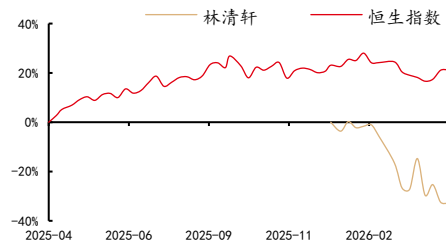


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	57.10
总股本/流通股本(亿股)	1.42
总市值/流通市值(亿港元)	81
52周内最高/最低价	94.40 / 51.10
资产负债率(%)	43.01%
市盈率	18.53
第一大股东	孙来春

研究所

分析师: 李鑫鑫  
SAC 登记编号: S1340525010006  
Email: lixinxin@cnpsec.com

林清轩 (2657.HK)

大单品驱动高增，多渠道全面开花

● 事件

公司发布 2025 年度业绩，全年实现营业收入 24.50 亿元，同比增长 102.50%；归母净利润 3.60 亿元，同比增长 92.88%；毛利率 82.0%，净利率 14.7%。

● 投资要点

**收入拆分：渠道结构深度转型，大单品战略成效显著。**美护业务我们拆分来看：

1) **产品：大单品绝对主导，多品类协同放量。**公司坚持大单品战略，山茶花精华油作为核心产品，2025 年收入达 10.24 亿元，同比增长 128.68%，占总营收比重提升至 41.79%，贡献超四成收入，是业绩增长的核心支柱。乳液及爽肤水（收入 3.95 亿元/+206.79%）、面霜（收入 3.60 亿元/+89.10%）、精华液（收入 2.26 亿元/+86.16%）等品类快速放量，产品矩阵持续丰富，对冲单一品类风险。

2) **渠道：线下转线上，天猫转抖音。**公司已完成从线下主导到线上主导的渠道转型。

—线上：25 年线上渠道实现收入 17.24 亿元，同比增长 141%，占总营收 70.37%，为核心增长引擎，毛利率 82.68%，同比+0.48pct，主要是直销占比提升所致。拆分来看，抖音收入 9.57 亿元，同比增长 338.26%，占线上直销比重 61%，天猫收入 2.36 亿元，为会员主阵地，同比-5.21%，自营收入增长超 50%，平台差异化运营成效显著，二者共同支撑线上渠道高速增长。

—线下：25 年线下渠道收入 7.25 亿元，同比增长 46.55%，占总营收 29.58%，毛利率 80.39%，同比-2.45pct，线下不同渠道或多或少毛利率都有一定下行。拆分来看，25 年底门店总数 580 家，折算单店收入 99 万元，同比+13.25%，门店运营效率稳步提升，高端商圈门店盈利性突出。

3) **线下城市：新一线为主战场，低线城市加速渗透。**我们将线下门店拆分来看，新一线城市收入 2.07 亿元，同比+33.40%，在线下门店渠道中占比 35.9%，门店数量达 189 家，为第一大市场，折算单店收入 109 万元，同比+12.22%；三线城市收入 1.48 亿元，同增 42.58%，占比 25.6%，门店数量 146 家，为第二大市场，折算单店收入 101 万元，同比+32.81%，三线城市无论是门店数量还是同店收入表现均很亮眼。

**利润拆分：毛利率略降维持高位，利润持续高增。**25 年公司综合毛利率 82.0%，同比-0.5pct，维持行业领先水平，毛利率略下行，我们认为与新品推广过程中，初期投入较大等因素导致。销售费用率

57.0%(同比+0.1pct),基本持平;管理费用率 6.25%(同比-0.18pct)、研发费用率 1.91%(同比-0.6pct),规模效应下持续摊薄,兼顾长期研发与短期盈利;25年归母净利润 3.60 亿元,同比+92.88%,净利率 14.7%,同比-0.7pct,呈现小幅回落。

**公司展望:多维度持续发力,共铸公司中长期战略。**公司沿着“高端化、多品牌、全球化”发展主线,短期内夯实林清轩单品牌高端认知,完成多品类布局,中期从单品牌走向多品牌,启动国际化,长期公司目标成为有科技底蕴、有文化灵魂的全球化高端美妆集团。中短期来看,我们认为驱动力主要来自于以下几个方面:

**1)渠道端:**线下聚焦高端商圈加密与空白市场补齐,稳步扩张门店网络,同步试水香港、东南亚等海外市场;线上深化平台差异化运营,以抖音为增长引擎、天猫为会员主阵地,全域 OMO 协同引流转化,严控投放 ROI 平衡增长与盈利。

**2)产品端:**持续强化山茶花精华油核心大单品地位,依托第五代迭代升级巩固赛道领先优势,同步拓展面霜、防晒、精华水、乳液等核心品类,完善“1+4+N”产品矩阵,拓宽产品心智,依托优质体验与精细化运营拉高用户复购率。

**3)营销端:**公司通过多种方式提升品牌知名度与消费者忠诚度。如线上通过短视频+直播互动,高效转化流量;线下通过体验式服务互动,深化客户联系;同时公司建立了覆盖线上线下的一体会员体系,精细化运营提升客户生命周期价值;此外,公司通过多维度的品牌曝光提升是常生于,如艺术合作、行业深耕等方式。

### ● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 26-28 年营业收入为 36、47、58 亿元,分别同比增长 47%、32%、23%,归母净利润为 5.5、7.4、9.4 亿元,同比增长 53%、35%、27%,EPS 分别为 3.9、5.2、6.6 元/股,当下股价对应 PE 分别为 13x、10x、8x。首次覆盖,给予公司“买入”评级。

### ● 风险提示:

消费复苏不及预期风险;市场竞争加剧风险;政策超预期风险;产品放量不及预期等风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	2450	3594	4731	5797
增长率 (%)	103%	47%	32%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	360	550	743	941
增长率 (%)	93%	53%	35%	27%
EPS (元/股)	2.87	3.88	5.24	6.64
PE	27.48	12.84	9.50	7.50

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	2,044	2,941	4,024	5,234	<b>成长能力</b>				
现金	1,542	2,192	3,035	4,022	营业收入	102.50%	46.72%	31.64%	22.53%
应收账款及票据	97	142	187	229	归属母公司净利润	92.88%	52.57%	35.07%	26.70%
存货	305	459	606	744	<b>获利能力</b>				
其他	101	149	196	240	毛利率	82.01%	81.55%	81.47%	81.45%
<b>非流动资产</b>	456	427	401	377	销售净利率	14.71%	15.30%	15.70%	16.23%
固定资产	254	229	206	185	ROE	19.64%	23.07%	23.77%	23.15%
无形资产	118	115	111	108	ROIC	19.23%	20.86%	21.35%	20.90%
其他	84	84	84	84	<b>偿债能力</b>				
<b>资产总计</b>	2,500	3,368	4,425	5,611	资产负债率	26.61%	29.24%	29.39%	27.58%
<b>流动负债</b>	585	854	1,119	1,366	净负债比率	-80.61%	-87.23%	-91.89%	-94.94%
短期借款	23	23	23	23	流动比率	3.49	3.44	3.60	3.83
应付账款及票据	167	252	333	409	速动比率	2.97	2.90	3.05	3.29
其他	394	579	762	934	<b>营运能力</b>				
<b>非流动负债</b>	80	131	182	182	总资产周转率	1.37	1.22	1.21	1.16
长期债务	39	90	141	141	应收账款周转率	34.37	30.15	28.81	27.91
其他	41	41	41	41	应付账款周转率	3.22	3.16	3.00	2.90
<b>负债合计</b>	665	985	1,300	1,548	<b>每股指标(元)</b>				
普通股股本	28	28	28	28	每股收益	2.87	3.88	5.24	6.64
储备	1,807	2,355	3,096	4,036	每股经营现金流	2.94	4.02	5.31	6.62
<b>归属母公司股东</b>	1,835	2,383	3,124	4,064	每股净资产	13.14	16.81	22.04	28.67
少数股东权益	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
<b>股东权益合计</b>	1,835	2,383	3,124	4,064	P/E	27.48	12.84	9.50	7.50
负债和股东权益	2,500	3,368	4,425	5,611	P/B	6.00	2.96	2.26	1.74
					EV/EBITDA	21.93	7.67	4.86	2.97
<b>现金流量表</b>	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>利润表</b>	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	410	569	753	938	营业收入	2,450	3,594	4,731	5,797
净利润	360	550	743	941	其他收入	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	<b>营业成本</b>	441	663	877	1,075
折旧摊销	0	29	26	24	销售费用	1,397	2,049	2,673	3,246
营运资金变动及	50	-9	-16	-27	管理费用	153	216	284	348
<b>投资活动现金流</b>	-75	36	47	58	研发费用	47	72	95	116
资本支出	0	0	0	0	财务费用	5	-35	-48	-68
其他投资	-75	36	47	58	<b>除税前溢利</b>	429	655	884	1,120
<b>筹资活动现金流</b>	767	47	45	-8	所得税	69	105	141	179
借款增加	0	51	51	0	<b>净利润</b>	360	550	743	941
普通股增加	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
已付股利	0	-4	-6	-8	<b>归属母公司净利润</b>	360	550	743	941
其他	767	0	0	0	EBIT	435	620	836	1,052
<b>现金净增加额</b>	1,101	651	843	987	EBITDA	435	649	862	1,076
					EPS(元)	2.87	3.88	5.24	6.64

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com  
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号  
邮编: 100050

### 上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com  
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼  
邮编: 200000

### 深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com  
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼  
邮编: 518048