	悦木之源、佰草集、植物医生、羽西
松露	数种可使用子囊菌门物种的合称，目前已知的 10 余种不同的松露品种中以黑松露与白松露最为珍贵，含多糖、多酚和氨基酸。	抗衰老、抗氧化、美白、控油	欧莱雅、雅诗兰黛、娇兰、Fresh、自然堂、植物医生
青刺果	又名扁桃木，抢位科扁桃木属，多年生落叶灌木，主要生长在中国云南、贵州等海拔较高的地区，迎旱而果，生命力非凡，含有不饱和脂肪酸、维生素 E 等，其脂肪酸含量及比例与人表皮脂质成分及含量接近。	修护、保湿、抗氧化	薇诺娜、己出(自然堂)、植物医生

数据来源：化妆品观察、各品牌官网、林清轩招股书，东方证券研究所

我们认为：植物原料“概念添加”迈向“功效主导”，本质是传统智慧与现代科技的深度交流，有望助力头部化妆品企业实现技术强化与品牌势能提升。

面部精华油：抗皱紧致是核心需求，以油养肤理念兴起推动面部精华油高增长

（一）抗皱紧致是消费者的核心需求，高端抗皱紧致类护肤品市场规模 2024-29 年超 20%

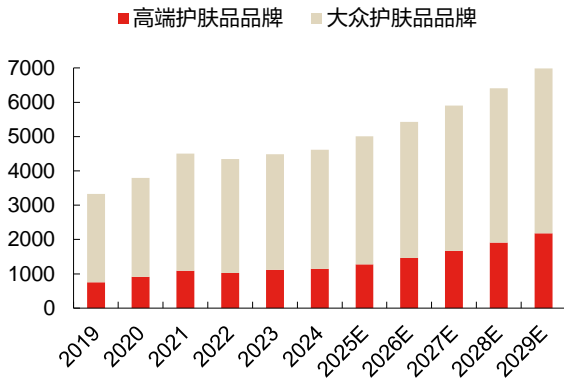
高端 VS 大众：按品牌定位划分，高端护肤品市场规模增速快于大众护肤品增速。

- **高端 VS 大众：**高端护肤品品牌的主要产品价格范围通常较行业平均价格高至少 50%，通常拥有优异的品牌形象，具备进入高档购物商场等高端零售渠道的能力，有能力开发专有护肤技术及核心成分。
- **高端护肤市场规模：**国内高端护肤品市场规模自 2019 年的 749 亿元增至 2024 年的 1144 亿元，CAGR 为 8.9% 高于大众护肤品的 6.1%，占比为 24.8%；预计 2029 年将达 2185 亿元，2024-29 年 CAGR 为 13.8% 高于大众护肤品的 6.7%，占比将提至 31.3%。
- **高端抗皱紧致护肤品市场规模：**中国高端抗皱紧致类护肤品市场呈现显著增长态势，市场规模自 2019 年的 291 亿元增至 2024 年的 594 亿元，CAGR 为 15.3%，预计 2029 年达 1555

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

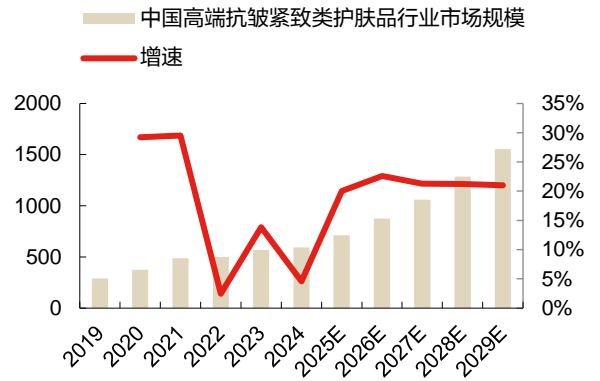
亿元，CAGR 为 21.2%，较整体高端护肤市场的增速更快。

图 24：中国高端护肤品品牌增速快于大众护肤品品牌



数据来源：灼识咨询、林清轩招股书，东方证券研究所
备注：单位为亿元

图 25：中国高端抗皱紧致类护肤品市场保持较快增长

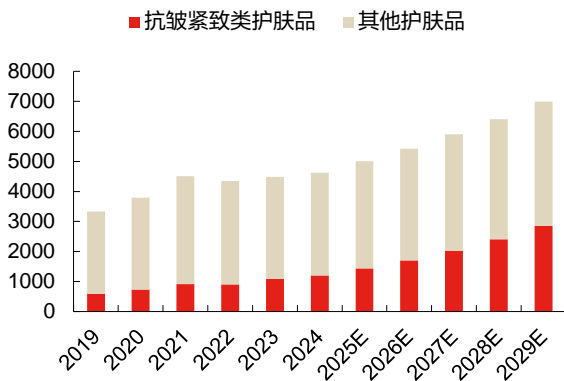


数据来源：灼识咨询、林清轩招股书，东方证券研究所
备注：单位为亿元

按功效划分，抗皱紧致类护肤品市场规模增速超越护肤品市场整体增速。

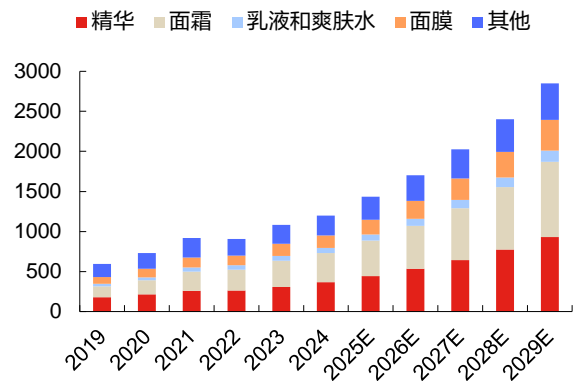
- **抗皱紧致类护肤品指具有抗皱、修护、紧致等功效的护肤品：**主要针对皮肤衰老迹象，同时改善皮肤质地和弹性。随着护肤研发水平的提高，越来越多的护肤品牌在抗皱紧致类护肤品中采用更先进的成分和配方，可有效减少皮肤松弛和皱纹并得到试验数据支持。
- **国内抗皱紧致类护肤品市场规模显著增长：**自 2019 年的 595 亿元增至 2024 年的 1198 亿元，CAGR 为 15%，快于其他护肤品 4.6% 的 CAGR；预计 2029 年将达 2852 亿元，2024-29 年 CAGR 为 18.9%，快于其他护肤品 3.9% 的 CAGR。

图 26：中国抗皱紧致类护肤品增速快于其他护肤品



数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所
备注：单位为亿元

图 27：中国抗皱紧致类产品中面霜及精华产品增速更快



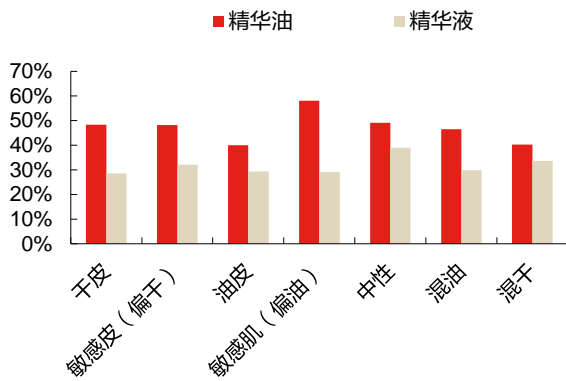
数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所
备注：单位为亿元

(二) 面部精华油是护肤品行业的细分市场，2024-29 年 CAGR 超 20%

随着以油养肤成为新晋护肤理念，消费者对面部精华油的重视程度正在提升。

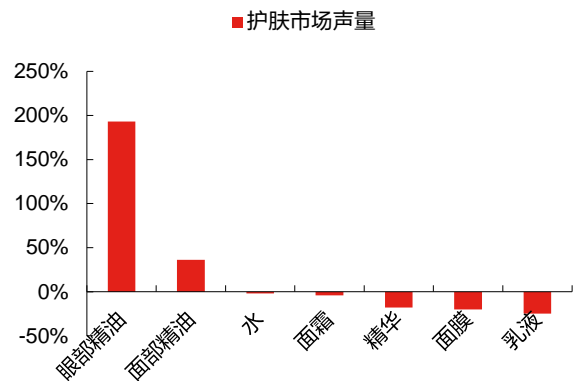
- 以油养肤是指通过涂抹和皮脂膜中相似的油脂，保持皮肤的水份和弹性油感，以起到平衡水油、软化角质、延缓衰老、修护屏障、美白抗氧等功效，干皮、敏感皮更倾向使用精华油。
- 据《2025 以油养肤市场消费趋势洞察》，以油养肤已从细分概念跻身主流护肤赛道，面部与眼部精华油成为核心品类，行业呈现高端化、功能化、场景化发展特征；据用户说，2025 年眼部及面部精华油以 193%及 36%声量逆势增长，验证该品类消费市场认知成熟度。

图 28：干皮、敏感皮更倾向使用精华油



数据来源：艺恩营销智库，东方证券研究所

图 29：眼部/面部精油市场声量增长显著



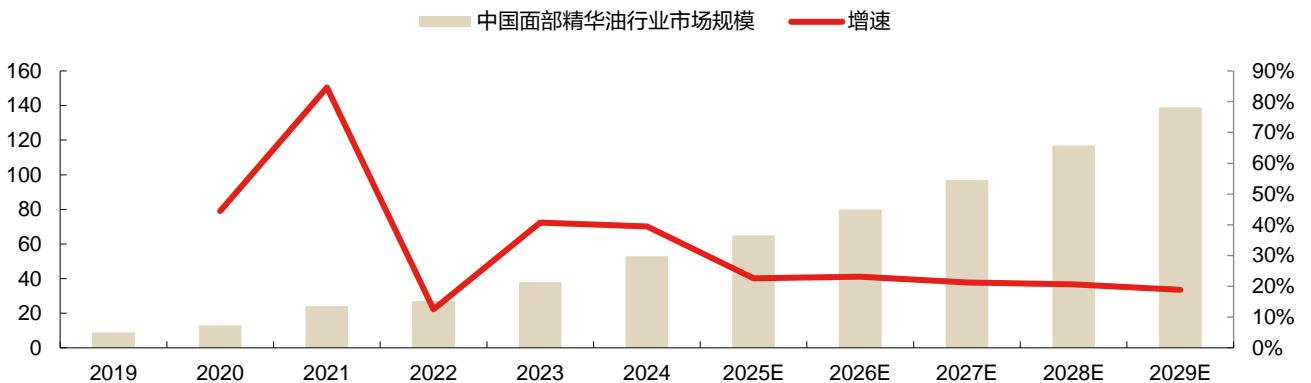
数据来源：用户说，东方证券研究所

备注：事件为 2025 年

面部精华油是护肤品行业的细分市场，市场规模预计 2029 年将增至 139 亿元，占护肤品市场的比重将提至约 2%，2024-29 年 CAGR 为 21.3%。

- 面部精华油通常采用富含植物提取物和精油的配方，在提供抗皱、紧致、修护及保湿方面具有显著效果，与“以油养肤”的理念和趋势完美契合，推动了国内对面部精华油的需求增长，并促使品牌创新和拓展其油类护肤品，以满足消费者的需求和偏好。
- 国内面部精华油市场规模自 2019 年的 9 亿元增至 2024 年的 53 亿元，CAGR 为 42.8%；预计 2029 年将增至 139 亿元，CAGR 为 21.3%。

图 30：中国面部精华油市场规模稳步增长

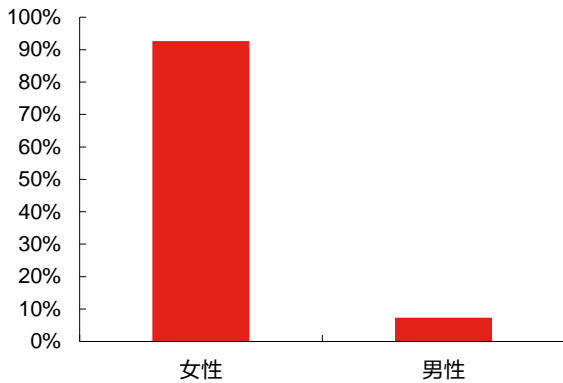


有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所
备注：单位为亿元

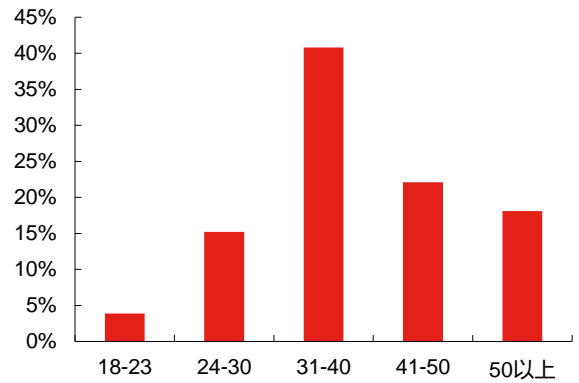
面部精华油的消费者画像分析：据青眼情报，性别结构方面，女性用户占比约 92.7%、男性用户占比约 7.3%；年龄结构方面，30-40 岁年龄段为核心，占比达到 40.8%。

图 31：面部精华油以女性消费者为主



数据来源：《2025 以油养肤市场消费趋势洞察》，东方证券研究所

图 32：面部精华油以 30-40 岁消费者为主

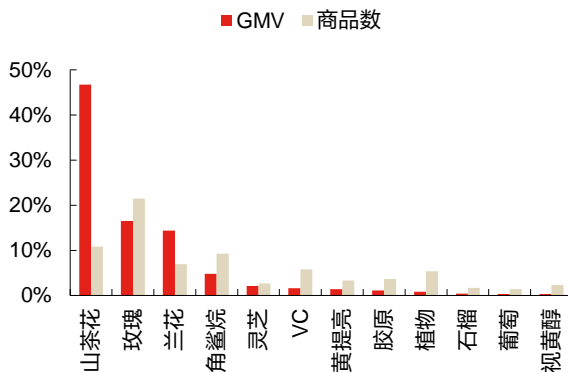


数据来源：《2025 以油养肤市场消费趋势洞察》，东方证券研究所

消费者关注的面部精华油核心成分为山茶花、玫瑰、兰花、角鲨烷，消费者选用面部精华油的核心需求为保湿、修护、抗皱、紧致。

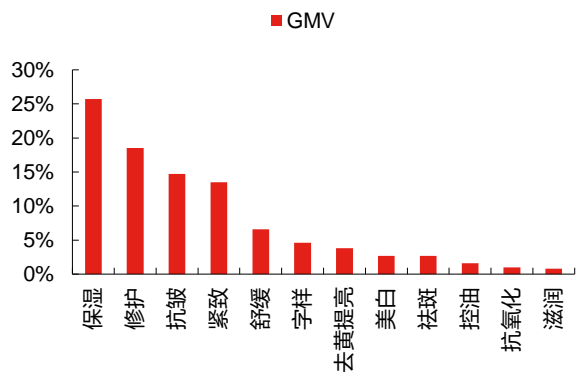
- **产品成分：**消费者在成分选择上呈现出较为集中地偏好，其中山茶花成分尤其突出，虽相关商品数占比仅 10.8%却贡献 46.7%的 GMV 占比；此外，玫瑰、兰花、角鲨烷等成分排名居前，反映出消费者在天然、植萃成分方面较强的需求倾向。
- **产品功效：**消费者在功效偏好呈现集中化趋势，主要为保湿、修护、抗皱与紧致四大核心功效，合计占比接近 70%。

图 33：山茶花、玫瑰、兰花、角鲨烷是消费者选关注的面部精华油核心成分



数据来源：《2025 以油养肤市场消费趋势洞察》，东方证券研究所

图 34：保湿、修护、抗皱、紧致是消费者选用面部精华油的核心需求



数据来源：《2025 以油养肤市场消费趋势洞察》，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

面部精华油使用步骤分析：香奈儿提出日常护肤步骤包括洁面、精华水、精华油、面霜、眼霜。此外，部分进阶使用法提及混合使用、妆前搭配、密集修护、面部刮痧等方式。

图 35：香奈儿提出护肤步骤包括洁面、精华水、精华油、面霜、眼霜



数据来源：天猫，东方证券研究所

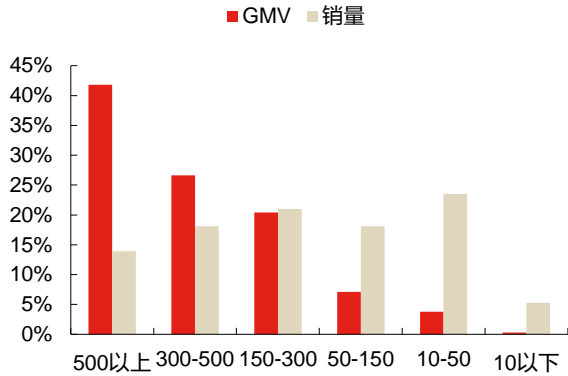
表 4：面部精华油有多种使用方法

使用方法	具体方法
油敷法（面部精华油+面膜）	该方法通过先精准涂抹精华油，再覆盖面膜的协同方式，实现深度滋润与修护，达到“1+1>2”的护肤效果，旨在短时间内提升肌肤水润度和屏障功能。
以油入霜（面部精华油+面霜）	将面部精华油滴入面霜中混合使用的护肤方式，通过油脂与膏体的充分融合，增强产品的滋养度和修护效果，尤其适用于干燥急救或密集护理场景。
妆前急救（妆前用面部精华油打底）	使用面部精华油作为妆前打底，可有效提升底妆的贴合度与持久度，避免卡粉和浮粉现象。基于这一日益增长的消费需求，不少专业彩妆品牌——如植村秀、M·A·C（魅可）和梅兰芳等，已相继推出针对妆前步骤设计的精华油产品，将护肤与彩妆需求相结合。
以油养妆（面部精华油+底妆）	种将面部精华油与持妆型底妆产品混合使用的护肤美妆技巧，通过油脂与粉底的充分融合，在提升底妆滋润度与服帖度的同时，兼顾养肤与妆效的双重需求。

数据来源：青眼情报，东方证券研究所

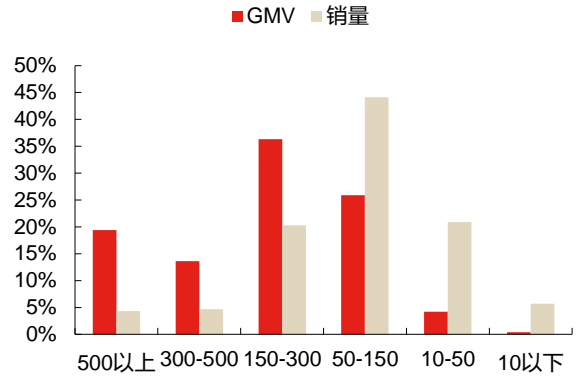
消费者对以油养肤产品的价格敏感度，进一步印证市场的高端化属性。据青眼财经，面部精华油中 500 元及以上的产品仅贡献 13.9%的销量，却占据 41.8%的销售额；眼部精华油中 300 元及以上的产品以 9%的销量贡献了 33%的销售额。我们认为，消费者更愿意为高价值、高功效的精华油买单，进而推动深耕高端面部精华油的品类保持更好增长趋势。

图 36：面部精华油 500 元以上 GMV 占比较高



数据来源：青眼财经，东方证券研究所

图 37：眼部精华油 150-300 元 GMV 占比较高



数据来源：青眼财经，东方证券研究所

竞争格局：高端护肤、高端抗皱紧致护肤品行业相对集中

中国高端护肤品、高端抗皱紧致护肤品行业相对集中，林清轩分别位列第 13 及第 10。

- **高端护肤品行业**：2024 年中国零售额达 1144 亿元，前 15 大品牌市占率达 66.1%、且主要为外资品牌；林清轩位列第 13、市占率 1.4%，是前 15 大高端护肤品牌中唯一的本土品牌。
- **高端抗皱紧致护肤品行业**：2024 年中国零售额达 594.4 亿元、占护肤品市场的 25.9%；前 10 大品牌市占率达 58%、且主要为外资品牌；林清轩位列第 10、市占率 2.2%，是前 10 大高端抗皱紧致类护肤品牌中唯一的本土品牌。

表 5：林清轩在国内高端护肤品排名位居前列

排名	品牌	品牌来源	2024 年中国高端护肤品牌零售额 (人民币十亿元)	2024 年中国高端护肤品行业市场 份额
1	品牌 A	外资	14.77	12.90%
2	品牌 B	外资	10.35	9.00%
3	品牌 C	外资	8.01	7.00%
4	品牌 D	外资	7.53	6.60%
5	品牌 E	外资	7.02	6.10%
6	品牌 F	外资	4.38	3.80%
7	品牌 G	外资	4.04	3.50%
8	品牌 H	外资	4	3.50%
9	品牌 I	外资	3.98	3.50%
10	品牌 J	外资	2.82	2.50%
11	品牌 K	外资	2.46	2.20%
12	品牌 L	外资	2.19	1.90%
13	林清轩	国产	1.59	1.40%
14	品牌 M	外资	1.31	1.10%
15	品牌 N	外资	1.25	1.10%
前 15	/	/	75.7	66.10%
其他	/	/	38.7	33.90%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

总计	/	/	114.4	100.00%
----	---	---	-------	---------

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

备注：品牌 A-N 分别为兰蔻、雅诗兰黛、SK-II、玉兰油、赫莲娜、凯瑞黛、修丽可、资生堂、娇兰、香奈儿、肌肤之玥、希思黎、迪奥、蒂普提克

表 6：林清轩在国内高端抗皱紧致类护肤品排名位居前列

排名	品牌	品牌来源	2024 年中国高端护肤品牌的抗皱紧致类护肤品零售额（人民币十亿元）	2024 年中国高端抗皱紧致类护肤品行业市场份额
1	品牌 A	外资	6.71	11.30%
2	品牌 B	外资	5.71	9.60%
3	品牌 D	外资	4.99	8.40%
4	品牌 E	外资	4.59	7.70%
5	品牌 C	外资	2.96	5.00%
6	品牌 F	外资	2.4	4.00%
7	品牌 G	外资	2.11	3.50%
8	品牌 H	外资	2.04	3.40%
9	品牌 I	外资	1.74	2.90%
10	林清轩	国产	1.28	2.20%
前 10	/	/	34.53	58.00%
其他	/	/	24.91	42.00%
总计	/	/	59.44	100.00%

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

林清轩在国内面部精华油市场排名第一。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，不仅突显了强大的品牌影响力和消费者信任度，更证明了在面部精华油行业中的竞争优势，为行业树立了标杆。

表 7：林清轩在国内面部精华油市场排名第一

排名	品牌	品牌来源	2024 年中国面部精华油零售额（人民币百万元）	2024 年中国面部精华油行业市场份额
1	林清轩	国产	657	12.40%
2	品牌 O	国产	466.4	8.80%
3	品牌 P	国产	405.8	7.70%
4	品牌 Q	国产	265.8	5.00%
5	品牌 R	国产	184.1	3.50%
前 5	/	/	1,979.10	37.40%
其他	/	/	3,312.40	62.60%
总计	/	/	5,291.50	100.00%

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

林清轩在国内线上渠道面部精华油市场排名第一。

- 据《2025 以油养肤市场消费趋势洞察》，2025H1 淘系与抖音面部精华油品牌 TOP10 榜单中，国货品牌展现出显著的市场优势，成为这一细分领域的主导力量。淘系平台 TOP10 品牌中，本土品牌占据七席；抖音平台 TOP10 品牌中，本土品牌占据七席。
- 从市场集中度来看，两个平台头部效应均较明显：淘系 TOP3 品牌合计占据 45% 的市场份额；抖音 TOP10 品牌占据一半的市场份额。林清轩作为面部精华油的领先品牌，在两大主流渠道均位居榜首，在淘系和抖音的市场份额分别达到 26.1% 与 18.46%。

表 8：林清轩在 2025H1 淘系及抖音渠道面部精华油排名位居第一

排名	品牌名称	淘系		抖音		
		市场份额	同比变动	品牌名称	市场份额	同比变动
1	林清轩	26.10%	2.70%	林清轩	18.46%	13.80%
2	兰	12%	-2.30%	米加	5.77%	1%
3	阿芙	7.30%	-4%	兰	5.35%	-5.20%
4	天露芬	6.10%	0.70%	美诗	5.24%	5.20%
5	偏偏	4.40%	-1.80%	偏偏	4.80%	-5.30%
6	娇韵诗	3.60%	3.30%	馥郁满铺	4.34%	4.30%
7	馥郁满铺	2.80%	2.30%	迪仕艾普	3.03%	1.60%
8	雏菊的天空	2.60%	0%	玫瑰颂	2.08%	-7.90%
9	米加	1.60%	1.30%	Kessetti	1.85%	-
10	HABA	1.40%	1.20%	伊帕尔汗	1.11%	1.10%
	CR5	55.80%		CR5	39.60%	
	CR10	67.80%		CR10	52%	

数据来源：《2025 以油养肤市场消费趋势洞察》，东方证券研究所

聚焦高端市场的产品矩阵及品牌优势、研发创新优势及全产业链价值优势，构筑核心壁垒

聚焦高端，打造围绕山茶花精油的多品类产品矩阵




公司是少数成功打造热销十年经久不衰产品的护肤品牌之一，已构建围绕核心大单品山茶花精华油的多品类产品矩阵。

- 公司 2014 年推出核心大单品山茶花精华油并历经五次迭代升级，奠定了在面部精华油品类中的畅销地位、并持续获得消费者的认可。据灼识咨询，按全渠道总零售额计，山茶花精华油连续 11 年位居全国面部精华油零售额榜首，截止 2025H1 累计销量超 4500 万瓶，并成为该品类中唯一连续 8 年零售额破亿元的单品。
- 围绕红山茶花核心成分，公司已构建精华油、面霜、爽肤水、乳液、精华液、面膜及防晒霜等覆盖 230 个 SKU 的产品矩阵。其中新品山茶花抗皱肽微珠精华水推出以来广获市场认可，根据天猫 2025 年 8 月 7 日的官方数据，该产品于天猫爽肤水新品榜排名第一，于天猫爽肤水热销榜排名第二。

表 9：公司核心单品包括山茶花抗皱修护精华油、山茶花焕亮精华霜等

核心单品	产品介绍	产品测试	产品图
山茶花抗皱修护精华油	该产品旨在通过促进皮肤年轻化和修护来改善衰老迹象，采用发酵山茶籽油配制而成，采用分子重组生物发酵技术，可促进深层细胞年轻化，提供有针对性的抗皱、紧致及肌肤修护功效。	产品可有效减少细纹和皱纹的出现，增强皮肤亮度和光滑度，恢复年轻轮廓。其轻盈、快速吸收的质地确保适合所有皮肤类型，包括敏感肌肤。	
山茶花焕亮精华霜	该产品专为改善胶原蛋白流失、暗沉和松弛等皮肤问题而配制。升级后的山茶花黑金时光肽抗皱焕亮精华霜则专注细胞级皱纹修护，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。特含多种微肽分子及其他核心成分，可促进维持皮肤紧致及弹性所需蛋白质的合成。	测试表明，持续使用可减少各种类型的皱纹及改善皮肤光泽和光滑度。	
山茶花保湿胜肽紧致面膜	该产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以及牛磺酸及烟酰胺等活性成分，能有效提亮、补水及保护肌肤。	测试表明，该面膜可帮助用户明显紧致肌肤，达到丰盈效果，改善轮廓，减少松弛。	
山茶花修护平衡精华肌底液	该产品 2.0 蕴含八种生物活性成分，可平衡肌肤的微生态系统。其富含清轩萃、四氢嘧啶及羟基积雪草苷等多种修护成分，可舒缓泛红肌肤，强化物理屏障。这款肌底液旨在舒缓泛红肌肤，强化肌肤天然屏障，激活基底细胞，巩固肌肤整体健康。同时，它还能促进水通道蛋白 AQP3 的表达，增强肌肤的保湿能力，实现持久保湿。	测试显示，坚持使用四周后，肌底液明显改善肌肤屏障功能，减少刺激，并促进皮肤微生物群在物种总数、丰富度及多样性方面的平衡和多样化，实现了皮肤微生态系统的平衡。	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

<p>红茶焕活淡纹精华水</p>	<p>该产品采用 90%高浓度山茶超胜肽 2.0 配制而成，该突破性成分不仅刺激胶原蛋白的生成，亦防止胶原蛋白过度流失，有效减少细纹及干纹的出现。该配方利用四种促进皮肤含水量并修护皮肤屏障的高级保湿成分进一步增强功效，有助于提升皮肤的整体健康水平。</p>	<p>测试表明，持续使用红茶焕活淡纹精华水明显改善四种关键的面部皱纹，并显著增强皮肤光泽、含水量及修护能力。该温和有效的抗皱及紧致改善方案由天然成分制成，不含常见刺激物，甚至适用于敏感性肌肤。</p>	
<p>山茶花黑金时光抗皱焕亮柔肤液</p>	<p>该产品专为对抗暗沉、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 配方加入三种强大且关键的活性成分：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，并提供先进的抗氧化功效。</p>	<p>测试表明，持续使用柔肤液后可减少皱纹及改善含水量、光泽、紧致度及质地。该浓缩精华提升抗皱性，使其饱满、光滑及富有光泽。</p>	
<p>山茶花抗皱肽微珠精华水</p>	<p>每瓶含约 4300 颗山茶花油微珠，运用专利微流控油珠悬浮技术、双层黏连配方技术，实现水油养分同步补给、稳固基底膜肌肤提供结构支持。配方含 6 种小分子肽，搭配源自高海拔地区的雪绒花精萃，活性成分可提升肌肤弹性，透亮度及整体肤质。</p>	<p>在 28 天的使用期中，该款爽肤水使肌肤在紧致度，明亮度及毛孔可见度等指标方面均有所改善，使肤质更显细致。</p>	

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

公司的山茶花精华油历经五次迭代升级。通过每两年左右一次的产品升级周期及持续推出新产品，公司确保产品组合始终符合市场趋势和消费者偏好。典型案例是核心大单品山茶花精华油的升级，自 2014 年首次推出至今已历经五次迭代。2022-24 年及 2025H1 分别推出 30/22/56/32 款新 SKU，新 SKU 在各期间的收入分别 0.91/1.12/1.84/1.42 亿元，占比分别 13.2/13.9/15.2/13.5%。

图 38：公司山茶花精华油已迭代至第五代



数据来源：林清轩官网，东方证券研究所

聚焦高端印证一：公司的山茶花精华油在国产品牌中定价高于可比品牌。目前国产品牌中佰草集、谷雨、阿芙、兰、雏菊的天空等均已推出面部精华油，价格带多数在 100-500 元/30ml，而公司的林清轩山茶花油为 599 元/30ml，凸显高端定位。外资品牌如娇韵诗、香奈儿、雅诗兰黛、海蓝之谜等的面部精华油价格带多数在 1000 元以上/30ml，公司的林清轩山茶花油具备性价比、质价比。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 10：公司山茶花精华油在国产品牌中定位高端

品牌	精华油产品	价格	外资/国产	简介
林清轩	林清轩山茶花油 5.0	699 元/30ml (套装) 799 元/50ml (套装)	国产	13 年专研红山茶花，清轩萃 5.0 版本，分子重组生物发酵技术及分子刀生物酶切技术
佰草集	佰草集修源五行仙草油 紧致抗皱面部精华油	430 元/30ml (套装)	国产	学府共研五行修源方，分别为人参、紫苏籽、牡丹籽、灵芝、五味子
谷雨	谷雨雪绒松露精华油	108 元/30ml (套装) 162 元/50ml (套装)	国产	首款用户共创修护油，双钻松露韧肌底
谷雨	谷雨山参御龄油	279 元/52ml (套装) 299 元/60ml (套装)	国产	自研稀有人参皂苷 CK，专研拟肤皮脂膜
阿芙	阿芙 11 籽精华油	332 元/60ml (套装)	国产	从 133 万颗种籽中选择 11 种具蓬勃生命力的种籽，其中 2 种极地种籽欧洲越桔籽、霍霍巴籽
兰	兰时光油 3.0Pro	258 元/30ml (套装) 379 元/50ml (套装)	国产	兰花精萃 Pro+植 A Pro；浓缩灵芝油+浓缩鳄梨油；独特软脂技术
兰	兰凤凰油	268 元/30ml (套装) 516 元/60ml (套装)	国产	提取自藏红花；含有灵芝孢子油、白池花籽油、粉色西番莲籽油
雏菊的天空	雏菊的天空白檀灵芝精华油	430 元/30ml	国产	核心成分东方白檀、赤芝孢子，法系芳香派护肤大师联合创作
雏菊的天空	雏菊的天空桂影慕兰紧致精华油	328 元/30ml	国产	核心成分桂花精油、紫苏籽油、黄瓜油、牡丹籽油等，适合粗糙肌、疲惫肌
雏菊的天空	雏菊的天空翡冷修护精华油	328 元/30ml	国产	核心成分菊科精油、紫苏籽油、黄瓜油、牡丹籽油等，适合敏感肌、干燥肌
香奈儿	香奈儿光采修护精华油	1160 元/50ml	法国	蕴含白梅精萃
香奈儿	香奈儿茉莉精萃油	1160 元/50ml	法国	核心成分提取自香奈儿花田培育的格拉斯茉莉
香奈儿	香奈儿奢华精萃修护精华油	4980 元/50ml	法国	五月香草浓缩精萃；喜马拉雅圣地花精萃
娇韵诗	娇韵诗三檀面部精油	500 元/30ml	法国	100%植物萃取，适用干敏肌肤
娇韵诗	娇韵诗兰花面部精油	500 元/30ml	法国	100%植物萃取，适用缺水、暗沉肌肤
娇韵诗	娇韵诗莲花面部精油	500 元/30ml	法国	100%植物萃取，适用混合/油性肌肤
海蓝之谜	海蓝之谜奇迹精华油	2550 元/30ml	美国	8X 奢华精油，包括霍霍巴籽油、甜扁桃油、油菜籽油、亚麻籽油、油橄榄果油、红梅苔籽油、白池花籽油、沙棘果油；3X 愈龄精华
雅诗兰黛	雅诗兰黛白金逆龄精华油	1880 元/30ml	美国	专利成分色提因及南法黑钻松露等

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：天猫，东方证券研究所
备注：价格为 2026 年 1 月 10 日

聚焦高端印证二：公司线下渠道客单价超 1000 元。线上及线下渠道具有不同销售特点，线上销售与整体电商消费模式一致，倾向专注于更小规格的产品，导致平均订单价值低于线下渠道。公司线下直营店侧重更大规格及更高价值的产品，平均交易价值一般高于线上渠道，2022-23 年以及 2025H1 均超 1000 元，印证其高端属性。

表 11：公司线下渠道客单价超 1000 元

	2022 年	2023 年	2024 年	2025H1
线下渠道	1,292	1,203	984	1,026
线上渠道	591	579	519	497

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

备注：每笔客户订单的平均交易价值为含税且不包括样品订单。

我们认为，从一瓶油到一个生态，“1+4”战略有望完善以油养肤系列产品生态。公司创始人孙来春先生总结出“1+4”战略：即以山茶花精华油为核心，将以油养肤的精髓系统性地融入“水、油、霜、防晒、面膜”等全系列产品中。我们认为，这并非简单的 SKU 堆叠，而是围绕“核心技术复用+用户需求延伸”的逻辑，聚焦不同使用场景，将“清轩萃”核心配方高效转化至多元品类，拓展出新的功效边界与使用体验。

研发筑基，深挖红山茶花核心成分，打造差异化优势

（一）通过强化与研发机构的战略合作、深入挖掘核心工艺，不断强化研发能力

核心亮点一：研发团队实力强劲。截至 2025H1，研发团队由 85 名经验丰富的专业人员组成，在植物学、生物学、皮肤学及应用化学等领域拥有广泛的专业知识，50%以上拥有硕士或更高学位。

表 12：公司核心研发人员包括高宏旗、余果等

核心研发人员	基本情况
高宏旗	高先生为副总裁兼首席研发官，监管研究中心的所有活动。高先生持有江南大学精细化工学士学位，在化妆品行业拥有近 30 年经验，亦担任江南大学化学与材料工程学院的高级工程师及讲席教授。高先生负责战略研发规划、项目管理、团队领导及研究成果转化，在原材料开发、技术创新、配方研发及产品开发方面拥有丰富专长，对推动公司整体科研方向发挥关键作用。
余果	余博士领导研究中心体外安全性、功效及机制研发平台。余博士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，为其职责带来深厚的专业专长。余博士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，为产品开发及机制设计提供必要支持，对公司的科研进步作出重大贡献。
李广涛	李先生为研究中心植物利用及山茶花核心原料开发平台主管。李先生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。李先生在山茶花、叶及种子方面的创新工作作为公司提供核心产品中广泛应用的原料，已申请 5 项发明专利，并发表两篇研究论文。
高成龙	高博士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。高博士持有华东理工大学物理化学博士学位，专注于活性成分的封装递送及透皮吸收技术，曾主持多个重点研发项目，其研究成果已成功应用于多个核心大单品，已申请 5 项发明专利。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

胡昕

胡博士**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。胡博士持有江南大学化学工程与技术博士学位，专注于化妆品的创新原材料及技术，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，其深厚的学术基础及国际视野为公司的研发工作带来独特价值。

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

核心亮点二：公司与国内外领先的研究机构建立长期战略合作关系。上述机构包括植物研究机构、医科大学、生物技术型原材料公司和国际研究机构等，从而增强研发能力并推动持续创新。

表 13：公司与国内外领先的研究机构等建立起长期战略合作关系

合作机构	基本情况
一、与植物研究机构和大学的合作	公司与大学进行分工合作，由大学负责根据商定的规格进行全面的测试，并提供详细的测试报告。公司保留对产品测试产生的所有知识产权的独家所有权，包括报告、数据和分析结果。此外，大学必须对技术、产品规格和测试结果的各个方面保密，以保护公司的专有信息。
南京野生植物综合利用研究所和南京中医药大学	公司已建立长期合作伙伴关系，对山茶花、山茶籽和山茶油进行了深入研究。这些合作的主要重点是研究山茶花成分的活性成分、作用机制和功效，重点是提高产品配方的有效性。
上海交通大学细胞和基因治疗研究院	建立细胞级抗皱及紧致联合研究实验室，旨在推动尖端细胞级和分子生物技术化妆品行业的应用。实验室主要针对皮肤炎性衰老问题，研究山茶花植物成分的抗皱紧致潜力。
二、与 Naturalps 合作	公司与瑞士领先的护肤研究机构 Naturalps 建立战略合作伙伴关系，共同开发创新的抗皱及紧致技术。公司为 Naturalps 提供重要的市场洞察和产品开发信息；Naturalps 承担研发过程。在知识产权方面，Naturalps 保留对开发阶段产生的所有知识产权的所有权。在全额付款后，公司获得接受的配方和相关文件的所有权，Naturalps 承诺不会为其他客户重复使用这些配方。
三、与生物技术型原材料公司合作	公司与多家公司保持密切的合作伙伴关系，专注于关键成分的研发，以提高山茶花配方的功效。这些合作涉及联合研究计划，以探索新的活性化合物、改进成分加工技术并优化产品性能。
上海世领制药有限公司	利用其于透皮传输技术方面的专业知识。公司正在联合开发一种油溶性的活性包裹复合物，可将活性成分分层输送至精确的目标部位，从而显著提升功效，透过先进的透皮传输系统将生物技术创新融入精华油等产品。
上海珈凯生物股份有限公司合作	利用分子重组及生物发酵技术，从发酵山茶花籽中研制出先进油脂。通过从陈年山茶花籽油中分离特定菌株，并优化发酵、提纯及生产过程，显著提高了山茶花籽油的功效，发酵后的山茶花籽油随后作为主要配方应用于第五代抗皱修护精华油中，以尖端科技提升产品并显著增强其表现。

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

核心亮点三：公司已打造出一系列稳定的核心成分及技术，如核心成分清轩萃等。

- 公司投资于生物驱动成分加工技术，如愈伤组织培养技术、山茶籽发酵油菌种优化技术、山茶花叶发酵技术、超临界脂质体包裹技术以及线粒体能量技术。新兴技术有望加强在以油养肤改善方案和先进抗皱及紧致产品领域的领导地位。
- 截至 2025 年 12 月，公司已累积超 600 项配方及 87 项专利(46 项与核心原料，技术或山茶配方相关的发明专利)，发表近 40 篇学术论文，参与制定 40 项行业及团体标准，这些成果共同巩固了公司在以油养肤和先进抗皱及紧致改善方案中的领导地位。

表 14：公司已开发出清轩萃、山茶超胜肽等关键成分

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

核心成分	基本情况
清轩萃	作为旗舰成分，清轩萃取材于高山红山茶花，采用专有的超临界萃取技术，富含油酸、维生素 E、角鲨烯、植物甾醇、类黄酮和多酚等必需化合物，具有强大的皮肤修护功效，包括增强弹性、改善屏障功能和明显减少细纹。这种成分是抗皱及紧致产品线的基石，在以油养肤改善方案的竞争格局中脱颖而出。
山茶超胜肽	一种源自山茶花的专有肽混合物，有助于刺激胶原蛋白的产生并改善皮肤弹性。该成分可增强皮肤的内部结构，减少皱纹的出现，促进更紧致、更有弹性的肤色。山茶超胜肽是抗皱、紧致及肌肤修护系列的关键。
山茶超胶原	可模拟人体皮肤的结构蛋白，增强皮肤坚实度和弹性。该成分通过支撑皮肤的天然框架，有助于改善皮肤质地和紧致度，使肌肤更年轻、更柔软。
山茶超 A 醇	可刺激细胞更新，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。其温和的配方适用于所有皮肤类型，包括敏感皮肤。
山茶花愈伤组织提取物滤液	通过创新的细胞培养工艺从山茶花的愈伤组织中提取，这种提取物可促进再生益处，增强皮肤的自我修护能力，并提高肌肤整体活性和水合作用。
多肽组合物	该创新配方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。通过使用低能乳化的专有包裹工艺，公司解决了棕榈酰肽的溶解性难题，并增强了棕榈酰肽与山茶花提取物的相容性。最终形成的配方是一种稳定、安全且高效的透明可流动液体。其促进胶原蛋白的生成，抑制弹性蛋白酶的活性，有助于减少皱纹的出现，为改善皮肤质地及弹性提供了突破性的改善方案。

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

表 15：公司形成分子刀定向生物酶切技术、分子重组生物发酵技术等关键技术

核心成分	基本情况
分子刀定向生物酶切技术	这种精确的酶切割技术可降低活性成分的分子量，以增强吸收和生物利用率。它使我们能够提供有效、高效的配方，例如山茶花精华油，平衡油脂和水的补充，以获得卓越的抗皱、紧致及肌肤修护效果。
分子重组生物发酵技术	该技术通过生物发酵过程重新设计天然成分，以提高其稳定性、效力和整体有效性。公司利用这项技术来提炼山茶花精华油，通过五次产品迭代不断增强其活性。
纳米舱透皮吸收技术	该技术是一种旨在将活性成分封装在纳米级胶囊中以实现控释和靶向递送的系统。公司已开发一种优化配方系统，能够使活性成分有效地穿透皮肤角质层，到达表皮及真皮层。这可以确保活性成分被透皮吸收，从而达到预期功效。该技术已于山茶花精华油中的清轩萃中采用，以增强抗皱、紧致及肌肤修护效果。
全光谱萃取技术	这种萃取技术最大限度地保留了山茶花、种子和叶中的活性化合物。通过捕捉全方位的功效，公司增强了产品的抗氧化、保湿和舒缓特性，从而提高了它们的整体效果。

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

（二）公司沉淀千年红山茶文化，打造明星产品系列

公司的品牌灵感来源于中国深厚的植物传承，以山茶花成分为核心，呼应古语“花开美人面，油润后宫颜，驿马三千里，青丝六十年”。

- 山茶花以其滋养及再生特性而闻名，《山海经》、《本草纲目》等古典文献均有记载，《中国药典》将之作为药用油收载。因古代工艺技术的局限性，且 5 年龄以上的山茶花才会开花，供应稀少，所以药用油之外以山茶花油调配的护肤香脂历来仅皇室御用。
- 山茶花含有丰富的多酚类、黄酮类、单宁酸、维 C 等营养成分，有美白保湿、抗氧化与抗自由基的极佳功效；且山茶花油成分占比与人体皮脂膜成分极为相近，因而对皮肤能产生极强的修复力。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 39: 山茶花主产江苏、浙江、云南、四川等地



数据来源: 新华网, 东方证券研究所

图 40: 高海拔地区的红山茶花冬春开花, 含油率和脂肪酸组成均优于普通山茶花



数据来源: 中国质量新闻网, 东方证券研究所

“清轩萃”分析: 十年五次迭代, 最新的 5.0 版本通过分子重组生物发酵技术及分子刀生物酶切技术实现进一步突破。

- **原料选取:** 为得到品质上乘的红山茶花成分, 公司选择东经 113-120°、北纬 25-31°且海拔 800 米以上的中国高山红山茶花为原料, 其抗氧化活性成分是低海拔红山茶花的 1.5 倍。
- **团队搭建:** 公司组建由 30 多名国内外植物学、生物学、皮肤医学及应用化学等相关专业硕博科研人员组成的科研团队, 从山茶花中提取出活性修护成分, 研制出独家配方“清轩萃”应用在产品中。
- **产品升级:** 2024 年“清轩萃”5.0 应用两大技术, 1)采用分子重组生物发酵技术, 通过选用十年以上的山茶籽老油菌种发酵, 增加 6 大类 70+ 活性成分, 修护力抗皱力显著提升; 2)通过分子刀生物酶切技术, 山茶籽油分子量缩小 45.66%更易被皮肤吸收。

表 16: 公司十年五次迭代“清轩萃”

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
价格带	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	抗皱、抗氧、提亮、舒缓
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, 皮质仿生技术, 水感透气配方技术	分子重组生物发酵技术及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

数据来源: 亿邦动力、鳌头财经, 东方证券研究所

备注: 价格带为上市时期的定价。

“清轩萃”5.0 分析: 采用分子重组生物发酵技术。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

- 发酵活性物大致可分为两类：生物合成和生物转化。生物合成主要是通过改变酵母菌的内在序列，喂给酵母原料(如氨基酸、糖等)以得到蛋白或核苷酸；生物转化通过引入特定的酶源，让酶催化半成品原料，得到更高活性的物质。
- “清轩萃” 5.0 采用分子重组生物发酵技术，属于生物转化类，通过引入球拟假丝酵母 (CGMCC No.29573)优化酶解方法，替代果胶酶、纤维素酶、淀粉酶等传统酶解。最终目的是通过酶解山茶籽和山茶叶的细胞壁、细胞膜，释放更多黄酮、多酚、多糖类的活性物质。

全价值链整合，从种植端到生产端到终端渠道网络

公司为保障原料纯度、稳定与产品独特竞争力，从红山茶花的育苗、种植、采摘、晾晒、储存，到山茶花护肤品的研发、生产、销售，均实现自主掌控，打造了涵盖原材料独家供应、专利成分提取、产品开发及生产的全价值产业链，实现了核心成分全价值链整合。

（一）种植端

公司与多个优质山茶花种植基地订立长期供应协议。截至目前，公司在浙江磐安、青田，江西婺源、德兴等地合作打造超 2 万亩红山茶花种植基地，以确保能获得优质山茶花。公司投身红山茶花、叶、籽的研究，并实施严格的原料标准与控制流程，所有核心成分坚持自研自产，显著增强了供应链的稳定性、可靠性。

图 41：公司在浙江磐安建立红山茶花合作基地



数据来源：东方烟草报，东方证券研究所

图 42：公司在浙江青田建立红山茶花合作基地



数据来源：中国质量报，东方证券研究所

（二）生产端

公司以医药级标准，自主研发关键生产工艺，全程把控核心成分提取与产品生产，确保出品皆符合高功效、高稳定性要求。

- 截至目前，公司拥有两座工厂即上海一分厂及上海总厂，两者共同构成生产基础设施的支柱，且日后可能会扩展及提升生产能力。
- 上海总厂包括两个分别用于护肤品生产和原料加工的专用生产设施，值得一提的是，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。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

- 截至 2024 年末，两座工厂的总建筑面积合为 4.91 万平方米，年设计生产能力为 365 吨原材料及 4070 万件护肤品。

表 17：公司在上海已建立两个生产基地

生产基地	主要功能	建筑面积(平方米)	设计生产能力	
			护肤品(万件)	原料(吨)
上海一分厂	生产护肤品	5,000	33,914	
上海总厂				
- 护肤品生产设施	生产护肤品及手工皂	41,960	6,786	
- 原料生产设施	生产及加工植物提取物	2,160		365
总计		49,120	40,700	365

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

表 18：“清轩萃”产量快速提升

	2022			2023			2024		
	设计生产 能力	实际生 产量	产能利 用率	设计生产 能力	实际生 产量	产能利 用率	设计生产 能力	实际生 产量	产能利 用率
	生产单位(吨)		(%)	生产单位(吨)		(%)	生产单位(吨)		(%)
清轩萃	20	17	85	20	18	90	65	65	100
山茶花提取物	50	14	28	50	49	98	100	64	64
肽及其他原料	50	41	82	50	38	76	200	176	88
总计/合计	120	72	60	120	105	87.5	365	305	83.6

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

公司与经甄选的 OEM/ODM 供应商进行合作。考虑到设施空间利用、能源消耗、生产效率及市场需求等因素，林清轩与经甄选的可靠 OEM 供应商合作以协助进行中间生产步骤。如原料纯化及浓缩、生产若干样品罐装及半成品罐装、若干旅行装产品及面膜。林清轩亦与经甄选的可靠 ODM 供应商合作，生产香水及彩妆。林清轩通过计及价格、质量、生产能力、财务状况、业务规模及声誉，谨慎选择 OEM 及 ODM 供应商。

(三) 渠道端

公司建立起综合销售网络，将多元化的线上渠道与强大的线下布局结合。线下渠道包括直营店及门店合作伙伴等线下门店以及向线下零售商、企业客户及经销商销售。线上渠道包括线上直销及向线上零售商销售，为客户带来便利及接触点。这一双重方法强化了品牌参与并推动了所有消费者接触点的可持续增长。

表 19：公司将多元化的线上渠道与强大的线下布局结合

基本情况	
线下渠道——线下门店	截至 2025H1，公司在全国有 554 家门店，超 95% 的门店位于购物商场，据灼识咨询，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。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

线下渠道——向线下零售商及企业客户销售	公司将产品直接销售给广泛的线下零售商及企业客户，确保线下渠道的广泛覆盖和多样化的消费者接触点。线下零售商包括全国性的美妆连锁店及免税店，企业客户包括企业客户、酒店和银行。
线下渠道——向经销商销售	经销商通常是区域或渠道经销商，主要从事化妆品的销售和经销，拥有本地经销网络和渠道资源。
线上渠道——线上直销	包括通过主要电商及社交商务平台上的自营店向终端客户进行销售，包括天猫及京东等主流电商平台、抖音及快手等短视频平台以及小红书及微信等社交媒体平台。
线上渠道——向线上零售商销售	包括唯品会及京东自营店等电商平台以及于电商平台经营店铺的零售商。

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

线下渠道：公司采取直营店优先的策略，以“场景化体验”为核心，建立覆盖国内主要城市的线下渠道，包括直营店及门店合作伙伴等线下门店以及向线下零售商、企业客户及经销商销售。

表 20：公司门店在各层级城市均有布局

	2022 年	2023 年	2024 年	2025H1
一线城市门店	41	48	55	61
销售占比	13.3%	13.4%	13.9%	13.4%
新一线城市门店	121	139	159	171
销售占比	36.4%	36.5%	35%	35.6%
二线城市门店	71	80	78	86
销售占比	16.8%	16.3%	15.6%	13.2%
三线城市门店	84	110	136	146
销售占比	23%	22.8%	23.3%	24.8%
其他低线城市门店	49	66	78	90
销售占比	10.5%	11%	12.3%	13%

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

备注：销售占比指的是在线下门店整体收入中的占比。

公司优先以线下渠道的战略扩张作为品牌发展的基石。

- 截至 2024 年末，公司在全国有 506 家门店，其中超 95% 的门店位于购物商场、与品牌的高端定位匹配。据灼识咨询，按门店总数计，林清轩在国货及国际高端护肤品牌中排名第一。
- 线下渠道是消费者直接参与的重要接触点，公司为所有门店实施了标准化的营运标准，确保提供始终如一的高质量服务，如配备训练有素的美容顾问等，从而能够培养真实的客户关系并加强品牌信任、提升品牌认知度并巩固高端市场定位。

图 43：林清轩线下门店具辨识度

图 44：林清轩线下门店举办客户活动



数据来源：中国商报，东方证券研究所



数据来源：新闻晨报，东方证券研究所

公司线下门店以直营门店为主，2022-24 年门店数增速 CAGR 为 17.6%。

- 公司首家直营店于 2008 年在上海龙之梦购物中心开设，其后门店迅速扩张，2022-24 年线下门店自 366 家增至 506 家，CAGR 为 17.6%，在国货高端护肤品牌中增加净额最大；2025H1 线下门店进一步增至 554 家(直营店 366 家+合作伙伴门店 188 家)。
- 对比收入贡献：2022-24 年直营店收入占比分别 51.3%、44.4%及 32.9%，合作伙伴门店分别 2.4%、3.2%及 3.8%。
- 同店表现：2025H1 直营店同店增长 19.6%，较 2023-24 年的 3.3/8.5%进一步提升，主要因：1)新 SKU 的推出推动品销量增长；2)现有核心大单品的升级以及透过精细化管理所实现的营运效率提升。

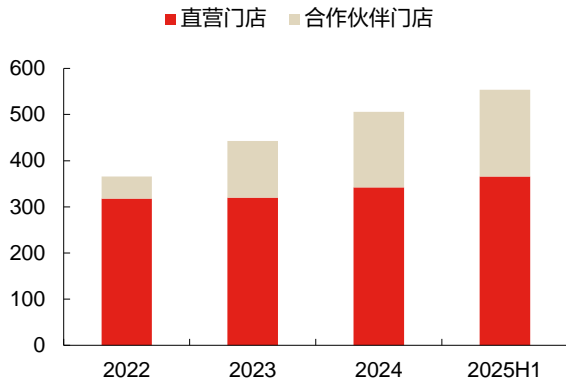
表 21：公司门店以直营店为主、合作伙伴门店为辅

	2022 年	2023 年	2024 年	2025H1
一、直营店	318	320	342	366
租赁模式	229	225	244	259
备注：租赁模式下，公司从购物商场租赁零售场所，并根据租赁协议的条款支付租金。				
扣点模式	89	95	98	107
备注：扣点模式下，公司与购物商场合作经营门店。购物商场在其场所内分配特定区域用于销售公司的产品。在此安排下，公司通常按月与购物商场结算付款，有关付款基于该等专用区域产生的实际销售额的预先协定扣点率计算。				
二、合作伙伴门店	48	123	164	188
联营模式	48	88	132	163
备注：公司根据销售预测向联营商提供寄售货品，并保留货品所有权，直至产品销售予终端客户。联营店收入于其获得产品的所有权并有责任为产品付款的时间点确认，即联营店于其店内向客户销售产品时。				
加盟模式		35	32	25
备注：加盟商以建议零售价的折扣价向公司购买货品，并于接纳货品交付后取得所有权。收入于接纳货品交付后确认。				
总计	366	443	506	554

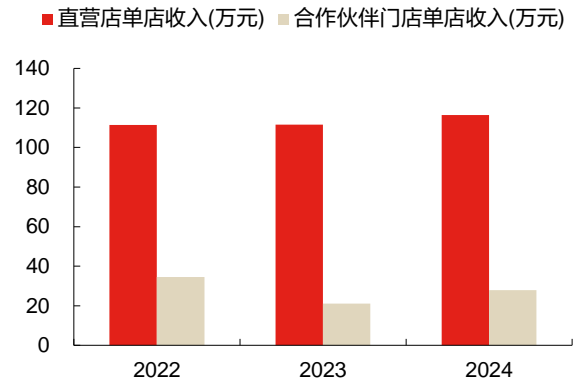
数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

图 45：公司线下门店数稳步提升

图 46：公司直营店单店收入稳步提升但仍有提升空间



数据来源: 林清轩招股书, 东方证券研究所



数据来源: 林清轩招股书, 东方证券研究所

表 22: 公司线下直营店同店增速提升

	截至 12 月 31 日止年度				截至 6 月 30 日止六个月	
	2022 年	2023 年	2023 年	2024 年	2024 年	2025 年
同店数目	198		248		268	
同店总收入 (人民币千元)	245,094	253,095	305,893	331,779	177,417	212,158
同店同比收入平均增长	3.30%		8.50%		19.60%	

数据来源: 林清轩招股书, 东方证券研究所

线上渠道: 凭借强而有力的品牌形象、产品优势及通过线下渠道建立的消费者信任, 公司正迅速扩大线上渠道。

- **线上直销:** 包括天猫及京东等主流电商平台、抖音及快手等短视频平台以及小红书及微信等社媒平台, 其中抖音平台占比 2025H1 超 50%。2022-24 年线上直销收入占比分别 38.1%、43.3%及 52.5%, 2025H1 占比进一步提至 58.6%。
- **向线上零售商销售:** 主要包括唯品会及京东自营店等电商平台以及于电商平台营运店铺的零售商, 其直接向终端客户销售产品。2022-24 年向线上零售商销售收入占比分别 7.1%、5.7%及 6.6%, 2025H1 为 6.8%。

表 23: 公司线上渠道增长迅速

	2022 年		2023 年		2024 年		2024H1		2025H1	
	金额	百分比	金额	百分比	金额	百分比	金额	百分比	金额	百分比
天猫	1.22	46.5%	1.73	49.7%	2.49	39.2%	1.11	45.1%	1.12	18.2%
抖音	1.05	39.9%	1.08	30.9%	2.18	34.4%	0.81	32.7%	3.45	55.9%
微信	0.19	7.3%	0.35	9.9%	0.90	14.2%	0.27	11.1%	0.84	13.6%
京东	0.09	3.3%	0.13	3.6%	0.17	2.6%	0.07	2.9%	0.08	1.3%
其它	0.08	3.0%	0.21	5.9%	0.61	9.6%	0.20	8.2%	0.67	11.0%
线上直销总和	2.63	100.0%	3.49	100.0%	6.35	100.0%	2.47	100.0%	6.17	100.0%

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

数据来源：林清轩招股书，东方证券研究所

会员端：数字化能力构筑护城河。

- 公司已建立满足不同客户偏好的综合线上及线下会员系统，提供量身定制的福利以提升购物体验，同时提供个性化的产品及服务。
- 公司拥有超过 430 万名活跃客户，平均年复购率约为 34.6%，据灼识咨询，优于本土护肤品牌行业平均水平；截至 2024 年末，天猫有超 700 万名粉丝，抖音超 100 万名粉丝。

表 24：林清轩在天猫、抖音、京东平台的粉丝数量仍有较高提升空间（单位：万人）

	天猫	抖音	京东	合计
自然堂	2643	651.3	2705.5	5999.8
珀莱雅	2490.3	1215.5	1601.7	5307.5
韩束	923	1333.3	975.9	3232.2
薇诺娜	1740.1	542.9	688.9	2971.9
丸美	936.7	355.5	1461.7	2753.9
林清轩	792.3	148.6	1035.2	1976.1
可复美	596	315.2	851.4	1762.6
谷雨	822	612.7	193.9	1628.6
百草集	639	92.3	416.5	1147.8

数据来源：天猫、抖音、京东，东方证券研究所

总结：通过对公司历史发展及核心优势的拆解，我们认为公司通过对国内特色植物资源——红山茶花的研发，成功打造出独有“芯片”——山茶花精华油，并以此为核心建立起产品矩阵；此外，公司实现线上线下全渠道整合、进一步强化消费者认知，我们看好其未来发展趋势。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2025-27 年盈利预测做如下假设：

- 公司营收主要由精华油、面霜、面膜、乳液及爽肤水、精华液、防晒霜等品类构成，其中以精华油为主，且 2022 年以来精华油营收增速加快、2025H1 增速高达 176%。考虑到：①以油养肤理念盛行推动精华油需求持续提升；②公司核心单品山茶花精华油 2014-24 年五次迭代、连续 11 年夺得国内精华油零售额榜首，具备较强的品牌影响力。我们假设精华油 2025-27 年营收分别 10.74/15.58/22.27 亿元，增速分别 140/45/43%。面霜同样是公司的重要产品矩阵之一，2025H1 增速高达 100%，我们假设面霜 2025-27 年营收分别 3.24/4.86/7.04 亿元，增速分别 70/50/45%。
- 我们假设公司 2025-27 年毛利率分别 82.52%、82.76%、83%(其中精华油毛利率分别 85.5%、85.51%、85.53%)。我们认为随公司规模优势强化、品牌势能提升，且高毛利率的精华油、面霜等品类占比提升，毛利率有望保持小幅提升趋势。
- 我们假设公司 2025-27 年销售费用率分别 56.6%、56.52%、56.46%，管理费用率分别 7.76%、5.38%、5.14%，销售费用主要由营销及推广开支、人力成本构成，销售费用率小幅降低主要因公司规模优势增强、销售费用摊薄，公司管理费用率降低因上市后专业及咨询费用、上市开支降低；且我们认为公司成本管控较细致，带动费用率降低。
- 考虑到公司为高新技术企业，我们假设公司 2025-27 年的所得税率均为 15%。

根据测算，我们预测公司 2025-27 年营收分别 22/31.1/43 亿元，增速分别 82/41/38%；归母净利润分别 3.51/5.62/7.95 亿元，增速分别 88/60/41%。

表 25：公司营收分类预测表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
精华油					
收入(百万元)	284.0	447.6	1074.2	1557.6	2227.4
收入增速	30%	58%	140%	45%	43%
毛利率	84.59%	85.26%	85.50%	85.51%	85.53%
面霜					
收入(百万元)	119.7	190.4	323.7	485.5	704.0
收入增速	27%	59%	70%	50%	45%
毛利率	84.42%	85.40%	85.41%	85.43%	85.44%
面膜					
收入(百万元)	93.2	147.6	191.8	239.8	287.7
收入增速	36%	58%	30%	25%	20%
毛利率	75.36%	79.04%	77.06%	77.06%	77.06%
乳液及爽肤水					
收入(百万元)	107.6	128.8	206.1	309.2	448.4
收入增速	-11%	20%	60%	50%	45%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

毛利率	76.31%	79.01%	79.26%	79.28%	79.30%
精华液					
收入(百万元)	101.0	121.4	182.2	231.3	289.2
收入增速	1%	20%	50%	27%	25%
毛利率	90.19%	87.96%	84.96%	84.96%	84.96%
防晒霜					
收入(百万元)	2.88	36.40	47.3	59.2	72.2
收入增速	-5%	1164%	30%	25%	22%
毛利率	88.30%	81.73%	76.52%	76.52%	76.52%
化妆品-其它					
收入(百万元)	95.8	136.5	177.4	221.8	270.6
收入增速	13%	43%	30%	25%	13%
毛利率	68.67%	71.47%	67.87%	67.87%	67.87%
合计					
收入(百万元)	805.0	1,209.7	2203.7	3105.4	4300.4
收入增速	16%	50%	82%	41%	38%
毛利率	81.22%	82.47%	82.52%	82.76%	83.00%

资料来源：wind、iFnd，东方证券研究所预测

投资建议

公司所在行业为化妆品行业，盈利状况整体稳定，同行业竞争充分，采用同行业可比公司相对估值方法最为合适。我们主要选择港股的巨子生物、上美股份、毛戈平以及 A 股的水羊股份、丸美生物、贝泰妮作为可比公司，调整后 2026 年平均 PE 估值为 26 倍，将此平均 PE 估值作为公司 2026 年估值倍数，对应公司合理估值为 146.12 亿元人民币(约合 163.61 亿港币，港币汇率为 1 港币约等于 0.8931 元人民币)，目标价约 116.86 元港币，首次给予“买入评级”。

表 26：可比公司估值

公司代码	公司名称	最新市值 (亿元人民币)	净利润(亿元人民币)				PE 估值			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
2367.HK	巨子生物	334.2	20.62	22.88	27.40	32.96	16.20	14.60	12.20	10.14
2145.HK	上美股份	265.9	7.81	10.85	13.53	16.74	34.04	24.52	19.66	15.89
1318.HK	毛戈平	389.6	8.81	11.98	15.54	19.60	44.25	32.52	25.08	19.88
300740.SZ	水羊股份	95.0	1.10	1.98	2.99	3.81	86.38	47.94	31.80	24.94
603983.SH	丸美生物	134.7	3.42	3.81	4.76	5.77	39.44	35.35	28.33	23.35
300957.SZ	贝泰妮	182.1	5.03	4.73	5.94	6.73	36.19	38.47	30.65	27.05
调整后平均							38.48	32.71	25.93	21.02

数据来源：wind，东方证券研究所

备注：最新市值取自 2026 年 1 月 21 日收盘价。

风险提示

行业竞争加剧。国内的国货化妆品行业高度分散，且竞争激烈，化妆品公司面对众多现有和潜在的市场参与者竞争，包括国际和本地知名品牌、新进市场参与者，及拥有多元产品组合或更强财务实力的公司。若行业竞争加剧，或对化妆品公司业务产生不利影响。

供应链效率下降。化妆品公司的供应链可能会受到多项风险的影响，包括物流效率低下、质量控制问题、交货延迟、违反法规或主要供应商破产等。若供应链管理出现任何中断或故障均，可能对化妆品公司的业务、财务状况及经营业绩产生不利影响。

新品发展不及预期。新品的推出取决于诸多无法控制的因素，包括行业趋势、市场需求、监管审批、生产效率、竞争和消费者接受度。若新品销售情况不佳，可能导致化妆品公司收入利润增长不及预期。

费用投入较高的风险。如果公司费用投入较高(如销售费用等)导致费用率降低不及预期，将对未来业绩产生不利影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。