

# 快速成长的以油养肤高端国货品牌

华泰研究

2026年2月05日 | 中国香港

首次覆盖

零售

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

130.88

首次覆盖林清轩并给予买入评级,目标价 130.88 港币,对应 26E 28x 经调整 PE。林清轩聚焦高端抗皱紧致产品,开创以油养肤理念,品牌定位及产品心智清晰,所处赛道增长潜力足;大单品山茶花精华油已发展至第五代,“1+4”品类战略下乳液及爽肤水/面霜/精华/防晒霜等多品类矩阵奠定后续成长动能;全渠道销售网络驱动公司线上线下销售表现稳步增长,核心技术研发有望不断巩固细分市场领导地位并赋能产品创新。我们看好以油养肤市场的渗透率提升红利,公司凭借突出市场教育能力、品牌塑造能力及产品开拓能力,有望快速把握线上高增机遇。

## 以油养肤:从小品类到大市场

过往“以油养肤”市场受限于肤感及使用场景限制/品牌商市场教育不足/消费者认知不足等市场规模有限(24年面部精华油规模 53 亿元/渗透率 1.1%,CIC)。我们认为以下因素正驱动其渗透率快速提升:1)产品端:技术创新拓宽应用边界;2)品牌商:加码产品布局,社媒加速市场教育;3)消费端:皮肤屏障修护意识升级。油类产品的常用核心成分植物油作为“纯净美妆”代表,兼具天然安全性与品牌叙事潜力。其中,高山红山茶油作为中国本土最具代表性的成分之一,功效优势与深厚东方文化底蕴兼备。

## 林清轩:品牌心智突出,大单品孵化能力持续跨品类复制

作为“以油养肤”先驱,林清轩在山茶花成分上已积累强品牌心智。其核心大单品山茶花精华油于 2014 年问世,迄今已发展至第五代,夯实品牌根基。其潜力新品小金珠膨弹水主打 SPA 级精华水/水油同补,卖点清晰、定位差异化,25M7 推出后登顶抖音商场双 11 化妆品类目榜。基于“1+4”品类战略(精华油+四个超级单品),我们看好公司在面霜/防晒/面膜等更多品类继续复制其单品孵化能力,其扎实的研发体系及配方积淀有望赋能产品创新。

## 兼具线下门店运营能力及线上高效转型能力

自 2008 年开出首家门店,林清轩已在长期线下运营中沉淀扎实的零售与门店管理经验。25H1 线下收入 3.63 亿元/yoy+51.5%,全国门店数 554 家(直营 366 家),伴随店效提升、门店扩张及经销网络覆盖,线下渠道 26-27 年有望维持双位数增长。更难得之处在于,公司疫后积极把握线上机遇,转型魄力、组织韧性与渠道适应能力凸显。25H1 公司线上收入 6.88 亿元/yoy+137.1%。我们认为依托自有人物 IP 矩阵及品类矩阵直播间/KOL 及 KOC 合作等方式,公司大单品有望于线上继续破圈。

## 我们与市场观点不同之处

市场担忧以油养肤市场空间有限、公司增长持续性及利润率稳定性。而我们认为:1)以油养肤市场处渗透率快速提升阶段,伴随品类扩张市场空间有望持续扩容。2)公司大单品孵化能力已得到彰显并在持续复制;3)公司在线上转型阶段伴随规模效应释放,利润率持续提升(2023/2024 经调整归母净利润率分别达 11.0%/16.6%),彰显高运营效率。

## 盈利预测与估值

我们预测公司 25-27 年经调整归母净利润分别为 3.85/5.89/8.21 亿元,同比 +92%/+53%/+39%,经调整归母净利润率分别为 17.4%/18.3%/18.4%。参考可比公司 iFind 2026E 一致预期均值 23x,考虑公司产品迭代能力、多品类拓展能力,及所处赛道的结构性增长机遇,给予公司 26E 调整后市盈率 28x,对应目标价 130.88HKD(汇率 0.89),首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:竞争加剧;品牌声誉受损;新品表现不及预期;盈利能力下降。

樊俊豪

SAC No. S0570524050001  
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com  
+(852) 3658 6000

孙丹阳

SAC No. S0570519010001  
SFC No. BQQ696

研究员

sundanyang@htsc.com  
+(86) 21 2897 2038

洪洋\*

SAC No. S0570125070021

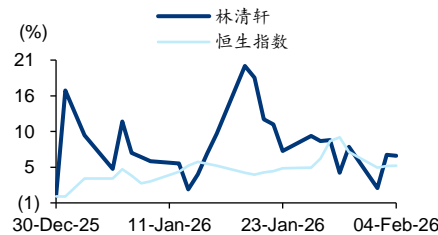
联系人

hongyang@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

收盘价(港币 截至 2 月 4 日)	82.65
市值(港币百万)	11,716
6 个月平均日成交额(港币百万)	43.13
52 周价格范围(港币)	74.45-96.00

## 股价走势图



资料来源: S&P

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	1,210	2,218	3,214	4,464
+/-%	50.27	83.34	44.91	38.91
归母净利润(百万)	186.83	350.40	529.34	760.16
+/-%	121.06	87.55	51.07	43.60
归母净利润(调整后,百万)	200.24	385.40	589.34	821.16
+/-%	126.37	92.47	52.92	39.33
EPS(调整后,最新摊薄)	1.41	2.72	4.16	5.79
PE(调整后,倍)	52.07	27.06	17.69	12.70
PB(倍)	17.04	5.23	4.13	3.17
ROE(调整后,%)	37.01	29.57	26.08	28.27
EV EBITDA(倍)	34.52	17.10	11.07	7.17
股息率(%)	0.48	0.00	0.00	0.00

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	805.00	1,210	2,218	3,214	4,464
销售成本	(151.14)	(211.99)	(406.65)	(573.02)	(766.84)
<b>毛利润</b>	<b>653.86</b>	<b>997.66</b>	<b>1,811</b>	<b>2,641</b>	<b>3,697</b>
销售及分销成本	(485.52)	(688.48)	(1,220)	(1,800)	(2,518)
管理费用	(62.43)	(77.76)	(130.85)	(146.23)	(187.50)
其他收入/支出	15.62	17.92	7.68	7.68	7.68
财务成本净额	1.37	0.10	(0.49)	0.61	6.17
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>99.66</b>	<b>218.29</b>	<b>412.23</b>	<b>622.76</b>	<b>894.31</b>
税费开支	(15.14)	(31.46)	(61.83)	(93.41)	(134.15)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归母净利润</b>	<b>84.52</b>	<b>186.83</b>	<b>350.40</b>	<b>529.34</b>	<b>760.16</b>
非通用准则调整项	3.94	13.41	35.00	60.00	61.00
调整后归母净利润	88.46	200.24	385.40	589.34	821.16
折旧和摊销	(79.87)	(76.50)	(100.08)	(127.70)	(155.32)
EBITDA	178.16	294.69	512.81	749.85	1,043
EPS (人民币, 基本)	0.60	1.32	2.47	3.73	5.36

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	55.08	141.24	235.37	295.32	414.87
应收账款和票据	77.44	110.51	234.08	265.26	428.37
现金及现金等价物	285.73	440.32	1,857	2,324	3,076
其他流动资产	11.14	2.03	0.00	0.00	0.00
<b>总流动资产</b>	<b>429.39</b>	<b>694.10</b>	<b>2,326</b>	<b>2,884</b>	<b>3,919</b>
固定资产	174.54	229.08	252.48	271.88	287.29
无形资产	7.83	7.65	10.59	12.90	14.60
其他长期资产	126.99	143.13	171.71	177.29	159.87
<b>总长期资产</b>	<b>309.36</b>	<b>379.86</b>	<b>434.77</b>	<b>462.07</b>	<b>461.76</b>
<b>总资产</b>	<b>738.75</b>	<b>1,074</b>	<b>2,761</b>	<b>3,346</b>	<b>4,381</b>
应付账款	164.01	274.75	566.92	619.10	968.09
短期借款	32.28	37.77	36.50	36.50	36.50
其他负债	34.52	58.30	58.30	58.30	58.30
<b>总流动负债</b>	<b>230.81</b>	<b>370.82</b>	<b>661.73</b>	<b>713.90</b>	<b>1,063</b>
长期债务	37.83	91.06	104.56	108.05	33.59
其他长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总长期负债</b>	<b>37.83</b>	<b>91.06</b>	<b>104.56</b>	<b>108.05</b>	<b>33.59</b>
股本	25.14	25.14	28.35	28.35	28.35
储备/其他项目	444.98	586.93	1,967	2,496	3,256
股东权益	470.12	612.07	1,995	2,524	3,284
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>470.12</b>	<b>612.07</b>	<b>1,995</b>	<b>2,524</b>	<b>3,284</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	123.38	55.81	29.76	19.70	13.72
PB	22.18	17.04	5.23	4.13	3.17
调整后 PE (倍)	117.88	52.07	27.06	17.69	12.70
调整后 ROE	20.77	37.01	29.57	26.08	28.27
EV EBITDA	57.50	34.52	17.10	11.07	7.17
股息率 (%)	0.00	0.48	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	1.05	1.13	3.55	4.44	7.88

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	178.16	294.69	512.81	749.85	1,043
融资成本	(1.37)	(0.10)	0.49	(0.61)	(6.17)
营运资本变动	63.93	(8.48)	74.48	(38.96)	66.34
税费	(15.14)	(31.46)	(61.83)	(93.41)	(134.15)
其他	(19.77)	51.86	1.54	0.61	6.17
<b>经营活动现金流</b>	<b>205.82</b>	<b>306.51</b>	<b>527.48</b>	<b>617.47</b>	<b>975.65</b>
CAPEX	(117.24)	(136.91)	(155.00)	(155.00)	(155.00)
其他投资活动	30.48	48.32	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(86.76)</b>	<b>(88.59)</b>	<b>(155.00)</b>	<b>(155.00)</b>	<b>(155.00)</b>
债务增加量	28.91	58.72	12.24	3.50	(74.46)
权益增加量	0.00	0.00	1,032	0.00	0.00
派发股息	0.00	(50.00)	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(65.54)	(72.21)	(0.49)	0.61	6.17
<b>融资活动现金流</b>	<b>(36.64)</b>	<b>(63.49)</b>	<b>1,044</b>	<b>4.11</b>	<b>(68.29)</b>
现金变动	82.43	154.43	1,417	466.58	752.36
年初现金	203.12	285.73	440.32	1,857	2,324
汇率波动影响	0.18	0.16	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>285.73</b>	<b>440.32</b>	<b>1,857</b>	<b>2,324</b>	<b>3,076</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	16.47	50.27	83.34	44.91	38.91
毛利润	21.29	52.58	81.53	45.81	40.01
营业利润	(269.40)	142.22	102.25	51.70	43.29
净利润	(1,540)	121.06	87.55	51.07	43.60
调整后净利润	(2,561)	126.37	92.47	52.92	39.33
EPS (基本)	(1,540)	121.06	87.55	51.07	43.60
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	81.22	82.48	81.66	82.17	82.82
EBITDA	22.13	24.36	23.12	23.33	23.37
净利润率	10.50	15.45	15.80	16.47	17.03
调整后净利润率	10.99	16.55	17.38	18.34	18.39
ROE	19.85	34.53	26.88	23.43	26.17
调整后 ROE	20.77	37.01	29.57	26.08	28.27
ROA	13.17	20.61	18.27	17.33	19.68
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(45.87)	(50.89)	(86.01)	(86.32)	(91.52)
流动比率	1.86	1.87	3.52	4.04	3.69
速动比率	1.62	1.49	3.16	3.63	3.30
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	1.25	1.33	1.16	1.05	1.16
应收账款周转天数	31.01	27.97	27.97	27.97	27.97
应付账款周转天数	313.56	372.56	372.56	372.56	372.56
存货周转天数	149.52	166.70	166.70	166.70	166.70
现金转换周期	(133.02)	(177.89)	(177.89)	(177.89)	(177.89)
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS (基本)	0.60	1.32	2.47	3.73	5.36
EPS (调整后, 基本)	0.62	1.41	2.72	4.16	5.79
每股净资产	3.32	4.32	14.07	17.81	23.17



## 正文目录

<b>投资要点</b> .....	<b>6</b>
我们与市场观点不同之处 .....	6
<b>以油养肤品类结构性增长机会突出</b> .....	<b>8</b>
中国护肤品市场：具备结构性成长机会 .....	8
高端护肤品牌格局相对集中，林清轩生态位稀缺 .....	10
以油养肤：从小品类到大市场，原料叙事强化认知 .....	12
<b>林清轩：以山茶花成分为核心的以油养肤领军者</b> .....	<b>16</b>
聚焦高端抗皱紧致，开创“以油养肤” .....	16
股权结构集中、股东关系稳定 .....	16
近年来营收增速加快、净利润端实现转正 .....	17
<b>聚焦高端抗皱紧致，“以油养肤”先驱</b> .....	<b>20</b>
聚焦高端/油类/山茶花成分，品牌定位及品类心智清晰 .....	20
大单品夯实用户认知，打造多品类矩阵 .....	21
渠道端构建线上线下一体化 OMO 网络 .....	24
线下：多线级城市深入渗透，直营店效稳健增长 .....	24
线上：多平台布局，自播+达播双轮驱动 .....	27
数字化会员体系完善 .....	28
丰富研发储备、全产业链深度融合巩固细分市场领导地位 .....	29
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>31</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>34</b>

## 图表目录

图表 1: 以油养肤市场发展驱动因素概览 .....	7
图表 2: 林清轩: 核心竞争力概览 .....	7
图表 3: 中国护肤品市场结构性增长点概览 .....	8
图表 4: 抗皱紧致护肤类产品市场规模及渗透率 .....	8
图表 5: 抗皱紧致护肤品市场结构 (按产品类型) .....	8
图表 6: 高端护肤品市场增速快于整体 .....	9
图表 7: 高端抗皱紧致护肤品市场规模及增速 .....	9
图表 8: 25M1-11 护肤线上市场 GMV 规模与增速 .....	10
图表 9: 25M1-11 眼部护理线上市场 GMV 占比 .....	10
图表 10: 中国护肤品行业线上/线下渠道市场规模 .....	10
图表 11: 中国护肤品行业线上/线下市场规模占比 .....	10
图表 12: 中国高端护肤品市场格局 (2024) .....	11
图表 13: 中国高端抗皱紧致类产品市场格局 (2024) .....	11
图表 14: 中国面部精华油类产品市场格局 (2024) .....	11
图表 15: 人体皮肤角质层结构 .....	12
图表 16: 角质层受损前后对比 .....	12
图表 17: 以油养肤的产品形态在不断演进、品类边界逐渐模糊 .....	13
图表 18: 供给创新带动细分赛道扩容。伴随新叙事, “品类树”仍在不断被点亮 .....	13
图表 19: 海外品牌经典精华油产品 .....	14
图表 20: 线上主要电商平台 (淘宝+抖音+京东) 精华油头部品牌 GMV 排名及基本情况 (2025) .....	14
图表 21: 线上主要电商平台 (淘宝+抖音+京东) 面部精华油头部品牌排名及基本情况 (25M1-25M11) .....	15
图表 22: 林清轩: 公司发展历史 .....	16
图表 23: 林清轩股权结构 (已悉数行使超额配售权后) .....	16
图表 24: 林清轩董事会及高级管理层 .....	17
图表 25: 林清轩: 收入及同比增速 .....	17
图表 26: 林清轩归母净利润及经调整净利润情况 .....	17
图表 27: 林清轩收入结构 (分品类) .....	18
图表 28: 林清轩分品类收入同比增速 (2023-1H25) .....	18
图表 29: 林清轩收入结构-按渠道 .....	18
图表 30: 林清轩: 分渠道收入增速 .....	18
图表 31: 公司分产品毛利率表现 .....	19
图表 32: 公司费用端表现 .....	19
图表 33: 林清轩: 品牌定位及品类认知 .....	20
图表 34: 林清轩: 山茶花种植基地 .....	21
图表 35: 林清轩: IP 联名系列 .....	21
图表 36: 公司收入 (按产品类别) 及各品类代表性产品 .....	21
图表 37: 林清轩品牌与部分单品用户年龄画像 .....	22
图表 38: 林清轩品牌与 IP 矩阵用户年龄画像 .....	22
图表 39: 各品类典型 SKU 一览 .....	23



图表 40: 2024 与 25M7-11 林清轩抖音渠道各品类占比 .....	23
图表 41: 林清轩小金珠精华水产品介绍 .....	23
图表 42: 公司各销售渠道情况一览 .....	24
图表 43: 2022-1H25 林清轩各线城市门店营收、数量及店型城市门店选址一览 .....	25
图表 44: 林清轩门店数量-按城市线级 .....	25
图表 45: 林清轩门店数量-按经营模式 .....	25
图表 46: 林清轩: 不同门店模式解析 .....	26
图表 47: 林清轩直营店同店表现 .....	26
图表 48: 林清轩直营店单店日均收入 (按开业年份) .....	26
图表 49: 林清轩: 线下业务增长驱动拆解 .....	27
图表 50: 林清轩: 线上直营分平台收入数据 .....	28
图表 51: 林清轩: 销售费用拆分 .....	28
图表 52: 林清轩: 线上销售费用率 .....	28
图表 53: 林清轩: 线下销售费用率 .....	28
图表 54: 公司线上线下融合 (OMO) 营销策略 .....	28
图表 55: 林清轩: 核心成分及核心技术 .....	29
图表 56: 林清轩: 原料产能 .....	30
图表 57: 林清轩: 原料产能利用率 .....	30
图表 58: 林清轩: 生产流程质量控制 .....	30
图表 59: 林清轩: 研发费用及研发费用率 .....	30
图表 60: 林清轩: 新 SKU 数量及对应收入 .....	30
图表 61: 林清轩: 收入预测 (按渠道) .....	32
图表 62: 林清轩: 费用及净利润预测 .....	33
图表 63: 林清轩: 可比公司估值表 .....	33
图表 64: 林清轩 PE-Bands .....	34
图表 65: 林清轩 PB-Bands .....	34

## 投资要点

**以油养肤：从小品类到大市场。为何此前以油养肤市场规模受限？**

产品端：肤感及使用场景限制渗透。过往精华油产品多数肤感粘腻、吸收度欠佳，适用肤质多局限于干性或极干性皮肤。经典护肤流程（水→乳液→精华→霜）步骤已较冗余，而此前以油养肤产品功效以封闭保湿为主，消费者使用场景空间有限。

供给端：品牌方资源集中于精华液、面霜等成熟大品类，对精华油的研发投入及主动教育相对不足。

消费端：对油类的刻板印象限制品类接受度提升。早期消费者仍困于对油类产品黏腻/闷痘/难吸收的传统刻板印象，先锋性的产品探索与滞后的消费心智存在明显代差。

**我们认为，当下供需共振下以油养肤赛道有望加速发展、孕育百亿赛道。**

产品端：技术创新拓宽应用边界。剂型及包裹技术提升推动油类产品从纯油进阶至水油相/以油入霜类产品，“精华油+功效成分”进阶搭配亦进一步丰富产品形态，提升功效感知。

供给端：品牌商加速市场教育，社媒驱动传播。品牌方协同头部 KOL 于抖音/小红书等平台深化品类教育、加速场景传播，推动以油养肤理念从小圈层向大众扩散。

消费端：皮肤屏障修护意识升级。消费者护肤认知由单一补水进阶至屏障稳态修护，油类产品因能有效补充皮脂膜、助力屏障稳态而顺势走红。此外精细化护理需求崛起，油类产品凭借较高单价、强感知以及精致仪式感，成为锚定高端化叙事的典型品类。

**原料视角，植物油主导天然叙事，功效卓越。**植物油富含不饱和脂肪酸，亲肤性优，且作为“纯净美妆”代表，兼具天然安全性与品牌叙事潜力。其中高山红山茶油作为中国本土最具代表性的成分之一，功效优势与深厚文化底蕴兼备。

**林清轩凭借优势大单品已占据先发优势，充分把握快速增长细分赛道机遇。**

产品端：大单品势能突出，积极拓宽品类矩阵。精华油大单品上市 12 年已 5 次迭代，新品“小金珠嘭弹水”主打精华级水油同补+抗皱+修护三效合一，定位差异化且卖点清晰。25 年 7 月推出后双 11 期间已登顶抖音商场化妆水类目榜第一，成功验证公司跨品类孵化的领先速度。公司积极构建 1+4 品类矩阵，以山茶花精华油为核心，延伸至水（小金珠）、霜（黑金面霜）、防晒（小金伞防晒）及面膜等全护肤流程体系，不断满足多元场景需求。

渠道端，线下成长空间仍可观，线上把握快增渠道机会。1) 线下：截至 1H25 公司线下直营+联营合计 554 家门店，通过优质服务及门店“护肤第三空间”建立长期消费者信任。直营同店表现强劲（1H25yoy+19.6%）；参考全国约 1200+家中高端购物中心（我们参考大悦城/龙湖天街等中高端商场数量大致估计），门店数量亦有扩充空间。23 年引入经销商，零售端同步入驻 KKV/屈臣氏等渠道，多渠道高质量扩张。2) 线上：以内部 IP 直播间+品类矩阵等为抓手快速放量，自播达播双轮驱动，积极把握新兴内容平台快速增长机会。

研发端，丰富研发成果与全价值链整合巩固细分市场领导地位。公司锁定优质种植基地，以自有技术专利与产能围绕高山红山茶原料深耕核心技术研发并实现全价值链整合，有望不断巩固细分市场领导地位。

## 我们与市场观点不同之处

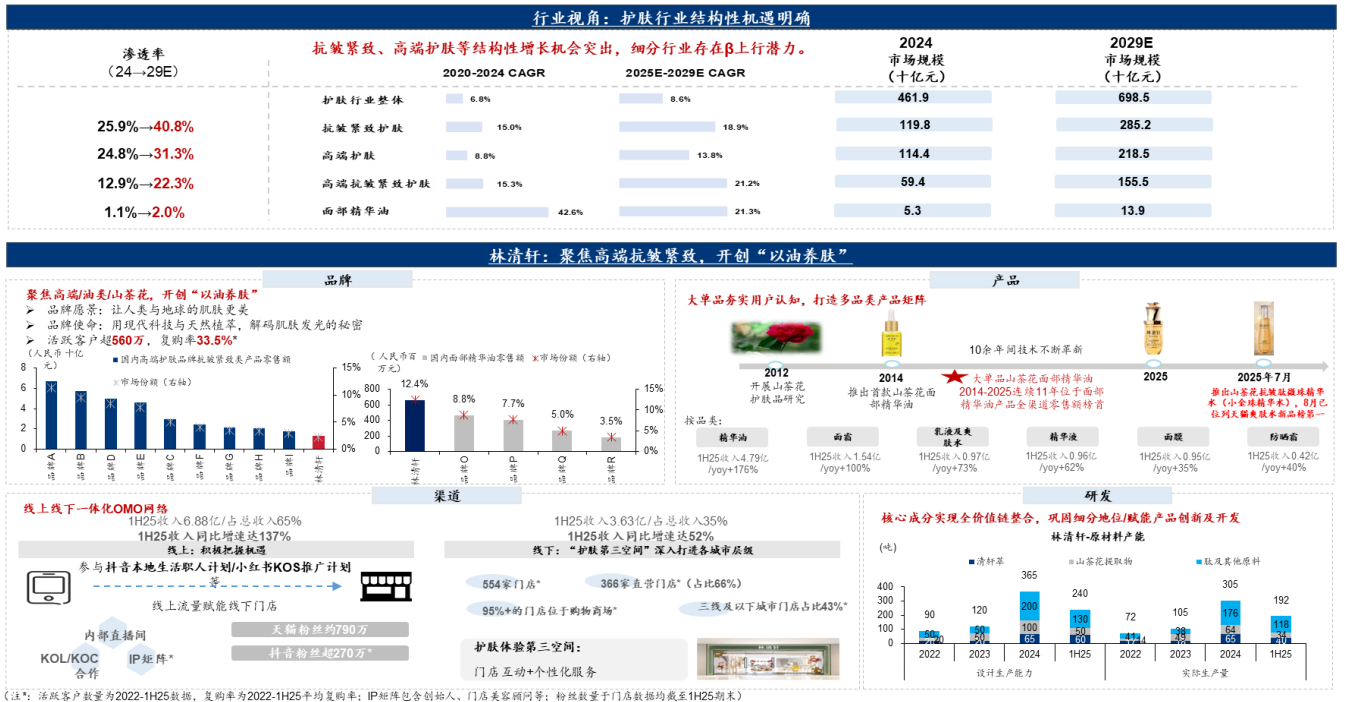
市场担忧以油养肤市场空间有限、公司增长持续性及利润率稳定性。而我们认为：1) 以油养肤市场处渗透率快速提升阶段，伴随品类扩张市场空间有望持续扩容。2) 公司大单品孵化能力已得到彰显并在持续复制；3) 公司在线上转型阶段伴随规模效应释放，利润率持续提升，彰显高运营效率。

图表1：以油养肤市场发展驱动因素概览



资料来源：灼识咨询，新红，公司招股说明书，华泰研究

图表2：林清轩：核心竞争力概览



注：活跃客户数量为2022-1H25数据，复购率为2022-1H25平均复购率，与山茶花种植基地签订供应协议数量为截至2025.11.24；IP矩阵包含创始人、门店美容顾问等；粉丝数量与门店数据均截至1H25期末。

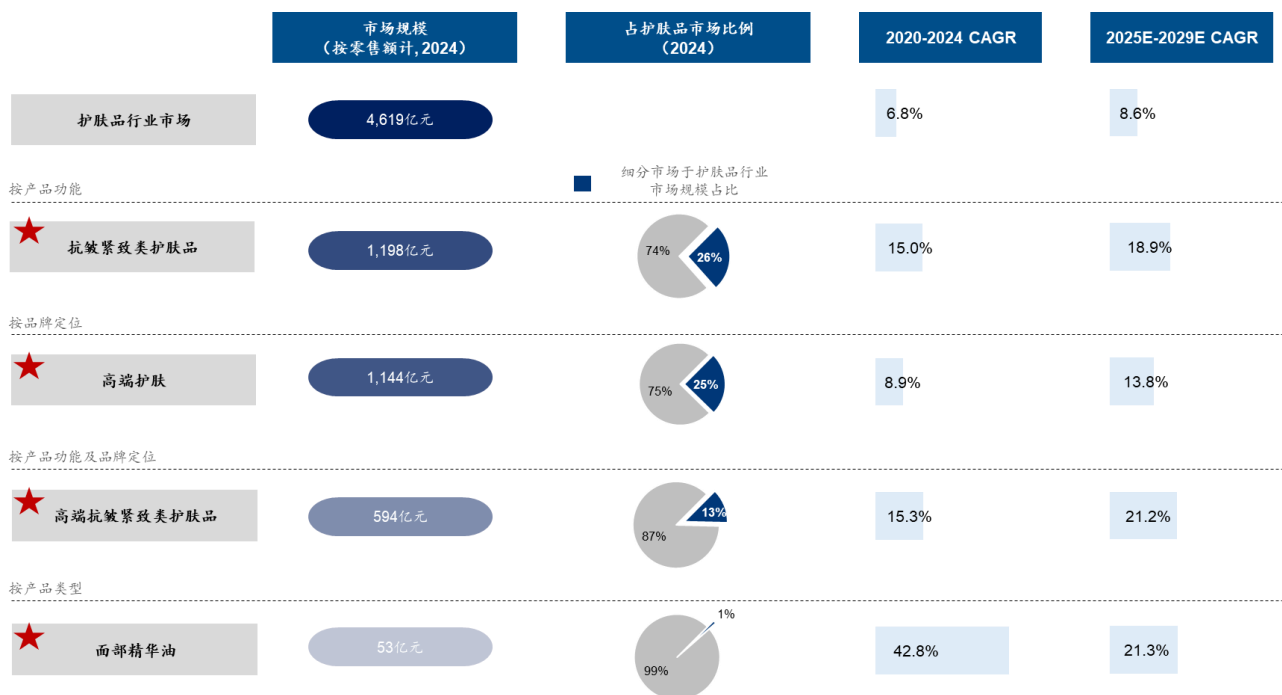
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

## 以油养肤品类结构性增长机会突出

### 中国护肤品市场：具备结构性成长机会

中国护肤品市场规模整体呈现稳步增长态势，抗皱紧致、高端护肤等结构性增长机会突出。2024年中国护肤品市场规模达4619亿元，对应2020-2024年CAGR达6.8%，高于同期化妆品整体（5.3%）。按产品结构看，我们认为护肤品存在结构性增长机会，预计2025E-2029E抗皱紧致护肤品、高端护肤品（定价通常高于行业平均水平的50%，CIC）、高端抗皱紧致护肤品、及面部精华油四大细分品类将录得高于护肤品行业整体的增速。

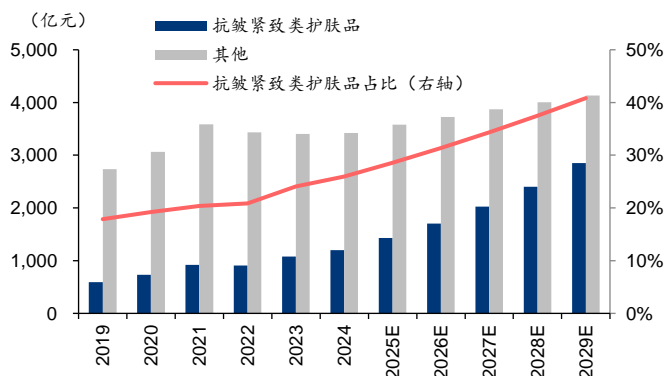
图表3：中国护肤品市场结构性增长点概览



资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，华泰研究

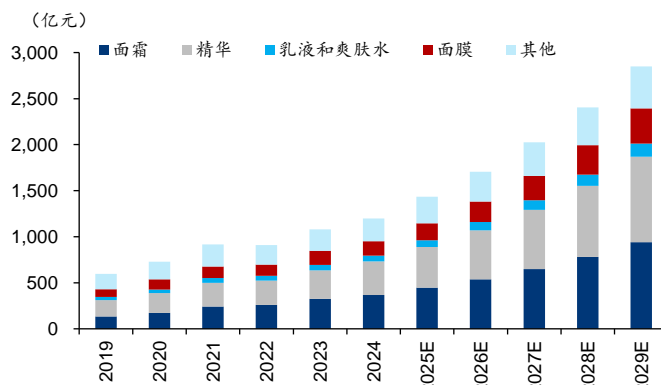
**按功效：抗皱紧致类护肤品日益受欢迎。**随护肤观念不断演变、消费者对抗皱紧致需求不断提高以及年轻用户参与度持续提升，抗皱紧致护肤品2024年市场规模1198亿元，对应2020-2024 CAGR达15%，占护肤品市场的26%；CIC预计2025-2029年该细分赛道市场规模将以18.9%的CAGR增长至2852亿元，市场占比进一步提升至40.8%。抗皱紧致护肤品中，精华及面霜是重要板块，抗皱紧致精华与抗皱紧致面霜2024年市场规模分别达365亿元/367亿元，占抗皱紧致护肤市场规模的30.5%/30.6%。

图表4：抗皱紧致护肤类产品市场规模及渗透率



资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，华泰研究

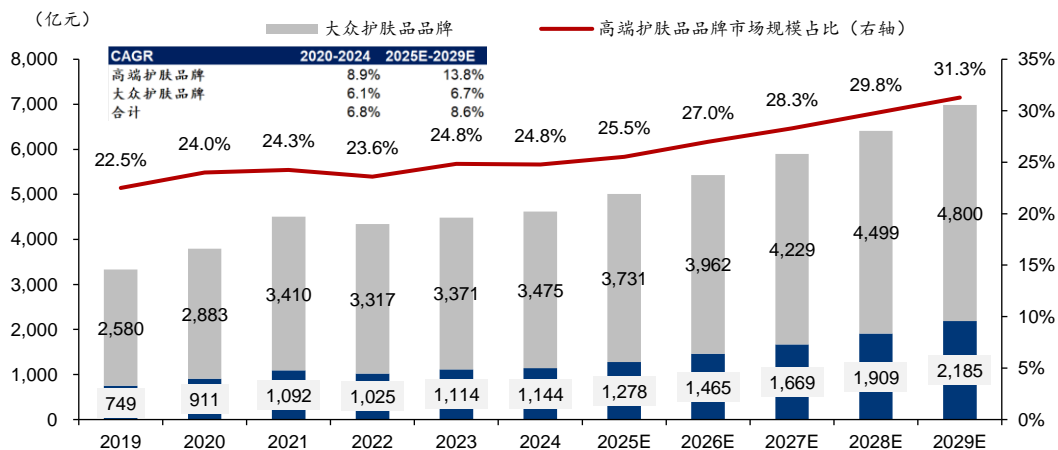
图表5：抗皱紧致护肤品市场结构（按产品类型）



资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，华泰研究

**按层级：高端护肤品市场增速快于整体。**2024 年高端护肤品市场规模达 1144 亿元，占护肤品市场的 25%。随高端护肤品牌持续创新、消费者护肤意愿日益增长，CIC 预计 2029 年高端护肤品市场规模有望达 2185 亿元，对应 2025E-2029E CAGR 达 13.8%，市场占比有望提升至 31.3%/较 2024 年增长 6.5pct。

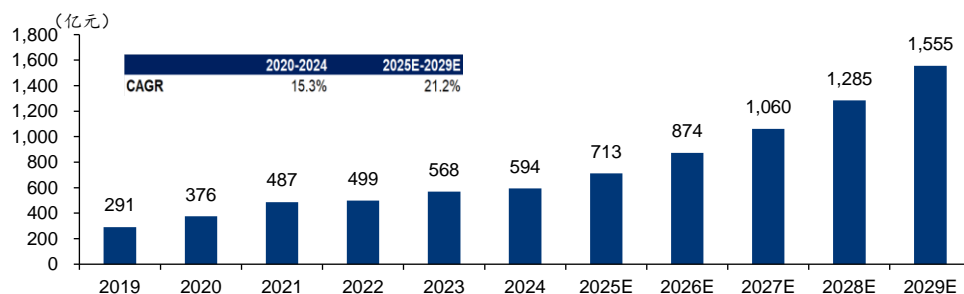
**图表6： 高端护肤品市场增速快于整体**



资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，华泰研究

**高端品牌因其卓越的产品质量和应用尖端研发技术而闻名，其推出的抗皱紧致品类可靠性相对更高，更易赢得消费者信任与偏好。**近年来中国高端抗皱紧致类护肤品市场规模增长显著，由 2019 年的 291 亿元增长至 2024 年的 594 亿元，对应 2020-2024 年 CAGR 15.3%，CIC 预计 2025-2029 年高端抗皱紧致护肤品将以 21.2% 的 CAGR 增长至 1555 亿元。

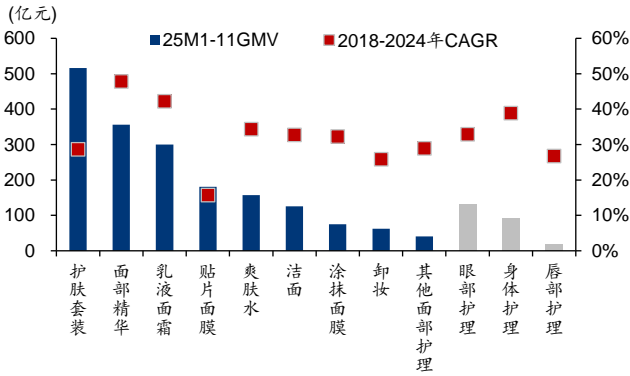
**图表7： 高端抗皱紧致护肤品市场规模及增速**



资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，华泰研究

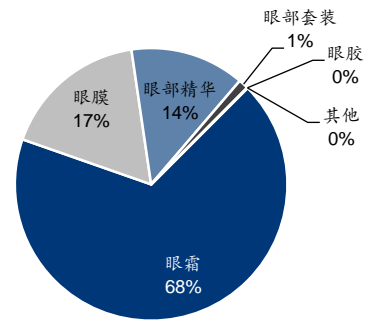
**按品类：面部精华为线上渠道增长最快的品类。**据久谦数据，25M1-11 线上渠道面部护理市场 GMV 达 1815 亿元，2018-2024 年 CAGR 达 31.2%，其中护肤套装/面部精华/乳液面霜为最大的三个细分市场，规模分别为 516/357/300 亿元，CAGR 为 28.6%/47.8%/42.2%，面部精华增速最快。另外，眼部护理/身体护理/唇部护理为仅次于面部护理的护肤品类，虽市场规模相较于面部护理市场仍较小，个护精细化趋势下细分品类有望延续较优增长。

**近年来“以油养肤”的护肤理念推动中国面部精华油市场规模显著增长。**据 CIC，2020-2024 年面部精华油细分品类以 42.8% 的 CAGR 由 2019 年的 9 亿元增长至 2024 年的 53 亿元，2024 年面部精华油品类渗透率仅 1.1%。预计未来仍将保持快于护肤品市场整体的 CAGR 快速增长，CIC 预计 2029 年面部精华油市场规模有望达 139 亿元/对应 2025E-2029E CAGR 21.3%，渗透率有望同步提升至 2.0%。

**图表8：25M1-11 护肤线上市场 GMV 规模与增速**


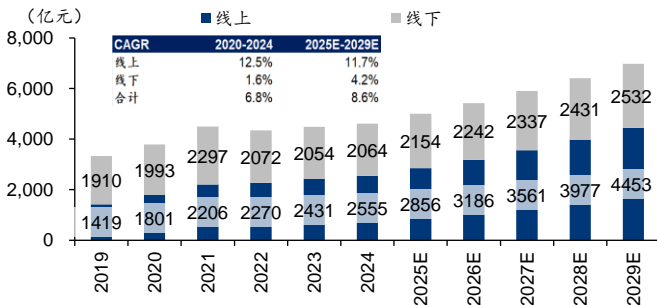
注：身体护理仅统计身体乳、颈霜、颈膜、身体喷雾四个品类。

资料来源：久谦数据，华泰研究

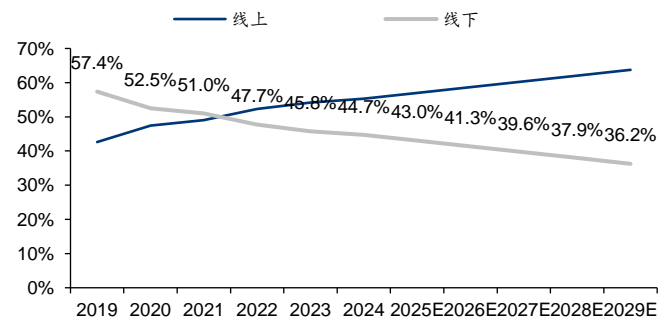
**图表9：25M1-11 眼部护理线上市场 GMV 占比**


资料来源：久谦数据，华泰研究

**按渠道：线下发挥重要作用，线上增长更为显著。**据 CIC，线下零售渠道仍是当前品牌展示形象、传达品牌理念与定位的重要窗口，2024 年占护肤品行业市场规模的 44.7%；线下护肤品渠道规模由 2019 年的 1910 亿元增长至 2024 年的 2064 亿元，2020-2024 年 CAGR 达 1.6%，增长相对稳健。受益于抖音、小红书等内容平台打通内容种草-购买行为链路，近年来线上护肤品销售市场规模增速显著，2024 年市场规模达 2555 亿元，对应 2020-2024 CAGR 达 12.5%，渗透率由 2019 年的 42.6% 提升至 55.3%，线上平台正成为消费者购买化妆品的主要渠道。

**图表10：中国护肤品行业线上/线下渠道市场规模**


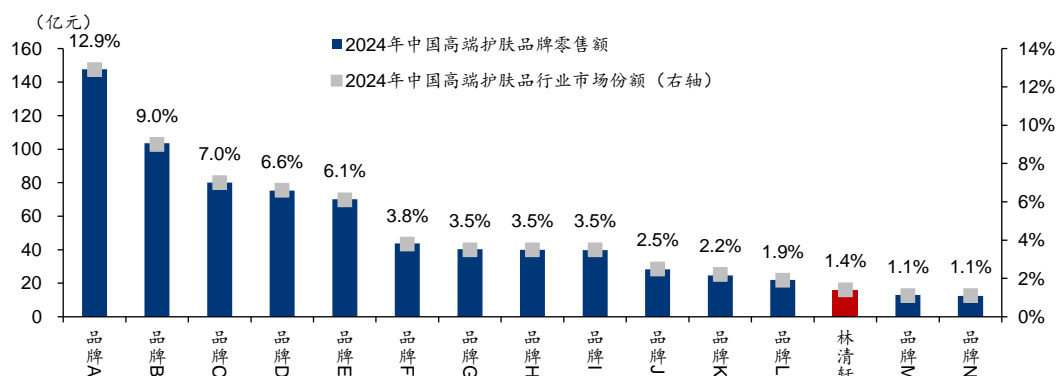
资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，华泰研究

**图表11：中国护肤品行业线上/线下市场规模占比**


资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，华泰研究

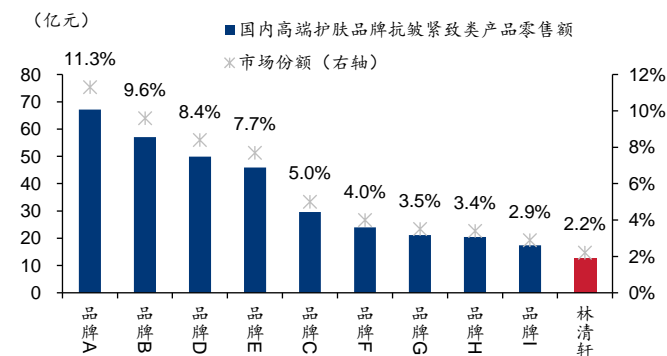
### 高端护肤品牌格局相对集中，林清轩生态位稀缺

**中国高端护肤品行业市场格局相对集中。**据 CIC，2024 年，中国高端护肤品行业零售额达到人民币 1,144 亿元，其中前 15 大高端护肤品牌主要为外资品牌，占据了 66.1% 的市场份额，竞争格局较为集中。林清轩 2024 年位列中国高端护肤品牌第 13 名，是前 15 大高端护肤品牌中唯一的本土品牌。

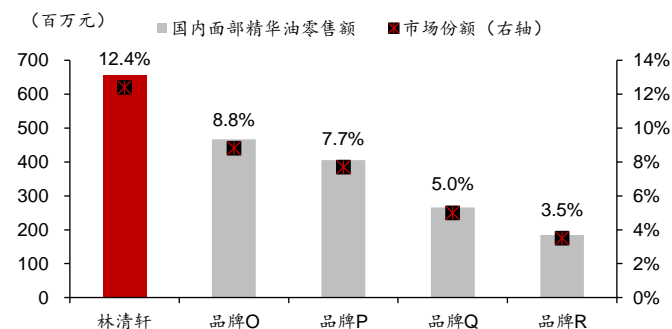
**图表12：中国高端护肤品市场格局（2024）**


资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，华泰研究

林清轩品牌在抗皱紧致类护肤品市场中位列第10，为面部精华油市场第一（按2024年零售额计）。据灼识咨询，2024年林清轩于中国高端抗皱紧致护肤行业位列第10名（按零售额计），占据2.2%的市场份额，为前10名中唯一的国产品牌。据灼识咨询，在中国面部精华油市场中，2024年林清轩以6.57亿的零售额排名第一，市场份额达12.4%。

**图表13：中国高端抗皱紧致类产品市场格局（2024）**


资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，华泰研究

**图表14：中国面部精华油类产品市场格局（2024）**


资料来源：灼识咨询，公司招股说明书，华泰研究

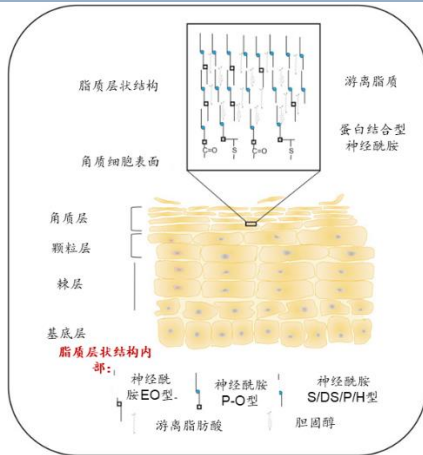
**高端护肤品市场或将迎来发展机遇。** 高端护肤品通过提供具备价值感知的产品来满足消费者对于高品质及尊享性的需求，通常具备进入高端零售渠道的能力，其价格高于行业平均水平50%（CIC）。随中国消费者对优质、高效著称的高端护肤品需求稳步上升，我们认为高端护肤品未来将以较高增速扩大市场规模，并有望继续提升其在整个护肤品市场中的渗透率。与大众护肤品牌相比，高端品牌更倾向将抗皱紧致类护肤品定位为其核心产品线，高端品牌客群通常具有较高的购买力与对抗皱紧致产品更强的需求，故高端抗皱紧致类产品占高端护肤品品牌的整体收入比例相对更高。我们估计随高端品牌市场规模快速提升，高端抗皱紧致类产品也将保持强劲增长势头。

**本土品牌通过独特的品牌故事和文化理念开始赢得关注，多因素推动国产护肤品品牌崛起。** 国内护肤品市场本土品牌崛起，国产品牌市场份额正逐渐增加。产品方面，国产品牌对国内消费者皮肤特性、消费习惯与文化背景理解深刻，更能产出符合消费者预期的护肤品，且原材料本土供应日趋增加，本土品牌正建立供应链优势；品牌建设方面，国产品牌重视品牌文化与消费者情感共鸣，通过独特品牌故事与文化理念赢得消费者关注；营销方面，国产品牌积极通过社交媒体、各类电商平台及直播带货等线上渠道与消费者互动，品牌知名度与声誉日益提高。

## 以油养肤：从小品类到大市场，原料叙事强化认知

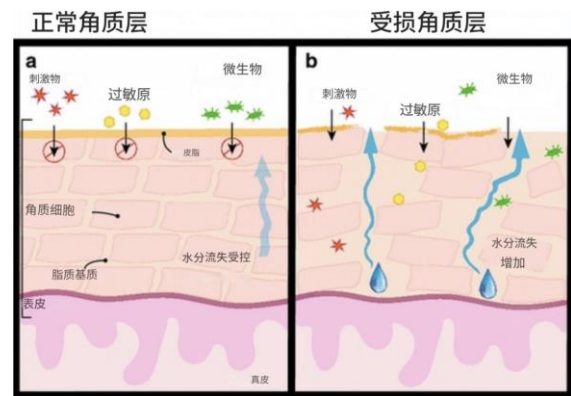
以油养肤本质是通过补充外源性油脂以降低经表皮失水率，同步补充皮脂膜、亦可促进功效成分渗透。人类皮肤最外层的角质层主要由无核扁平细胞及细胞间脂质构成。细胞间脂质主要包括神经酰胺、胆固醇及游离脂肪酸三大组分，油类产品通过补充与皮脂膜及细胞间脂质高度相容的外源性油脂以实现皮肤屏障的生理性修护，主要通过三大途径发挥作用：1) 即时封闭，通过在角质层表面形成一层半透性膜以降低经表皮失水率，为皮肤自愈创造湿润环境；2) 参与渗透，特定脂肪酸分子可渗透入角质层间隙，参与脂质片层重新排列；3) 提升油溶性活性组分（维生素 A/E 等）渗透率，亦可通过脂质包裹技术降低高活性成分对表皮的刺激程度。

图表15：人体皮肤角质层结构



资料来源：《Skin Lipid Barrier: Structure, Function and Metabolism》(Evgeny Berdyshev, 2024), 华泰研究

图表16：角质层受损前后对比



资料来源：《Natural Oils for Skin-Barrier Repair: Ancient Compounds Now Backed by Modern Science》(Alexandra R. Vaughn et al., 2017), 华泰研究

近年来“以油养肤”概念热度呈爆发式增长。我们认为，供给端配方迭代/肤感优化功不可没，需求端认知提升亦加速该概念风靡。

以油养肤的进阶语境中，所指的“油”为精华油，其呈现形式不仅指传统液体油，也包含油膏、微囊油珠等多种形态，与包裹技术相关。近年来“以油养肤”产品于核心成分/剂型/功效等方面持续突破：我们梳理了以油养肤市场的产品形态及配方更迭，将市场发展历程划分为三大阶段。早期产品主要依赖橄榄油、矿物油等高粘度油脂，主打高封闭性保湿，但肤感厚重、吸收较慢且易致痘，受众局限。后续供给端开始引入荷荷巴油等植物油或其他精油调和，功能聚焦于改善缺水、细腻肤质等。当前以油养肤领域已迈入3.0时代，产品兼顾功效与肤感：采用角鲨烷及山茶花油等植物基底油结合生物发酵等技术复配高效活性成分，持续突破产品剂型与功效，以油入霜、以油入水等产品形态纷纷亮相。

配方与技术迭代是驱动品类渗透率上行的核心引擎。以油养肤行业变迁进程中，供给端持续优化产品功效及肤感，改善甚至消除消费者对油类产品易堵塞毛孔/易致痘/难以吸收等痛点的担忧，接受度提升下客群有望持续拓宽。与此同时包裹技术升级使以油养肤类产品复配功效性成分成为新趋势，产品功能不再局限于保湿，供给端功效价值进一步提升。

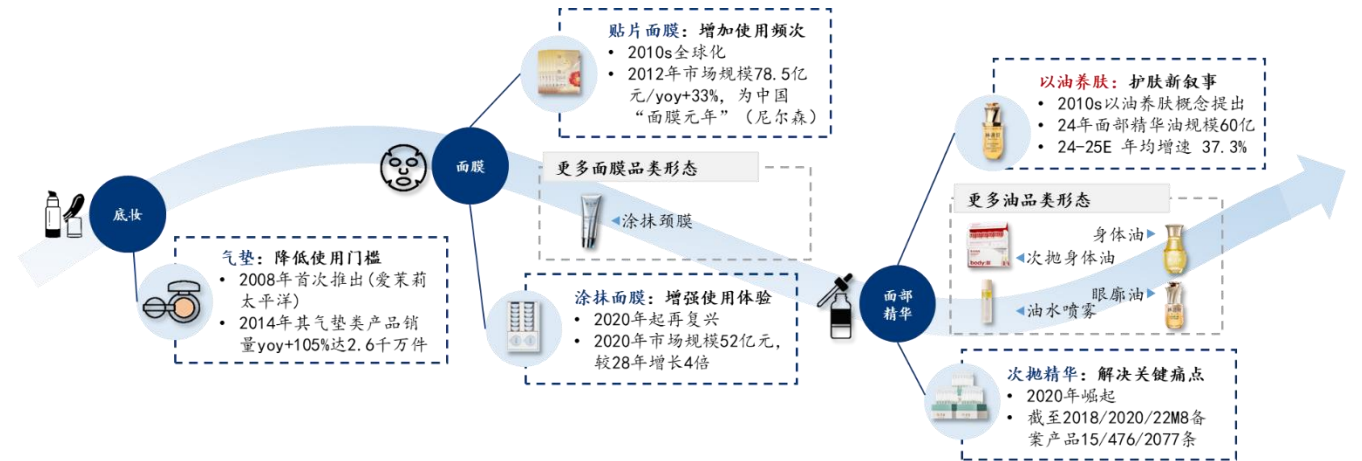
供给创新持续带动细分赛道扩容，伴随新叙事，“品类树”仍在不断被点亮。回溯经典品类赛道扩容进程，底妆/面膜/面部精华等品类随供给端产品形态创新而不断丰盈，“以油养肤”正承接这一创新逻辑，从单一化产品形态向全域护肤场景渗透，成为驱动不同品类增长的新叙事。

图表17: 以油养肤的产品形态在不断演进、品类边界逐渐模糊

	1.0时代: 纯油时代	2.0时代: 复配时代	3.0时代: 兼顾功效与肤感
技术	纯油	油包水主导	油包水/水包油/水油双相等多重包裹技术
核心成分	1) 单一油, 2) 油+蜡, 乳霜类质地 (橄榄油/矿物油等高粘度油脂) 多为纯油/油包水品类, 封闭性佳	植物油+精油+简单酯类 (玫瑰果油/坚果油/荷荷巴油等) 弱乳化或无水调和	轻质油+高效活性成分+创新型 ➢ 轻质油: 角鲨烷等 ➢ 高效活性成分: 维C衍生物、肽类等 ➢ 创新型: 油-精华双相、自乳化油、微乳/纳米乳 肤感轻盈, 选择多样化
代表品类	橄榄油, 凡士林, 冷霜 (Cold Cream)		
功效	高滋养、高封闭性 用于保湿、修复皮肤、提升肤感	延展性好, 稍有浮油 具备单一功效 (改善缺水状态、细腻肤质)	抗皱/紧致/维稳舒缓/屏障修护/改善暗沉/改善毛孔粗大等多重功效 单个产品或有2个及以上功效
肤感	肤感厚重, 油膜感明显, 易致痘 略黏腻, 吸收较缓, 不适合妆前	顺滑, 肤感有改善, 吸收速度加快	水感与油感可做到较优平衡, 吸收速度加快 肤感轻盈, 可辅助妆前保湿

资料来源: Florigy, 娇韵诗公众号, 各品牌小红书官方账号, 公司招股说明书, 华泰研究

图表18: 供给创新带动细分赛道扩容。伴随新叙事, “品类树”仍在不断被点亮



资料来源: 爱茉莉太平洋官网, 尼尔森, 《涂抹面膜市场洞察报告》, 国家药品监督管理局, 华泰研究

需求端, 消费者对皮肤健康的关注点正从表层保湿转向追求强韧屏障。受高频清洁/卸妆等因素的影响, 角质层受损现象频发, 消费者愈发认可油类产品自身强锁水能力以及其作为活性成分载体的高渗透性, 市场诉求正逐渐由单一补水进化至水油同补, 以期从皮肤屏障根源状态上解决易敏感问题。

植物油在肤感及生物活性组分多样性方面均具有显著优势: 1) 植物油亲肤性与渗透性较优。植物油富含不饱和脂肪酸, 其脂肪酸构成与皮肤角质层脂质体系有一定相似性, 合理配比下的复配植物油有助于改善肤感并支持屏障功能。2) 植物油自身功效成分更丰富, 与活性成分叠加或产生较优协同作用。多数植物油天然含有维生素 E/植物甾醇等脂溶性物质, 于基础保湿外亦可额外提供舒缓/抗炎/抗皱支持, 复配功效性成分后部分植物油亦可提升功效成分整体的可及性与耐受性。

山茶花油为精华油领域优秀原料之一。高油酸含量使山茶花油成分结构与人体皮脂脂肪酸高度相似, 复配后产品亲肤性及适用广度更优; 维生素 E/甾醇/多酚等成分增强产品抗氧化/抗炎等功效性导向。配方稳定性角度, 山茶花油碘值适中、抗氧化性较优, 可确保产品生产期间/货架期品质稳定, 亦为品牌提供更大的活性成分复配空间。原料可得性角度, 山茶花于中国具备深厚产业基础与较高资源可得性, 本土化供应优势与叙事优势突出。

纵观全球高端护肤品牌演进史，我们发现将核心植物原料作为品牌烙印是构建深刻品牌心智的成功路径之一。回溯海蓝之谜之于深海巨藻、兰蔻之于千叶玫瑰、欧舒丹之于乳木果等国际品牌的成功经验，提炼具象化的植物符号可极大程度降低消费者认知负荷，将晦涩的成分/功效/生物科技等转化为可感知的自然生命力，助力品牌深入人心；品牌端则可精准锚定营销及研发发力点，以原料更迭推动品类纵向深化、以高端认知反哺自身定价权。作为植物原料，高山红山茶花兼备突出功效与深厚人文底蕴，是极具东方色彩的品牌资产，赋予品牌珍贵的跨周期成长能力。

以油养肤国内竞争格局：海外大单品经久不衰，国货崛起进行时。部分海外品牌积极布局精华油类产品，代表品牌涵盖海蓝之谜（雅诗兰黛旗下）、娇兰（LVMH 旗下）、娇韵诗、Chanel、The Ordinary（雅诗兰黛旗下）、朵梵（雅诗兰黛下）、醉象（资生堂旗下）等。成分角度，复配产品居多；多数产品 30ml 规格价格定位千元贵价水准，多以复配植物油+功效成分添加作为核心卖点。国内品牌正积极通过原料差异化、品类多样化、使用部位差异化拓展产品图谱，同步填补以油养肤中高价位及以下价格带产品空白。

图表19：海外品牌经典精华油产品



注：部分价格为折后。价格参考三方平台（2025年12月10日），可能受价格动态调整/大促等因素影响，仅供参考。  
资料来源：各品牌天猫旗舰店，各品牌官网，久谦中台，华泰研究

图表20：线上主要电商平台（淘宝+抖音+京东）精华油头部品牌 GMV 排名及基本情况（2025）

排名	品牌	基础油核心成分	代表产品	GMV同比增长	品类占比	精华油用途
1	林清轩	高山红山茶	山茶花油5.0精华油 599元/30ml	157%	61.3%	98.1%
2	阿芙	11籽油（多种植物籽混合油）	11籽精华油3.0 319元/30ml	-14%	58.3%	87.9%
3	雏菊的天空	菊科植物、海茴香等	翡冷翠修护精华油 328元/30ml	14%	86.5%	18.5%
4	兰	白池花籽、海樽木籽、亚麻籽等	时光油3.0Pro 258元/30ml	12%	64.1%	95.3%
5	美诗	多重植物油复配	抚纹臻润眼部精粹油 148.5元/30ml	267%	29.7%	68.6%
6	偏偏	玫瑰、黑白松露等	宇宙玫瑰精华油4.0 236元/30ml	24%	63.6%	95.3%
7	米加	山茶角鲨烷、白池花籽油、麒麟竭油	气泡精华油2.0 233元/30ml	-10%	69.0%	99.4%
8	馥郁满铺	欧洲榛籽油、白池花籽油、霍霍巴籽油	小金砖精华油 289元/30ml	55%	51.6%	67.4%
9	娇韵诗	欧洲榛果油	兰花舒缓护理油 500元/30ml	-4%	3.5%	64.6%
10	天露芬	植物角鲨烷、霍霍巴籽油、甜扁桃油	赋活面部精华油 478元/30ml	48%	91.9%	76.9%

注：排名为全平台按退前 GMV 计的精华油销售额排名，品类为我们按各品牌 SKU 中关键词匹配后得到的初步结果；售价参考自三方销售平台，价格动态调整、可能受大促等因素影响，仅供参考。红色标价为高价位段（450 元及以上 30ml），蓝色标价为中价位段（250-350 元 30ml），黑色标价为较低价位段（250 元以下 30ml）。单个品牌统计时包含套组与单品。

资料来源：青眼，久谦中台，各品牌天猫及抖音旗舰店，华泰研究

林清轩面部精华、爽肤水、乳液面霜等品类填补外资与国货品牌中高价位段空白。我们选取久谦护肤品类下部分国货与外资精华油赛道头部品牌进行对比。面部精华及乳液面霜品类线上外资品牌/国货品牌件均价分别集中在 400 元以上/300 元以下，爽肤水产品类分别集中在 350 元以上/300 元以下。林清轩面部精华油、乳液面霜、爽肤水产品类单品定价分别达 342 元/388 元/240 元，有效填补国货品牌与外资品牌间的价格生态位空缺。



图表21：线上主要电商平台（淘宝+抖音+京东）面部精华油头部品牌排名及基本情况（25M1-25M11）

排名	面部精华		乳液面霜		爽肤水		贴片面膜		涂抹面膜		卸妆		护肤套装		洁面	
	品牌	均价	品牌	均价	品牌	均价	品牌	均价	品牌	均价	品牌	均价	品牌	均价	品牌	均价
1	海蓝之谜	1676.1	赫莲娜	2395.8	赫莲娜	978.6	赫莲娜	1423.1	娇兰	3724.0	娇兰	762.5	海蓝之谜	3416.7	赫莲娜	839.9
2	赫莲娜	1434.3	娇兰	2095.4	海蓝之谜	951.7	海蓝之谜	1402.7	赫莲娜	2430.7	赫莲娜	518.5	赫莲娜	3135.9	海蓝之谜	764.9
3	娇兰	1114.5	海蓝之谜	1887.0	娇兰	815.8	娇兰	1057.9	海蓝之谜	2080.0	娇韵诗	312.9	娇兰	1898.5	娇兰	667.7
4	娇韵诗	815.7	雅诗兰黛	1010.2	雅诗兰黛	649.1	雅诗兰黛	939.4	娇韵诗	584.8	雅诗兰黛	309.5	雅诗兰黛	1726.8	雅诗兰黛	337.0
5	雅诗兰黛	698.4	欧舒丹	728.5	娇韵诗	391.2	娇韵诗	523.3	阿芙	140.6	林清轩	133.6	娇韵诗	1014.6	娇韵诗	259.7
6	欧舒丹	607.5	娇韵诗	649.5	林清轩	239.5	雏菊的天空	235.7	林清轩	133.7	阿芙	126.3	林清轩	478.2	欧舒丹	256.1
7	林清轩	342.2	林清轩	388.3	阿芙	132.9	兰	179.6	兰	121.3	兰	111.6	雏菊的天空	335.8	林清轩	152.9
8	雏菊的天空	329.4	雏菊的天空	279.7	雏菊的天空	131.4	林清轩	160.9	雏菊的天空	91.7	雏菊的天空	105.8	兰	314.6	雏菊的天空	118.3
9	兰	258.9	阿芙	166.7	兰	127.2	阿芙	70.7					阿芙	306.4	兰	115.6
10	阿芙	218.7	兰	165.1									欧舒丹	173.6	阿芙	57.7

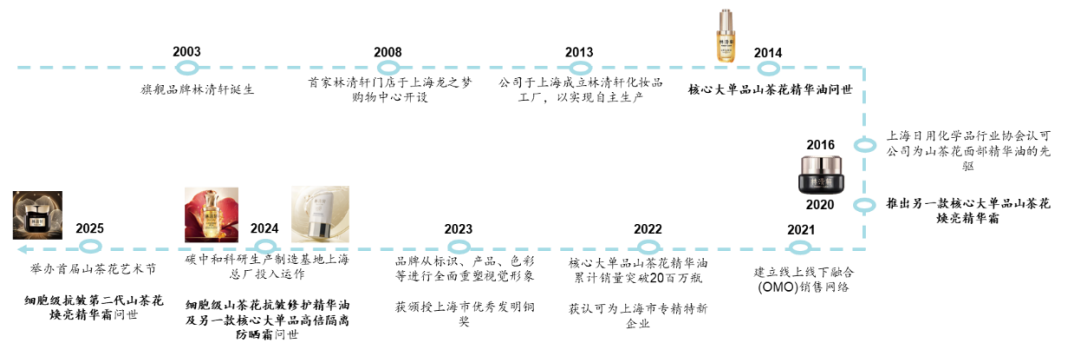
注：面部精华品类含面部精华液与精华油等。均价单位为元/件。

资料来源：久谦中台，华泰研究

## 林清轩：以山茶花成分为核心的以油养肤领军者 聚焦高端抗皱紧致，开创“以油养肤”

品牌“林清轩”是国货面部精华油第一品牌、中国前 15 大高端护肤品牌中唯一国货品牌（CIC）。创始人孙来春先生于 2003 年创立品牌“林清轩”。作为中国高端国货护肤品牌的领导者，公司聚焦抗皱紧致类护肤品市场。自 2012 年展开山茶花护肤品研究以来，公司开创“以油养肤”理念并于 2014 年推出核心大单品山茶花面部精华油。历经二十余载耕耘，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，林清轩的山茶花精华油自 2014 年以来连续 11 年于所有面部精华油产品中位居全国榜首。

图表22：林清轩：公司发展历史

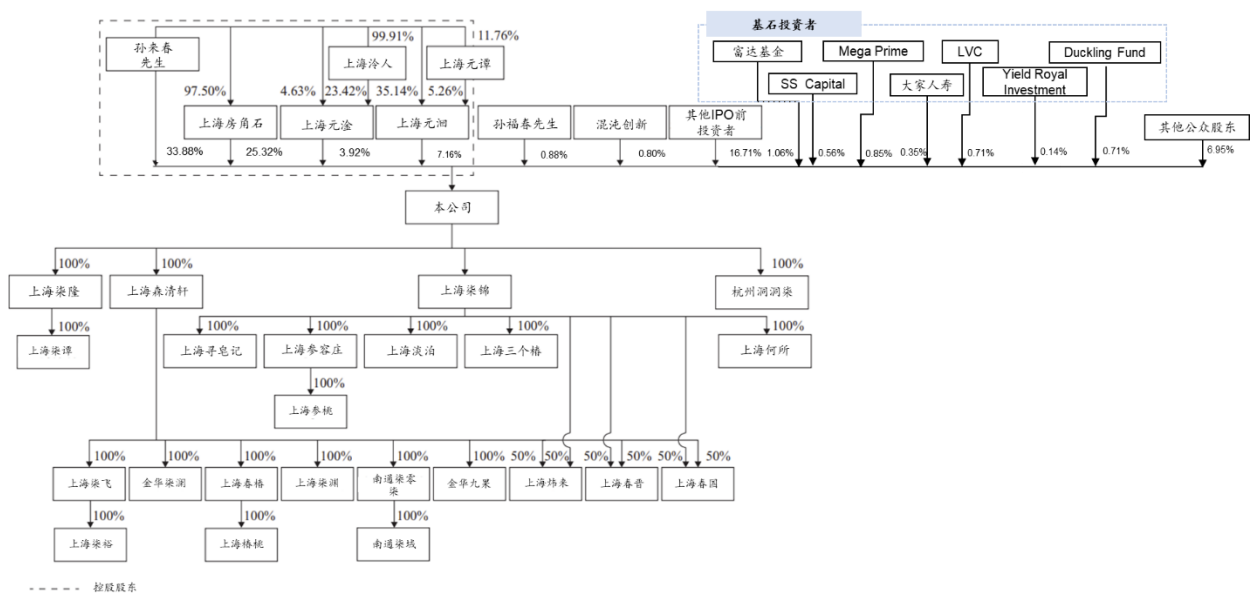


资料来源：公司招股说明书，华泰研究

## 股权结构集中、股东关系稳定

林清轩的股权高度集中于创始团队。2012 至 2013 年间，孙来春先生通过增资将持股比例提升至 97.5%，其胞兄孙福春先生持有剩余 2.5% 股份。截至 2026 年 1 月 24 日（上市且已悉数行使超额配售权后），孙来春先生共控制 70.28% 的股权（其中直接持股 33.88%，并通过上海房角石、上海元润及上海元淦分别间接持股 25.32%、7.16% 及 3.92%）。

图表23：林清轩股权结构（已悉数行使超额配售权后）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华泰研究

管理团队经验丰富，具备深厚的行业背景。公司高管团队在护肤行业平均拥有超过 15 年的从业经验，对公司的产品、品牌及整个行业展现出较高热忱与专业素养。公司已建立完善的人才培养体系，多名早期员工已晋升至中高级管理岗位，组织凝聚力及员工忠诚度均较高。

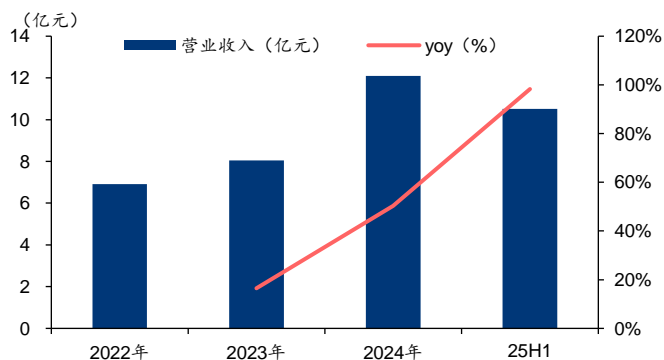
**图表24：林清轩董事会及高级管理层**

姓名	年龄	职位 / 职称	加入集团日期	主要职责
孙来春	51	创始人、董事会主席、执行董事兼总裁	2011年12月22日	负责集团的整体业务战略、运营及发展规划。
孙福春	52	副总经理	2015年6月1日	负责集团的销售及销售培训。
高宏旗	58	执行董事兼副总经理	2013年7月1日	负责集团的科研工作。
景爱梅	54	非执行董事	2024年6月12日	向董事会提供专业意见与判断。
朱乾	43	独立非执行董事	2025年5月23日	为集团的业务与运营提供独立的战略性建议与指导。
刘玉亮	64	独立非执行董事	2025年5月23日	为集团的业务与运营提供独立的战略性建议与指导。
强一岚	39	独立非执行董事	2025年5月23日	为集团的业务与运营提供独立的战略性建议与指导。
杜有义	56	首席财务官 (CFO)	2020年2月3日	负责集团的整体财务管理。
曾璐	40	董事会秘书、总裁办主任、法务总监及联席公司秘书	2013年5月20日	监督董事会相关事宜、信息披露、投资者关系管理及法律事务。

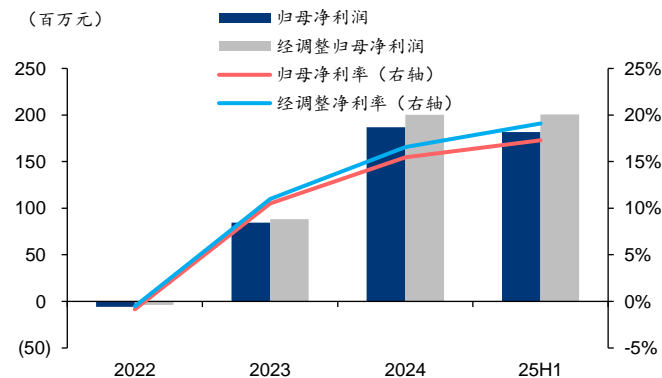
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

### 近年来营收增速加快、净利润端实现转正

公司在过去三年录得营收高速增长并实现盈利。2024年及1H25公司总营收分别达到12.1亿元/10.5亿元，同比增长50.3%和98.3%；其中2024/1H25线上销售额分别为7.14亿元/6.88亿元（同比增长81.1%/137.1%）。公司收入增长主要受益于线上渠道的快速扩张：公司通过自营账号矩阵增加直播频次，持续提升线上转化效率，“双十一”“618”等重点促销节点的销售表现亮眼。线下渠道方面，公司通过与门店合作伙伴及经销商等积极合作，持续推进零售网络扩张，带动线下业务稳健增长。

**图表25：林清轩：收入及同比增速**


资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**图表26：林清轩归母净利润及经调整净利润情况**


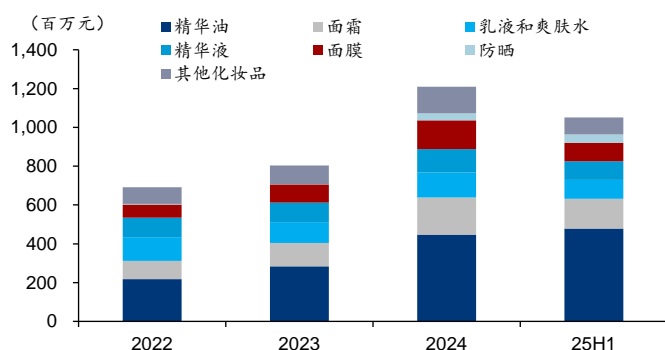
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

### 产品策略：围绕核心大单品构建多品类产品组合。

**精华油：**公司的核心大单品山茶花精华油已连续 11 年蝉联中国面部精华油销量冠军（CIC 数据）。截至 2024 年 12 月 31 日，该大单品仍是该细分市场中唯一连续八年零售额突破 1 亿元的单品。2022/2023/2024/1H25，精华油销售额分别达 2.18 亿/2.84 亿/4.48 亿/4.79 亿元，占总营收比例分别为 31.5%/35.3%/37.0%/45.5%；2023/2024 年及 2025 年上半年同比增速分别为 30.4%/57.6%/176.3%。

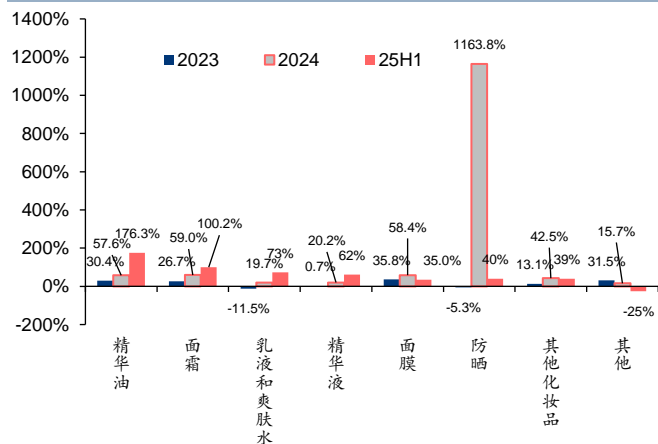
**面膜与防晒：**两大细分品类在 2024 年快速放量。2022/2023/2024/1H25，面膜品类营收分别为 0.69 亿/0.93 亿/1.48 亿/0.95 亿元；2023/2024 年及 1H25 同比增速为 35.8%/58.4%/35.0%，其营收占比从 2022 年的 9.9% 提升至 2024 年的 12.2%。作为 2024 年推出的核心新品，高倍隔离防晒霜在推出首年即实现营收约 3630 万元，推动 2024 年防晒品类总营收同比增长 1,163.8%，占 2024 年总销售额的 3.0%；1H25 防晒霜品类延续增势，录得营收 4208 万元。

图表27: 林清轩收入结构(分品类)



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表28: 林清轩分品类收入同比增速(2023-1H25)



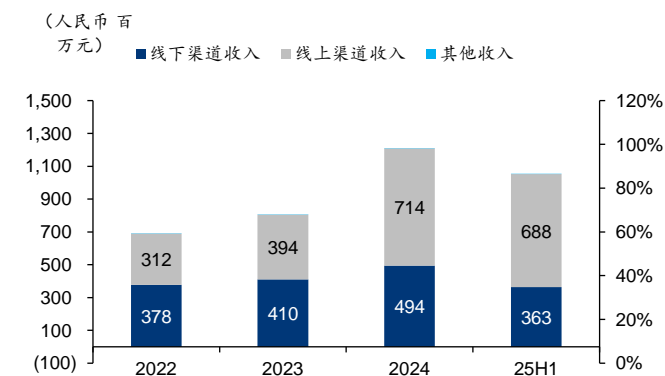
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

线上收入占比迅速提高, 线下亦同步拓展门店。

线上: 渠道涵盖 DTC (直面消费者) 及第三方电商平台 (覆盖天猫、京东、抖音、快手及拼多多等)。2022/2023/2024/1H25, 线上营收分别达 3.12 亿/3.94 亿/7.14 亿/6.88 亿元, 其中 2023/2024/1H25 同比增速分别为 26.3%/81.1%/137.1%。公司利用多元化内容营销及精准在线广告实现流量转化, 同时公司创始人积极参与直播及内容宣传、构造创始人 KOL 矩阵。受益于上述多元化营销方式, 公司线上收入占比持续提升, 同期线上销售占总营收比例分别为 45.2%/49.0%/59.1%/65.4%。

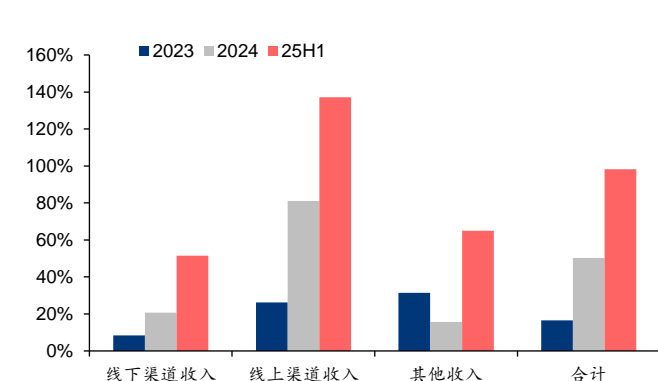
线下: 仍为公司重要销售渠道, 门店亦同步扩张。2022/2023/2024 年及 1H25, 线下营收 (含直营店、零售合作伙伴及企业客户) 分别为 3.78 亿/4.10 亿/4.94 亿/3.63 亿元; 2022/2023/2024/1H25, 线下渠道收入占总营收比例分别为 54.7%/50.9%/40.8%/34.6%, 2023/2024/1H25 同比增速分别为 8.3%/20.7%/51.5%。公司门店总数由 2022 年的 366 家扩张至 2025 年上半年的 554 家 (其中 2025 年上半年直营店 366 家, 合作店 188 家)。公司自 2023 年起委任经销商, 截至 2023/2024/1H25 末, 公司分别委聘 15/63/95 名经销商。

图表29: 林清轩收入结构-按渠道



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表30: 林清轩: 分渠道收入增速



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

线下渠道拆分: 直营店仍是核心渠道。

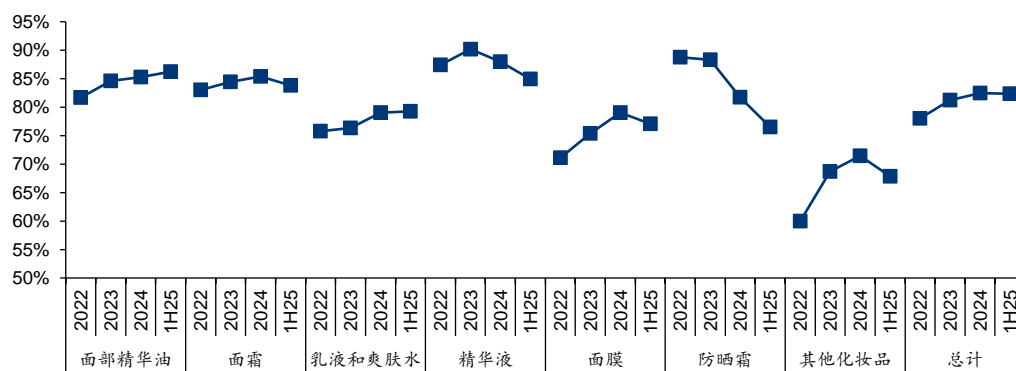
线下门店是公司主要销售渠道。截至 1H25, 公司在中国一线至三线城市共运营 554 家门店。公司线下门店分为直营门店与合作伙伴门店两类, 2022/2023/2024/1H25 直营店收入分别占线下门店收入的 96%/93%/90%/89%。公司合作伙伴门店以联营模式为主, 并于 2023 年开始拓展加盟模式。分业态看, 2022/2023/2024/1H25, 公司门店数量分别为 318/48 家、320/123 家、342/164 家及 366/188 家 (直营/合作伙伴门店)。2022 至 1H25 期间, 合作伙伴门店对线下门店销售的贡献率持续提升, 由 4%提升至 7%、10%及 11%。

**其他线下渠道：**公司亦通过线下零售商及企业客户进行销售，覆盖全国美妆连锁店、免税店、企业客户及其他机构。2022/2023/2024/1H25，公司向线下零售商及企业客户销售所录得的营收分别为 720 万/1210 万/1715 万/828 万元，其中 2023/2024/1H25 同比增速分别为 68.1%、41.7%及 0.1%。线下经销商渠道于 2023 年开始贡献销售收入，营收从 1449 万元增至 2024 年的 3313 万元 (yoy+128.7%)，并于 2025 年上半年迅速攀升至 7007 万元 (yoy+765.8%)。

**成本费用率表现：毛利水平较高、费用率持续优化。**

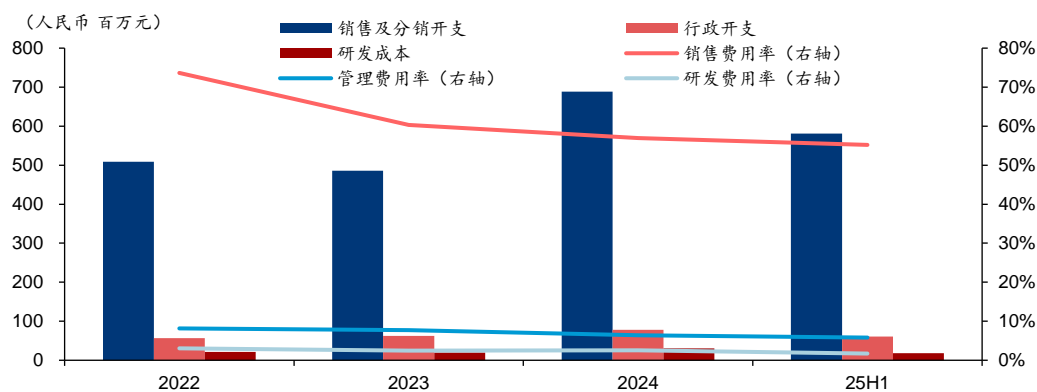
**毛利率保持高位并稳步提升。**2022/2023/2024/1H25 公司整体毛利率分别达 78.0%/81.2%/82.5%/82.4%。毛利率增长主要得益于精华油、面霜、乳液和爽肤水等核心品类毛利的强劲表现。同时，公司实施 OMO 战略，拓展线上布局并优化全渠道整合运营，有效降低销售及分销费用率；收入端快速增长亦对费率有摊薄。自 2023 年以来，毛利率提升叠加销售及分销费用率下降，公司实现持续盈利。

**图表31：公司分产品毛利率表现**



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**图表32：公司费用端表现**



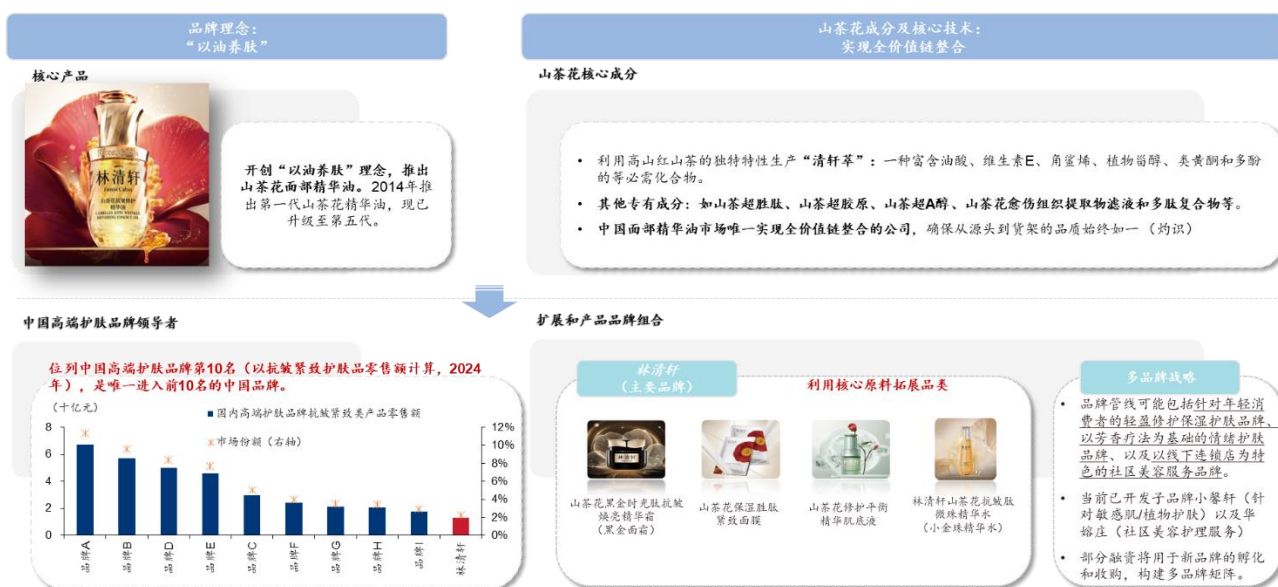
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

## 聚焦高端抗皱紧致，“以油养肤”先驱

### 聚焦高端/油类/山茶花成分，品牌定位及品类心智清晰

**林清轩：山茶花细胞级抗皱精华油领军企业，品牌定位及品类心智清晰。** 旗舰品牌林清轩提供基于天然、山茶花成分提供高端护肤解决方案。自 2012 年展开山茶花护肤品研究以来，公司开创“以油养肤”理念，首款山茶花精华油于 2014 年问世，为公司核心以油养肤产品线奠定基础。历经二十余载耕耘，林清轩已成为山茶花细胞级抗皱精华油的领先品牌。

图表33：林清轩：品牌定位及品类认知



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

林清轩于高端国货护肤品牌中排名前列，品牌力彰显。据灼识咨询，2024 年按零售额计，林清轩在中国所有高端国货护肤品牌中排名第一，也是中国前 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。在中国高端抗皱紧致类护肤品市场，林清轩于所有国货品牌中名列第一（按 2024 年抗皱紧致类护肤品零售额计），且跻身前 10 大品牌（包括国货及国际品牌）之列，是当中唯一的国货品牌。

通过各类营销活动不断强化品牌定位。2024 年公司与艺术家合作打造“如花礼盒”限量版礼品套装、“山海经·山茶花女神”艺术作品集 21 周年艺术限定礼盒，同时积极与周六福、王老吉等跨界品牌联名、提升品牌认知度。公司组织沉浸式的“山茶花溯源之旅”等品牌体验活动，邀请客户和 KOL 亲临山茶花种植基地与碳中和科研生产制造基地实地体验，参与者切身感受公司品牌起源与理念。与此同时，公司积极通过山茶花艺术节、艺术家联名合作、会员沙龙、旗舰店及快闪店活动以及一线明星代言等举措，进一步强化品牌定位。

多品牌战略，打造底蕴深厚高端护肤体系。公司正积极践行多品牌战略，计划培育面向年轻客群的轻盈补水修护品牌、主打芳疗的情绪护肤品牌、以及基于线下连锁业态的社区美容服务品牌。截至 2025 年 11 月 24 日，公司已开发子品牌小馨轩（针对敏感肌/植物护肤）以及华榕庄（社区美容护理服务）。

图表34: 林清轩: 山茶花种植基地



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表35: 林清轩: IP 联名系列









资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

### 大单品夯实用户认知, 打造多品类矩阵

林清轩以标志性山茶花精华油为核心驱动, 凭借大单品口碑优势夯实品牌认知, 持续打造全流程/全品类产品矩阵。围绕大单品精华油, 公司当前已搭建起涵盖精华油、面霜、爽肤水、乳液、精华液、面膜及防晒等在内的高端护肤全流程产品矩阵。展望未来, 公司将沿着年龄段扩充/功能延展等方向进一步丰富旗下产品及品牌。

图表36: 公司收入(按产品类别)及各品类代表性产品

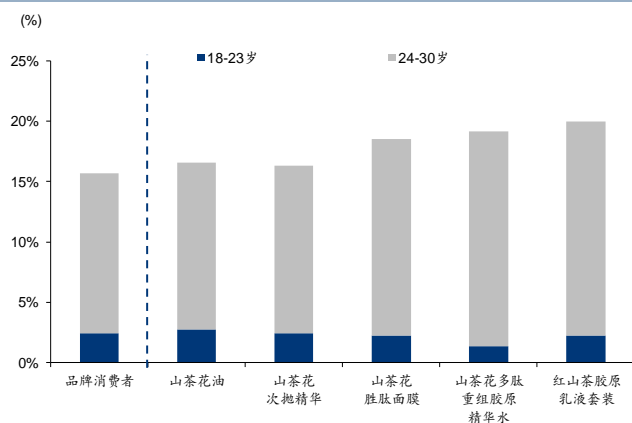
	精油	面霜	乳液和爽肤水	精华液	面膜	防晒霜
各类别收入 (百万元人民币)						
2022	218	95	122	100	69	3
2023	284	120	108	101	93	3
2024	448	190	129	121	148	36
25H1	479	154	97	96	95	42
总收入占比						
2022	31.5%	13.7%	17.6%	14.5%	9.9%	0.4%
2023	35.3%	14.9%	13.4%	12.5%	11.6%	0.4%
2024	37.0%	15.7%	10.7%	10.0%	12.2%	3.0%
25H1	45.5%	14.6%	9.3%	9.1%	9.0%	4.0%
代表性产品	 山茶花抗皱修护精华油 中国面部精华油品类中连续8年零售额超过人民币1亿元的唯一一款产品	 山茶花黑金时光肌肤紧致亮肤面霜(黑金面霜) <b>2024年1H25录得营收0.62亿/0.5亿人民币, 成为公司最畅销的产品之一</b>	 林清轩山茶花抗皱微珠精华水(小金珠精华水) 每瓶蕴含约4,300颗山茶花油微珠, 配方含有6种小分子肽, 有助于紧致肌肤及淡化细纹。	 山茶花修护平衡精华肌底液 <b>增强水通道蛋白AQP3的表达, 增强肌肤的保湿能力, 实现持久保湿。</b>	 山茶花保湿胜肽紧致面膜 采用第二代山茶花超胜肽, 可使胶原蛋白表达量增加9.26倍, 并添加专利槐胶萃取物以及牛磺酸、烟酰胺等活性成分。	 高倍隔离防晒霜 <b>2024年首次亮相, 录得收入0.36亿人民币, 1H25录得收入0.42亿人民币</b>

资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

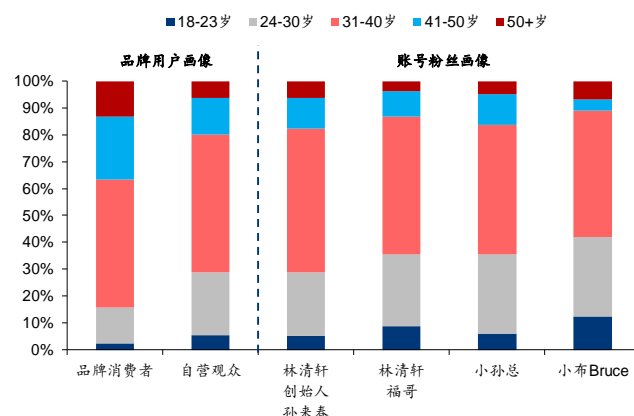
核心大单品山茶花精华油强化消费者认知。据灼识咨询, 截至2025年6月30日, 公司核心大单品山茶花精华油累计销量已超4,500万瓶。自2014年上市以来, 该产品连续11年位居全国面部精华油品类第一(按全渠道零售总额计); 同时也是中国唯一连续8年年零售额突破1亿元的面部精华油单品。2024年大单品升级至第五代, 仍为公司旗舰产品。第五代配方采取发酵山茶籽油及分子重组生物发酵技术, 促进深层细胞年轻化以提供有针对性的抗皱、紧致及肌肤修护功效。据公司招股书, 该产品质地轻盈、可快速吸收, 适配多种皮肤类型。

用户画像以中青年消费者为主，公司正通过创新产品及营销方式积极拓展年轻消费市场。据公司招股说明书，截至 1H25 公司拥有超过 560 万名活跃用户（2022-1H25 至少下单一次的客户），目前核心受众仍为 25-40 岁消费者，正在积极拓展 18-24 岁的年轻客群。得益于品牌线上化率提升、新品类持续拓展以及创始人团队深耕 IP 矩阵，林清轩线上用户画像正加速向年轻化、多元化转变。据飞瓜数据，林清轩品牌抖音渠道消费者画像中 30 岁及以下用户占比 15.7%，山茶花胜肽面膜/多肽重组胶原精华水/胶原乳液套装产品的 30 岁及以下用户占比达 18.5%/19.2%/20.0%，品牌通过持续推新相对定价更低的产品爆款礼盒，吸引年轻消费者，并通过小样形式培养年轻消费群体心智。

创始人亲自下场直播带货拉近品牌与消费者距离，并实现对年轻消费群体的有效触达。公司通过在抖音、小红书等线上社媒渠道通过建设创始人团队 IP 矩阵，已打造“林清轩创始人孙来春”、“林清轩福哥”、“小孙总”、“小布 Bruce”等多个社媒账号，通过分享职场心得、打工人与企二代日常建立亲民好老板形象。据飞瓜数据，林清轩创始人团队 IP 矩阵的抖音账号粉丝画像结构较品牌账号更年轻化。

**图表37：林清轩品牌与部分单品用户年龄画像**


注：数据均为截至 2026 年 1 月 8 日的 30 天数据  
资料来源：飞瓜数据，华泰研究

**图表38：林清轩品牌与 IP 矩阵用户年龄画像**


注：数据均为截至 2026 年 1 月 8 日的 30 天数据  
资料来源：飞瓜数据，华泰研究

**多品类产品组合满足全方位护肤需求。**截至 2025 年 6 月 30 日，林清轩品牌拥有 230 个 SKU，除核心精华油品类外，公司已构建了涵盖面霜、爽肤水、乳液、精华、面膜及防晒霜的完整高端护肤矩阵，产品均融入了品牌独有的细胞级抗皱紧致技术。公司于 2020 年推出“山茶花焕亮精华霜”，并于 2025 年升级为“细胞级抗皱第二代山茶花焕亮精华霜”。2024 年公司发布防晒新品“高倍隔离防晒霜”，新品发布后迅速放量、成为公司防晒品类核心大单品。

**持续推新强化产品矩阵与品类覆盖。**据 NMPA 数据，上海林清轩生物科技股份有限公司 25H2 以来共备案 18 款产品，其中 25M7-8 密集备案。截至 25M12，上述备案产品中密集修护油、眼廓油、油绷带面膜、PDRN 涂抹颈膜、黑金抗皱眼霜等产品均已在品牌线上旗舰店上新销售。从品类结构来看，林清轩通过多元化产品实现广泛品类覆盖，面部精华油品类推出密集修护/速修/光子等更多版本，满足修护/焕亮等细分需求；同时，针对颈部护理、眼部护理、身体护理等更多细分场景推出颈膜、眼廓油、身体油、香氛沐浴油等产品。从产品剂型来看，目前在售产品中涵盖次抛精华、水油喷雾、涂抹面膜/颈膜、双仓面膜等较新颖的产品形态，为产品矩阵持续注入活力。

图表39: 各品类典型 SKU 一览

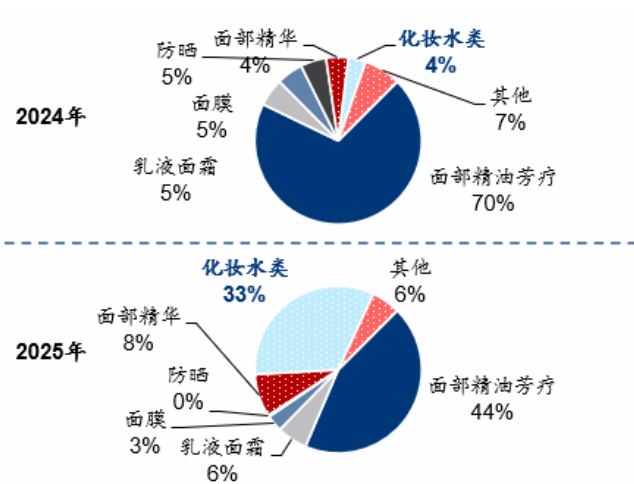
面部产品	精华油	霜	爽肤水	乳液	精华液	面膜	防晒霜					
山茶花油 579元/30ml	密集修护油 529元/30ml	逆修油 599元/30ml	焕亮修护光子油 529元/30ml	山茶花多肽面霜 462元/50ml	修护平衡霜 497元/50ml	小金珠精华水 327元/250ml	修护平衡爽肤水 357元/150ml	保湿精华乳 95元/120ml	山茶花精华 357元/30ml	胜肽紧致面膜 99元/10片	小金伞防晒霜 157元/200ml	
黑金油 1064元/50ml	抗皱胶原蛋白 199元/40粒			黑金面霜 695元/50ml	修护滋养霜 199元/100ml	黑金柔肤液 570元/150ml	山茶水 169元/200ml	红熨平胶原乳 95元/120ml	修护次抛精华 199元/61支	油绷带面膜 99元/6片		
其他产品	眼部	身体	唇部	眼部	其他个护产品							
眼唇油 367元/20ml	身体油 1367元/200ml	水油身体喷雾 94元/120ml	美手油 89元/16ml	唇部油 89元/4.8ml	山茶焕活眼霜 284元/33ml	黑金抗皱眼霜 737元/15ml	眼唇卸妆油 122元/200ml	香氛沐浴油 169元/300ml	变色润唇膏 109元/3g	护手霜 41元/75ml	洁面泡沫 327元/250ml	PDRN涂抹面膜 159元/100ml

注: 信息统计截至 2025 年 12 月 26 日, 价格信息仅供参考品牌天猫旗舰店及线上其他零售店售价, 价格可能受大促等因素影响, 仅供参考。  
资料来源: 国家药品监督管理局, 品牌天猫旗舰店, 华泰研究

**新品小金珠精华水 (全名林清轩山茶花抗皱肽微珠精华水, 25 年 7 月推出) 通过核心技术支撑与用户需求延伸, 已成为品牌第二大单品。**小金珠精华水定位 SPA 级精华水, 通过水油同补实现澎弹紧致效果, 精准定位传统化妆水的未解决需求, 以山茶花油凝珠技术与核心技术原料“清轩萃”的可迁移性, 成为品牌下第二大单品。产品定位上, 补足与精华油匹配的“功效化妆水”, 突破传统化妆水有效与肤感难兼顾的断层现状, 实现水油同补+抗皱+修护的多效合一, 满足消费者复合需求。技术上, 研发出“微流控油珠悬浮技术”, 每瓶含约 4300 颗山茶花油凝珠, 按压瞬间破裂, 实现“水油同补”与“清爽不黏腻”肤感。成分上, 据 NMPA 数据, 小金珠精华水通过精华油同款油复配多种肽类成分, 实现抗皱紧致功效。

**小金珠精华水自上市以来销售爬坡迅速, 持续驱动品牌品类结构多样化。**据飞瓜数据, 25M7 产品上新日通过创始人直播间实现近千万级 GMV。后产品延续高热销售表现, 据品牌天猫旗舰店, 25M8 小金珠精华水为天猫爽肤水新品榜第一/热销榜第二, 另据青眼数据, 25 双 11 期间品牌登顶抖音商场双 11 化妆水类目榜第一。在单品驱动下, 林清轩品牌抖音渠道化妆水/爽肤水产品类占比自 2024 年的 4% 提升至 25M7-11 的 33%, 驱动品牌品类结构持续多样化 (飞瓜数据)。

图表40: 2024 与 25M7-11 林清轩抖音渠道各品类占比



资料来源: 飞瓜数据, 华泰研究

图表41: 林清轩小金珠精华水产品介绍



资料来源: 品牌天猫旗舰店, 华泰研究

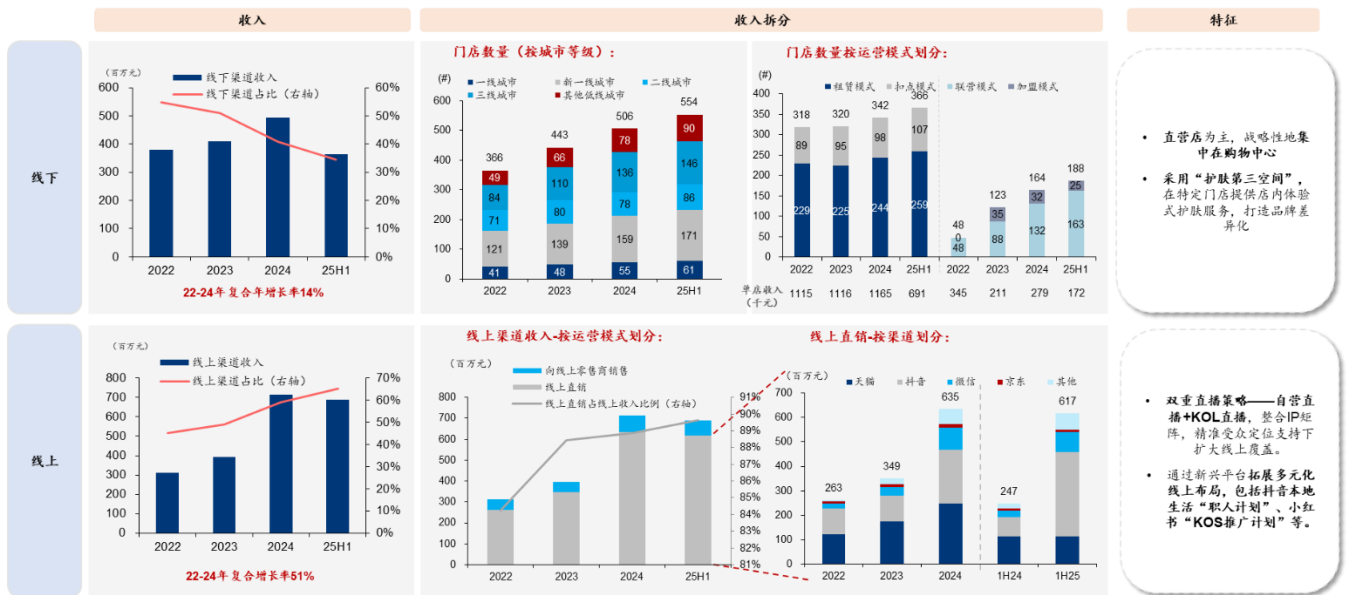
**未来扩张驱动力：使用场景及人群多样化。**1) 使用场景端，林清轩计划利用油类护肤的多功能特性拓展至邻近品类（如多功能身体护理油等，招股书），为消费者提供更全面的个人护理方案。同时，公司正开发针对更广泛使用场景的产品，包括夜间修护、防晒、抗皱、紧致、美白焕亮及身体塑形等。2) 受众端，积极渗透年轻消费群体。为构建覆盖更广泛年龄层的产品矩阵，林清轩正战略性拓展 18-24 岁客群。公司计划通过开发兼具功效及性价比的高效护肤方案，加速在年轻群体中的渗透。

**新品牌孵化已有初步进展。**公司已开发新品牌“小馨轩”，该品牌定位轻盈修护补水，拥有超 10 个 SKU，主要面向皮肤敏感且偏好植物护肤的消费者。此外，同步开发另一子品牌“华榕庄”，定位社区美容服务品牌，通过在居民区开设线下连锁店提供大众化个护服务。据招股书，2022/2023/2024/1H25 新兴品牌（小馨轩+华榕庄）营收占公司总营收比例分别为 0.9%/1.0%/1.0%/0.9%。

**渠道端构建线上线下一体化 OMO 网络**

公司建立综合销售网络，利用 OMO（online-merge-offline，线上线下融合）方式，以不同接触点有效接触消费者，推动全渠道可持续增长。

图表 42：公司各销售渠道情况一览

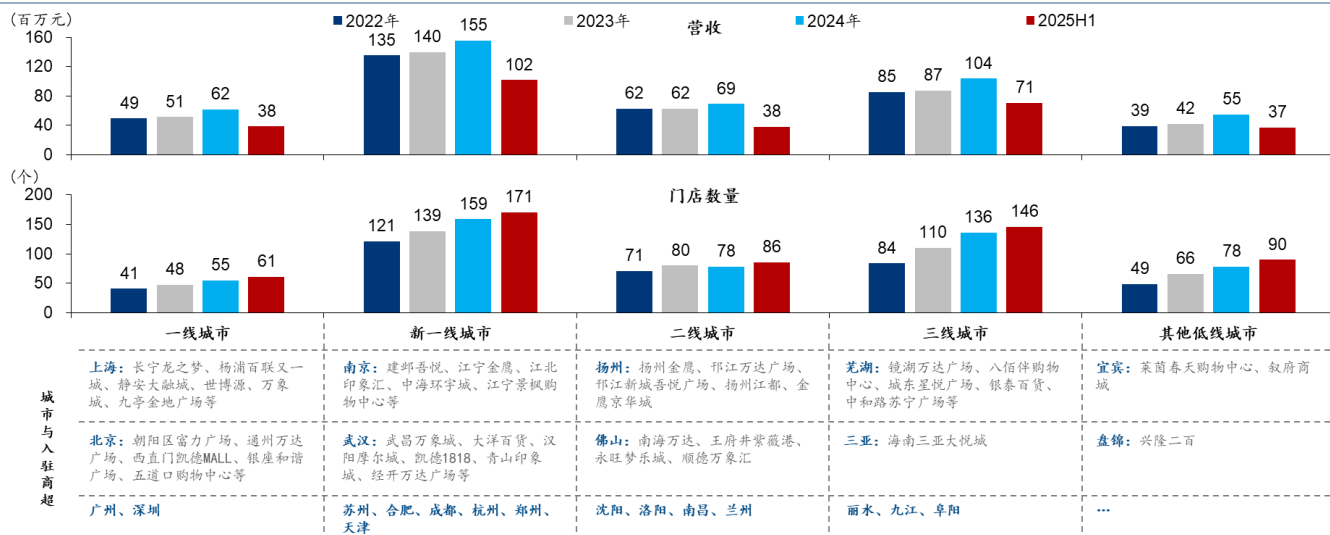


资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**线下：多线级城市深入渗透，直营店效稳健增长**

线下门店全国布局，深度渗透各线级城市。截至 2025 年 6 月 30 日，林清轩在全国运营 554 家门店，其中超过 95% 位于购物商场。据灼识咨询，按门店总数计，公司在中国所有国内外高端护肤品牌中排名第一。公司线下门店足迹在保持高线城市战略布局的同时，持续向具有高消费潜力的低线城市扩张，入驻商业中心以龙之梦、万达、凯德、金鹰、万象汇等为代表（大众点评）。我们认为该门店拓展策略有助于提升品牌知名度并广泛触达消费者。三线及以下城市门店占比由 2022 年的 36% 提升至 2025 年上半年的 43%，同期三线及以下门店数量由 133 家增至 236 家。

图表43: 2022-1H25 林清轩各线城市门店营收、数量及店型城市门店选址一览

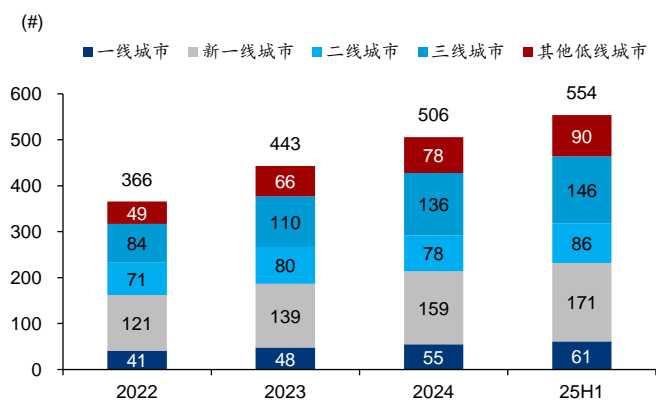


资料来源: 公司招股说明书, 大众点评, 华泰研究

**采用线下优先、直营优先的扩张策略。**我们认为线下门店(尤其是位于购物商场的门店)是与消费者建立情感连接和品牌信任的关键触点,有助于巩固高端定位。直营店仍是公司线下核心业态。2022/2023/2024/1H25,公司分别运营318/320/342/366家直营店,其中分别包括229/225/244/259家租赁模式门店和89/95/98/107家扣点模式门店(租赁模式为固定租金、扣点模式为按销售额固定比例扣减租金)。

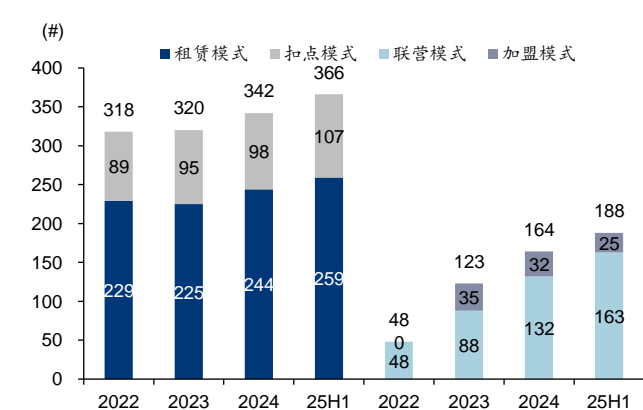
**双重合作门店模式优化本地资源及门店伙伴创业动力。**公司合作模式门店自2023年起迅速扩张,2022/2023/2024/1H25林清轩分别拥有48/123/164/188家合作伙伴门店,其中48/88/132/163家为联营模式门店。加盟模式于2023年引入,截至2023/2024/1H25分别拥有35/32/25家加盟模式门店。公司鼓励表现优异的合作伙伴开设多家门店。截至2025年上半年末,已有20位联营商和3位加盟商经营至少两家门店。

图表44: 林清轩门店数量-按城市线级



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表45: 林清轩门店数量-按经营模式



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表46：林清轩：不同门店模式解析

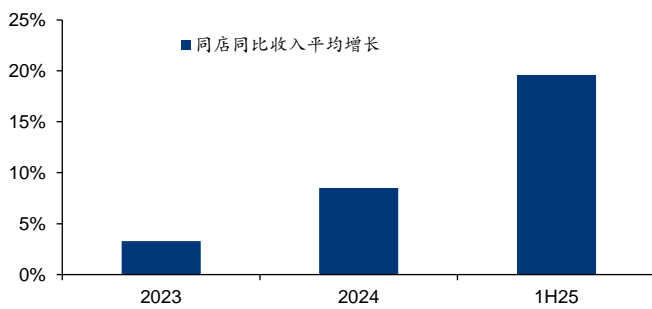
直营		合作伙伴模式	
租赁	扣点	联营模式	加盟模式
<b>直营：</b> 公司负责业务日常管理，包括人员配备、货品管理及产品销售。在产品出售给终端客户之前，产品所有权归属于公司。		<b>合作伙伴模式：</b> 合作伙伴负责门店设置及日常管理，公司提供软装、品牌推广等支持。	
租金/扣点	公司支付每月租金	货品所有权	向加盟商交付商品时货品所有权转移，加盟商接纳商品交付后公司确认收入
结算安排与其他费用及收费	<b>客户购物款项直接汇给公司</b> 按月向商场支付固定金额 的物业管理费、水电费及其他杂项费用	退货	商品销售至终端客户时货品所有权转移，公司确认收入  不适用。产品有缺陷的情况下公司需要根据提供替代品或调整未来的货品供应。
期限	1-3年	收费安排	除非在保修/保证期内存在质量问题，否则加盟商不允许退货。对有缺陷的商品，公司根据具体情况审核和批准退货。
产品定价	公司决定直营店产品定价	结算	通常预先支付品牌保证金并获得一次性开店补贴
终止	均可在合同到期时经双方同意或因对方重大违约而终止	最低销售目标或购买要求	通常不设定最低销售目标，但对加盟商设定最低购买要求
		定价	通常不设定
		终止	通常不设定
		期限	通常为2年
		定价	以建议零售价的折扣价向加盟商销售，公司向合作伙伴提供建议零售价作为指导
		终止	可以通过双方协议、到期或因重大违约而终止

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**店内体验式护肤服务打造差异化线下体验。**公司于特定门店提供沉浸式店内体验式护肤服务以提升服务差异化。美容顾问通过提供个性化服务及现场产品演示，帮助消费者深入了解产品并增强品牌信任，进而支持线下复购率提升。

**单店收入表现持续优化，直营单店店效优秀。**得益于产品组合扩张、产品迭代及个性化服务带来的客户粘性增强，公司直营店同店延续增长，1H25 同店收入同比增长 19.6%；单店角度，林清轩不同年度直营店单店日均收入亦呈连年上升趋势，开业两年及以上老店单店表现更优。

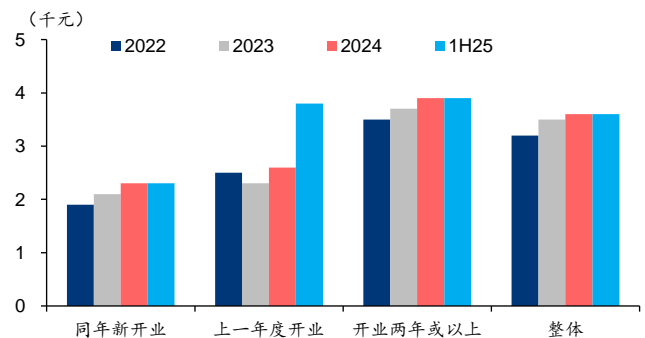
图表47：林清轩直营店同店表现



注：公司同店指已连续2个年度/期间持续经营的门店

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

图表48：林清轩直营店单店日均收入（按开业年份）



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

**展望未来，我们预计公司线下业务有望通过单店店效提升、门店扩张及经销/零售渠道拓展等方式持续增长。**门店端具备扩张潜力，据招股书，公司计划每年净新增 50-70 家门店；中长期视角，我们计算国内各中高端商场数量(包括万达广场/吾悦广场/万象城等)约 1200+ 家，公司或仍有数百家拓店空间(1H25 门店 554 家)。店效端，公司积极通过提升进店客流及转化率，通过聚焦高端/提升连带等方式拉高客单。公司亦同步扩张经销商及零售商渠道，积极渗透广泛客群。

**图表49：林清轩：线下业务增长驱动拆解**


资料来源：公司招股说明书，万达集团官网，华润万象生活公司公告，新城控股公司公告，龙湖集团公司公告，大悦城控股公司公告，印力集团官网，凯德集团官网，创业最前线，华泰研究

### 线上：多平台布局，自播+达播双轮驱动

**线上多平台布局，捕捉新兴数字渠道。**公司积极布局并参与各类新兴商业计划，如抖音的“本地生活职人计划”、小红书的“KOS (关键意见销售) 计划”、微信公众号以及拼多多等社交电商平台。通过构建创始人 IP 矩阵、设立自营直播间以及与 KOL (关键意见领袖) 及 KOC (关键意见消费者) 的深度合作，林清轩凭借“品效合一”的营销策略和强大的产品吸引力，有效扩大了品牌的触达范围。

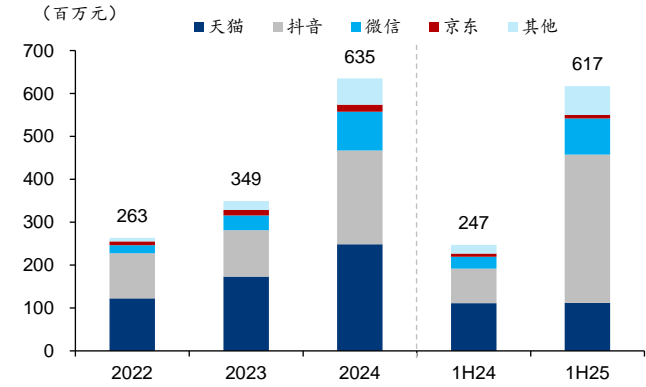
**自播+达播双轮驱动，有效拓展受众。**公司采用自营直播与 KOL 带货相结合的双重策略，以提升品牌曝光度和渠道效率。自营直播间使公司能够更深入地洞察消费者行为并有效控制成本；而与头部 KOL 的合作有助于建立品牌权威性，与中腰部 KOL 的合作则实现了更广泛的消费者覆盖。自营直播间中，创始人孙来春及其亲属等亲自上线带货；创始人家族亦于抖音、小红书等发布不同定位的日常片段，“自来水”式营销积极拓展受众。

**线上互动活跃，大促表现强劲。**据公司招股书，截至 2025 年 6 月 30 日，林清轩在天猫拥有约 790 万粉丝，在抖音拥有约 270 万粉丝，展现出强大的线上号召力。品牌在主要电商大促期间表现优异，荣登 2024 年天猫“双 11”抗皱精华油预售榜第一名、2024 年天猫精华油热销榜第一名，以及天猫“618 狂欢节”面部精华油热销榜第一名。

**抖音渠道收入贡献不断提升。**1H25 公司线上直营收入 6.17 亿元/yoy+150%，其中抖音渠道收入 3.45 亿元/yoy+328%/占线上直营收入比 56%，公司积极利用通过自营 IP 矩阵直播、引入外部 KOL 直播等方式把握新兴渠道机遇；1H25 天猫渠道贡献收入 1.12 亿/yoy+1%/占线上直营收入比 18%。

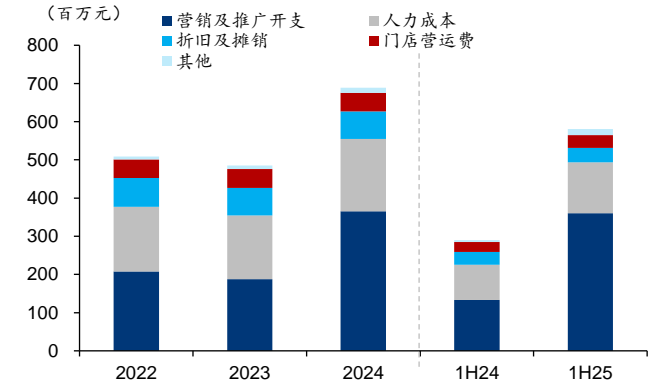
**OMO 营销模式下公司历史线上及线下营销费率均维持在较稳定水平。**我们估计 1H25 公司线上整体/线下直销售费用率分别为 48.3%/7.7%，相较于历史费率水平平均较稳定。OMO 一体化整合营销模式实现双向导流，有效提升营销 ROI：品牌线下门店优质服务体验建立信任纽带、积累复购口碑；线上渠道对达播依赖较低、同步利用电商本地生活/即时零售等为线下门店导流。

图表50: 林清轩: 线上直营分平台收入数据



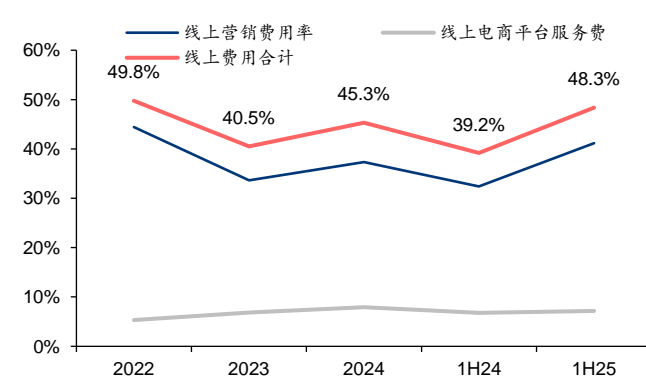
注: 其他主要包括爱库存、京灵购、拼多多及快手等社交媒体及电商平台  
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表51: 林清轩: 销售费用拆分



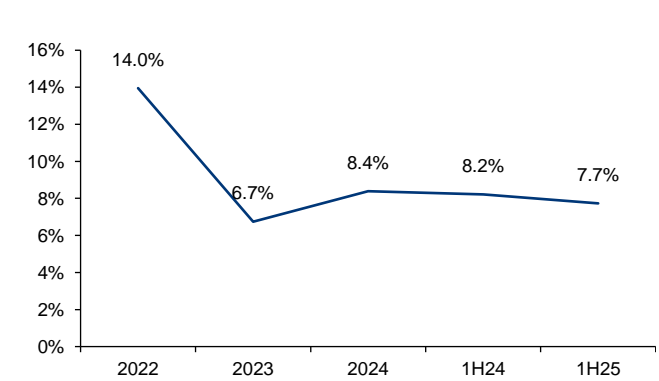
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表52: 林清轩: 线上销售费用率



注: 此处线上营销费用率、线上电商平台服务费均采用公司线上收入为分母计算  
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究估算

图表53: 林清轩: 线下销售费用率



注: 此处线下直营费用率采用线下收入总额为分母计算  
资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究估算

数字化会员体系完善

线上线下的融合 (OMO) 提升消费者转化与忠诚度。公司强调渠道整合, 利用线上平台作为流量入口, 同时通过线下门店提供高接触、沉浸式的服务体验, 线上线下的生态系统可加强消费者互动并有效推动客户转化。通过私域运营和精细化的 CRM 系统, 林清轩为会员提供个性化护肤方案、独家优惠和会员活动, 进一步增强了 OMO 效率和品牌粘性。

图表54: 公司线上线下融合 (OMO) 营销策略



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

先进数字化体系支持全生命周期会员管理。林清轩构建了打通线上线下的统一会员体系, 2022-1H25 期间公司拥有超过 560 万活跃客户, 平均年复购率约为 33.5%, 超过了国内护肤品牌的行业平均水平 (灼识), 使品牌成为文化自信与高效能的代表。线下渠道, 公司通过邀请会员参观生产和种植基地来增强品牌亲密度, 对一线员工则提供个性化咨询支持。线上渠道, 其自研的 OneEDP 系统能够追踪消费者行为、皮肤状况和使用偏好, 以提高转化率和留存率, 甚至将数据反哺于上游产品的研发与创新。

## 丰富研发储备、全产业链深度融合巩固细分市场领导地位

围绕高山红山茶独特属性，公司已生产出丰富功效成分。公司利用独家超临界萃取技术生产“清轩萃”，这是一种富含油酸、维生素E、角鲨烯、植物甾醇、类黄酮和多酚的专有配方。清轩萃配合山茶超胜肽、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有成分，提供强大的修护功效，包括修复皮肤屏障、提升弹性及淡化细纹。

研发实力进一步延伸至核心技术开发领域。凭借深厚的技术积淀，公司将研发能力拓展至透皮吸收技术、分子刀定向酶切技术、分子重组生物发酵技术、纳米舱透皮吸收技术、全光谱萃取技术等新兴前沿领域。截至2025年11月24日，公司的持续创新已积累超过600项配方、84项专利（含43项与核心原料、技术或山茶配方相关的发明专利），发表学术论文近40篇，并参与制定超过40项行业及团体标准。

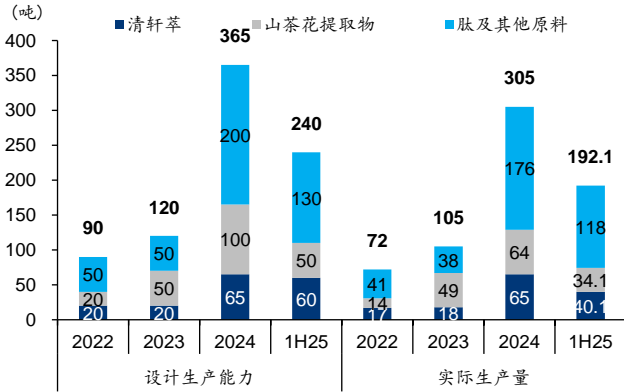
图表55：林清轩：核心成分及核心技术

核心成分	核心技术
<p>1) <b>清轩萃 (Qingxuan Extract)</b>: 清轩萃来源于高山红山茶花，通过专有的超临界萃取技术提取。清轩萃富含油酸、维生素E、角鲨烯、植物甾醇、黄酮类化合物和多酚等必需化合物，具有强大的肌肤修护功效，包括增强弹性、改善屏障功能以及显著减少细纹。</p>	<p>1) <b>分子刀定向酶切技术 (Molecular Blade-Directed Enzyme Cutting Technology)</b>: 这种精确的酶切技术降低活性成分的分子量，以增强吸收和生物利用度。它使公司能够提供强效、高效的配方，如山茶花精华油，平衡水油补充，以获得卓越的抗皱、紧致和皮肤修复效果。</p>
<p>2) <b>山茶超胜肽 (Camellia Peptides)</b>: 一种源自山茶花的专有肽混合物，旨在刺激胶原蛋白生成并改善皮肤弹性。这些肽能增强皮肤的内部结构，减少皱纹的出现，并促进更紧致、更有弹性的肤色。</p>	<p>2) <b>分子重组生物发酵技术 (Molecular Recombination Bio-Fermentation Technology)</b>: 该技术通过生物发酵过程重新设计天然成分，增强其稳定性、效力和整体有效性。公司利用该技术改进山茶花精华油，通过五次产品迭代不断增强其活性特性。</p>
<p>3) <b>山茶超胶原 (Camellia Collagen)</b>: 经工程设计以模拟人体皮肤的结构蛋白，增强皮肤密度和韧性。通过强化皮肤的自然框架，该成分有助于改善质地和紧致度，实现更年轻、更柔软的外观。</p>	<p>3) <b>纳米舱透皮吸收技术 (Nano-Capsule Transdermal Absorption Technology)</b>: 一种旨在将活性成分包裹在纳米级胶囊中的系统，用于控制释放和靶向输送。该技术已应用于山茶花精华油中的清轩萃，以实现增强的抗皱、紧致和皮肤修复效果。</p>
<p>4) <b>山茶超A醇 (Camellia Retinol)</b>: 这种植物基视黄醇变体通过刺激细胞更新和解决细纹及肤色不均等过早衰老迹象，提供抗皱、紧致和皮肤修复功效。其温和配方确保与所有皮肤类型（包括敏感肌）兼容。</p>	<p>4) <b>全光谱萃取技术 (Full-Spectrum Extraction Technology)</b>: 这种萃取技术最大限度地保留山茶花、种子和叶子中的活性化合物。通过捕获全方位的益处，我们增强了产品的抗氧化、保湿和舒缓特性，从而提高其整体有效性。</p>
<p>5) <b>山茶花愈伤组织提取物滤液 (Camellia Callus Extract Filtrate)</b>: 通过创新的细胞培养工艺源自山茶花愈伤组织，该提取物促进再生功效，提升皮肤自我修复能力，并改善整体活力和水润度。</p>	<p>5) <b>生物驱动成分加工技术 (Biologically-driven ingredient processing techniques)</b>: 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 线粒体能量技术</p>
<p>6) <b>多肽组合物 (Polypeptide Complex)</b>: 一种透明、可流动的液体，稳定、安全且高效。它促进胶原蛋白生成，抑制弹性蛋白酶活性，并有助于减少皱纹的出现，为改善皮肤质地和弹性提供了突破性的解决方案。</p>	

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

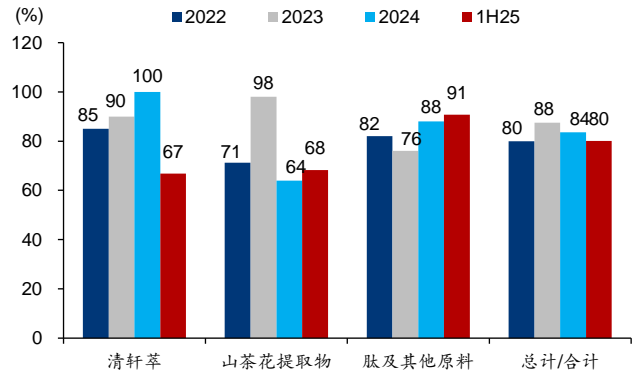
**战略性获取核心成分，实现全价值链整合。**为确保高品质原料的稳定获取，截至2025年11月24日，公司已与浙江省与江西省的9个山茶花种植基地签订长期供应协议，这些基地的总面积超过20,000亩（约3,295英亩），包括与松阳、德兴、季宅及缙云的4个山茶花种植基地（合计最高年产能为20吨）订立的独家供应协议。产品所用的核心成分均为自研且以自产为主，建立较高技术壁垒，且同步实现成本效益、供应灵活性及应对市场态的快速规模化能力。其他原料则采购自国内外知名供应商，以确保质量、稳定性和安全性。

图表56: 林清轩: 原料产能



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

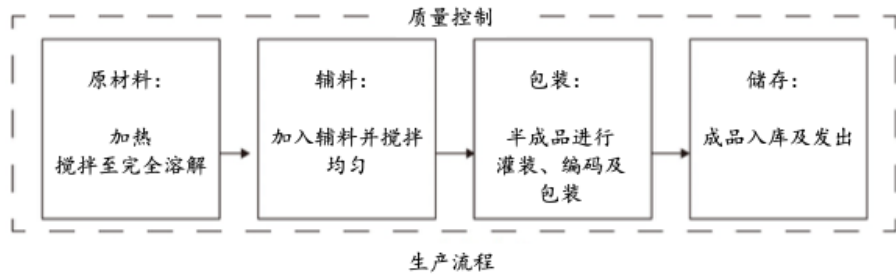
图表57: 林清轩: 原料产能利用率



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

**严格的质量控制确保精准度、一致性与效率。**林清轩在整个生产过程中维持严苛的质量控制, 以确保精密制造、产品交付的一致性及运营效率。公司生产设施配备独立的人流与物流通道, 以及十万级净化系统。配制、灌装和包装等关键生产环节受到严密监控并实现了高度自动化。质量控制贯穿于产品设计与开发全流程, 所有原材料及成品均需通过严格的物理、化学及微生物测试, 以符合安全及性能标准。

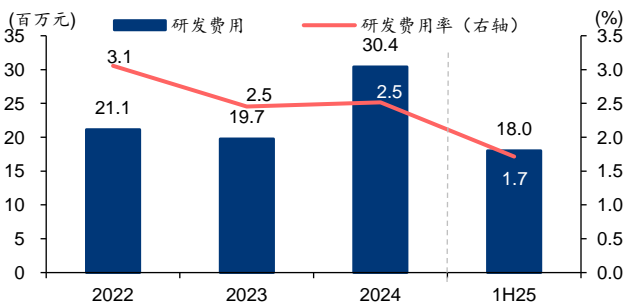
图表58: 林清轩: 生产流程质量控制



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

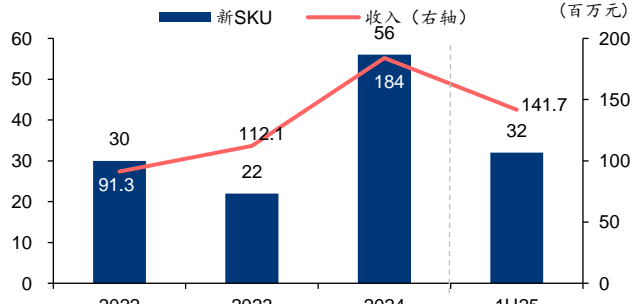
**完备研发团队驱动产品创新。**截至 2025 年 6 月 30 日, 公司研发团队由 85 名资深人员组成, 广泛覆盖植物学、生物学、皮肤学及应用化学等领域, 其中超过 50% 拥有硕士及以上学历。团队专注于提升护肤技术及开发专有配方。通过强调自主研发、深挖山茶花基成分的潜力, 团队助力打造了抗皱及紧致产品解决方案。通过融合学术知识与行业经验, 研发团队持续推动创新, 提升产品功效, 巩固公司在“以油养肤”及抗皱紧致解决方案领域的市场地位。2022 年、2023 年、2024 年及 2025 年上半年, 林清轩分别推出了 30 个、22 个、56 个及 32 个新 SKU, 各期新 SKU 贡献的收入分别达到人民币 0.91 亿元、1.12 亿元、1.84 亿元及 1.42 亿元, 占当期总收入的 13.2%、13.9%、15.2%及 13.5%。

图表59: 林清轩: 研发费用及研发费用率



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

图表60: 林清轩: 新 SKU 数量及对应收入



资料来源: 公司招股说明书, 华泰研究

## 盈利预测与估值

考虑到线下门店的持续扩张及线上业务的快速增长，我们预计林清轩在 2025-2027 年间将保持强劲的营收增长势头。我们预测 2025/2026/2027 年总营收分别为 22.18 亿/32.14 亿/44.64 亿元，同比增长 83%/45%/39%。

**收入端，我们预测 2025/2026/2027 年线下渠道营收分别为 7.88 亿/11.36 亿/15.68 亿元，具体包括：**

**线下门店：**我们预测 2025/2026/2027 年线下门店营收分别为 6.16 亿/8.86 亿/12.34 亿元，同比增长 38.8%/43.8%/39.3%。分模式看，直营店仍为公司线下核心销售渠道及增长主引擎。受益于单店模型持续优化及盈利能力提升，1H25 直营拓店节奏良好（净开 24 家），我们预计未来三年直营门店将保持稳健扩张态势，叠加单店店效稳步提升，二者共同驱动直营店收入增长，我们预计 2025/2026/2027 年直营店收入 5.52/7.92/11.01 亿元，同比增长 38.5%/43.6%/39.0%。此外，公司亦将适度利用门店合作伙伴模式（联营/加盟）补充下沉市场空白，作为直营体系的有益补充，我们预计合作门店网络将有序延伸，带动相关渠道收入稳步贡献，对应 2025/2026/2027 年合作伙伴门店收入达 0.65/0.94/1.33 亿元，同比 +41%/+46%/+41%。

**其他线下渠道：**2024 年起渠道拓展加速（线下零售商及企业客户净增 51 个、经销商净新增 48 个）。**1) 向线下零售商及企业客户销售：**公司积极拓展线下 CS 渠道商合作，我们预测品类积极拓展下从公司从单个线下零售商及企业客户处获得收入将同比实现增长，对应 25-27 年线下零售商及企业客户的营收分别为 0.23 亿/0.29 亿/0.41 亿元，同比增长 33.8%/24.9%/42.4%。**2) 向经销商销售：**我们预计随公司客群渗透进一步深化、品类矩阵不断拓宽，25-27 年经销商数量及从单个经销商处获取的收入将录得增长，对应 25-27 年从经销商处获取的收入分别达 1.49 亿/2.21 亿/2.93 亿元，同比分别+349.1%/+48.7%/+32.4%。

**我们预测 2025/2026/2027 年线上渠道营收分别为 14.29 亿/20.76 亿/28.94 亿元，具体包括：**

**线上直销：**我们预测营收分别为 12.76 亿/18.76 亿/26.64 亿元，同比增长 101%/47%/42%，线上直销增长将主要得益于公司自建 IP 及品类矩阵，以及与 KOL/KOC 合作带来的精准营销推动流量转化，亦有部分高增速渠道放量带动（如抖音等）。

**向线上零售商销售：**公司 2023-2024 年线上零售合作伙伴数量保持稳定，2024 年从单个线上零售商处获取收入同比增长 63%。随公司推进多品类及多品牌战略，我们预测 2025/2026/2027 年线上零售商数量及单个零售商贡献的收入均将有提升，对应向线上零售商销售的收入为 1.53 亿/2.01 亿/2.31 亿元，同比分别+92%/+31%/+15%。

**其他收入**主要包括来自联营及加盟合作伙伴的品牌授权费。我们预测该收入将随门店数量增长，2025/2026/2027 年分别达到 114 万/134 万/155 万，同比增长 24%/18%/16%。

图表61：林清轩：收入预测（按渠道）

(人民币 百万元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	691	805	1,210	2,218	3,214	4,464
YoY(%)		16.5%	50.3%	83.3%	44.9%	38.9%
一、线下渠道	378	410	494	788	1,136	1,568
YoY		8.3%	20.7%	59.4%	44.2%	38.0%
占收入比	55%	51%	41%	36%	35%	35%
1、线下门店	371	383	444	616	886	1,234
YoY		3.3%	15.9%	38.8%	43.8%	39.3%
1) 直营店	354	357	398	552	792	1,101
yoy		0.8%	11.5%	38.5%	43.6%	39.0%
2) 门店合作伙伴	17	26	46	65	94	133
yoy		56.4%	76.7%	41.0%	46.1%	41.4%
2、向线下零售商及企业客户销售	7	12	17	23	29	41
YoY		68.1%	41.7%	33.8%	24.9%	42.4%
3、经销商	-	14	33	149	221	293
YoY			128.7%	349.1%	48.7%	32.4%
二、线上渠道	312	394	714	1,429	2,076	2,894
YoY		26.3%	81.1%	100.0%	45.3%	39.4%
占收入比	45%	49%	59%	64%	65%	65%
1、线上直销	263	349	635	1,276	1,876	2,664
YoY		32.6%	81.9%	101.0%	47.0%	42.0%
2、向线上零售商销售	49	46	80	153	201	231
YoY		-7.5%	74.6%	92.0%	31.4%	15.1%
三、其他	1	1	1	1	1	2
YoY		31.5%	15.7%	23.7%	17.6%	15.6%
占收入比	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：公司招股说明书，华泰研究预测

**毛利及费用端：**

**毛利率：**1H25 公司毛利率分别 82.4%/同比+0.5pct。参考前述公司 2022-1H25 各品类毛利变动趋势，考虑到公司年内通过小样/赠品等方式积极拉新，我们估计 2025 年全年毛利略有承压；考虑公司线下客单价正稳中有升（1H25 单均价 1026 元 vs2024 年底 984 元）、线上高毛利直营渠道占比正不断提升（由 2022 年的 84%提升至 1H25 的 95%，1H25 线上直营毛利 83.4%），我们预计 2025/2026/2027 年公司整体毛利率将分别达 81.7%/82.2%/82.8%。

**销售及分销开支：**2022/2023/2024/1H25，公司的销售及分销开支分别为 5.09 亿/4.86 亿/6.88 亿/5.81 亿元，占总营收的 73.7%/60.3%/56.9%/55.2%。随公司自营品类+人物 IP 直播矩阵不断优化成熟，获客效率有望显著提升，但新品类拓展前期或有较大销售费用投入，故我们预测 2025/2026/2027 年销售费用率为 55.0%/56.0%/56.4%，对应绝对值分别为 12.2 亿/18.0 亿/25.2 亿元。

**行政开支：**2022/2023/2024/1H25，行政开支分别为 0.56 亿/0.62 亿/0.78 亿/0.61 亿（占营收的 8.2%/7.8%/6.4%/5.8%）。考虑公司收入端快增或对行政开支费用率有一定摊薄，我们预计 2025/2026/2027 年行政开支率分别为 5.9%/4.6%/4.2%，对应 2025/2026/2027 年行政开支分别为 1.31 亿/1.46 亿/1.87 亿元。

**研发开支：**2022/2023/2024/1H25，研发开支分别为 0.21/0.20/0.30/0.18 亿元，占营收的 3.1%/2.5%/2.5%/1.7%。我们预计 2025-2027 年研发费用率将稳定在 2.5%，对应 2025/2026/2027 年研发开支分别为 5544 万/8034 万/1.12 亿元。

综上，我们预测公司 2025/2026/2027 年经调整归母净利润分别为 3.85 亿/5.89 亿/8.21 亿元（调整项主要为上市开支及以股份为基础的付款），同比增长 92%/53%/39%，对应经调整归母净利率为 17.4%/18.3%/18.4%（同比+0.9pct/+1.0pct/+0.1pct）。

图表62：林清轩：费用及净利润预测

(人民币百万元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利	539	654	998	1,811	2,641	3,697
毛利率	78.0%	81.2%	82.5%	81.7%	82.2%	82.8%
<b>分渠道毛利率：</b>						
线下渠道	83.1%	83.3%	82.8%	81.2%	82.4%	83.3%
线上渠道	71.8%	79.0%	82.2%	82.0%	82.1%	82.6%
<b>费用</b>						
销售及分销开支	509	486	688	1,220	1,800	2,518
%占收入比	73.7%	60.3%	56.9%	55.0%	56.0%	56.4%
行政开支	56	62	78	131	146	187
%占收入比	8.2%	7.8%	6.4%	5.9%	4.6%	4.2%
研发成本	21	20	30	55	80	112
%占收入比	3.1%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
<b>经调整归母净利润</b>	<b>(4)</b>	<b>88</b>	<b>200</b>	<b>385</b>	<b>589</b>	<b>821</b>
<b>经调整归母净利率</b>	<b>-0.5%</b>	<b>11.0%</b>	<b>16.6%</b>	<b>17.4%</b>	<b>18.3%</b>	<b>18.4%</b>

注：2023年及以后调整项为上市开支、以股份为基础的付款。2022年、2023年、2024年调整金额分别为228万（加回，包含少数股东损益）、394万（加回）、1341万（加回）。我们预计25-27E将分别对3500万（加回）、6000万（加回）、6100万（加回）调整额。

资料来源：公司招股说明书，华泰研究预测

考虑公司所处赛道相似性及成长阶段，我们选取上美股份(2145 HK)、毛戈平(1318 HK)、巨子生物(2367 HK)、若羽臣(003010 CH)、珀莱雅(603605 CH)、上海家化(600315 CH)、贝泰妮(300957 CH)作为可比公司，截至2026年2月4日，可比公司2025E-2027E归母净利润年均复合增速均值为27%；林清轩同期归母净利润CAGR/调整后归母净利润CAGR分别为59.6%/60.1%，利润增速显著高于可比公司平均水平。

综合考虑公司核心产品的持续迭代能力、已验证的多品类拓展能力，高端抗皱与面部精华油细分赛道的结构性增长机遇，参考可比公司2026E iFind一致预期PE均值23x（其中港股可比26E一致预期17x/A股26E可比一致预期27x，存在流动性差异），我们给予公司2026E调整后市盈率28x（溢价），对应目标价130.88HKD（汇率0.89），首次覆盖给予“买入”评级。

图表63：林清轩：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (百万当地货币)	2025E PE	2026E PE	2027E PE	净利润 2025E	净利润 2026E	净利润 2027E	25E-27E CAGR
2145 HK	上美股份	25,916.77	21.19	16.84	13.72	1,088.51	1,369.33	1,681.57	29.1%
1318 HK	毛戈平	42,180.58	31.45	24.30	19.18	1,193.77	1,544.63	1,957.73	30.5%
2367 HK	巨子生物	34,418.85	12.82	10.60	8.86	2,388.96	2,888.67	3,456.17	18.8%
<b>港股均值</b>			<b>21.82</b>	<b>17.25</b>	<b>13.92</b>				<b>26.1%</b>
003010 CH	若羽臣	10,980.40	60.79	33.84	24.27	180.62	324.45	452.39	62.4%
603605 CH	珀莱雅	28,371.68	16.95	15.01	13.35	1,674.20	1,889.67	2,125.33	11.0%
600315 CH	上海家化	14,204.14	36.85	29.03	24.07	385.47	489.37	590.22	-
300957 CH	贝泰妮	18,989.99	39.03	31.07	27.23	486.51	611.2	697.47	11.5%
<b>A股均值</b>			<b>38.41</b>	<b>27.24</b>	<b>22.23</b>				<b>28.3%</b>
<b>整体均值</b>			<b>31.30</b>	<b>22.96</b>	<b>18.67</b>				<b>27.2%</b>
2657 HK	林清轩	11,716.40	27.06	17.69	12.70	385.40	589.34	821.16	60.1%

注：可比公司数据截至2026.2.4收盘，皆为一致预期。林清轩数据为华泰研究预测，利润采用经调整归母净利润。

资料来源：同花顺 iFind，华泰研究预测

## 风险提示

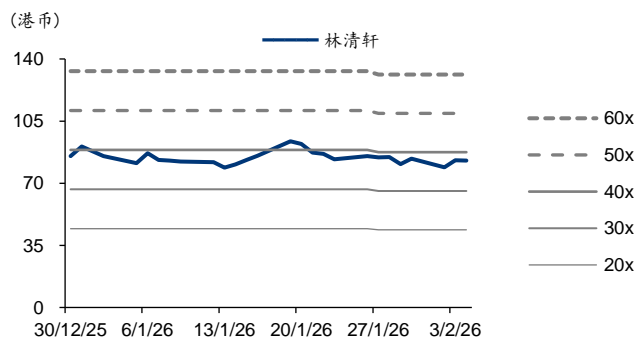
**市场竞争加剧。**随着化妆品销售渠道（电商、直播、CS 渠道等）日益碎片化及新品牌加速涌入，叠加国际品牌下沉渗透与本土品牌同质化竞争，公司面临市场份额分流压力，且营销及获客成本持续攀升。

**品牌声誉受损。**若发生产品质量问题、虚假功效宣称或舆情危机，相关负面信息可能经由社交媒体迅速扩散，损害消费者对品牌长期建立的信任，导致复购率下滑。

**新品表现不及预期。**新品推出需平衡研发周期、监管审批（如特殊化妆品注册/备案）及市场教育。若产品配方或定位偏离消费者需求，或未能精准匹配目标客群，前期研发及营销投入将难以转化为实际销量。

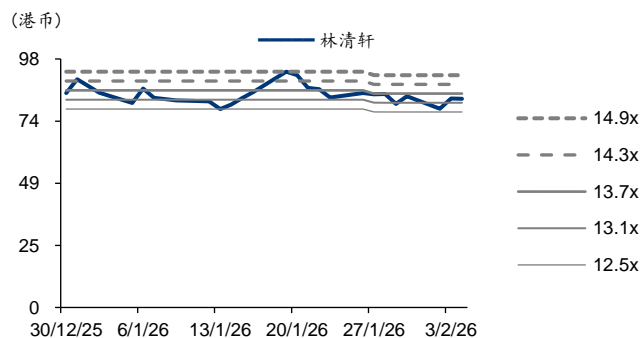
**盈利能力下降。**化妆品原材料价格波动、营销渠道费用占比提升（如直播佣金及平台服务费），以及行业价格战导致的提价空间受限，均可能直接压缩公司利润率，进而影响整体盈利能力。

图表64：林清轩 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表65：林清轩 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人，樊俊豪、孙丹阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

**香港-重要监管披露**

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

**美国**

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

**美国-重要监管披露**

- 分析师樊俊豪、孙丹阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 林清轩（2657 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 林清轩（2657 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 林清轩（2657 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

**新加坡**

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(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, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

## 行业评级

**增持:** 预计行业股票指数超越基准  
**中性:** 预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持:** 预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

**买入:** 预计股价超越基准 15% 以上  
**增持:** 预计股价超越基准 5%~15%  
**持有:** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间  
**卖出:** 预计股价弱于基准 15% 以上  
**暂停评级:** 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级:** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

## 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231  
**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

## 华泰证券股份有限公司

**南京**  
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019  
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**  
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017  
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

## 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼  
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123  
电子邮件: research@htsc.com  
<http://www.htsc.com.hk>

## 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)  
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702  
电子邮件: Huatai@htsc-us.com  
<http://www.htsc-us.com>

## 华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981  
电话: +65 68603600  
传真: +65 65091183  
<https://www.htsc.com.sg>

## 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
邮政编码: 100032  
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

## 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120  
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068  
电子邮件: ht-rd@htsc.com