



上海林清軒化妝品集團股份有限公司 IPO 報告分析

一、公司概況

1.1 新股基本資訊

- 股份代號：2657.HK
- 全球發售：發行 13,966,450 股 H 股，集資 1086.17 百萬港元
- 香港公開發售：發售 1,396,650 股 H 股，占全球發售總量約 10%
- 招股價：77.77 港元
- 每手股數：50 股
- 入場費：3,927.72 港元
- 公開發售日期：2025 年 12 月 18 日至 2025 年 12 月 23 日
- 分配結果日：2025 年 12 月 24 日
- 暗盤日：2025 年 12 月 29 日
- 上市日期：2025 年 12 月 30 日
- 保薦人：中信證券、華泰國際

1.2 企業簡介

林清軒為中國高端國貨護膚品牌，聚焦抗皺緊緻類護膚品市場，並以長期致力於以公司的旗艦品牌林清軒提供基於山茶花成分的高端護膚改善方案而著稱。根據灼識諮詢的資料，自 2012 年展開山茶花護膚品研究以來，公司開創「以油養膚」理念及山茶花面部精華油。公司致力於提供安全及有效的護膚產品，首款山茶花精華油於 2014 年問世，該款產品為公司的核心以油養膚產品線奠定基礎。歷經十餘載耕耘，公司已於細胞級抗皺精華油方面積累了專業知識。按全管道銷售的總零售額計，公司的山茶花精華油自 2014 年以來連續 11 年於所有面部精華油產品中位居全國榜首。

1.3 基石投資者

基石投資者包括富達基金、MegaPrime、LVC、DucklingFund、SSCapital、大家人壽、YieldRoyal，認購總金額為 6200 萬美元，佔發售股份的概約百分比為 44.43%。

1.4 保薦人情況

中信證券

代碼	名稱	首日收盤漲跌幅 (%)
2659. HK	寶濟藥業-B	138.82
2665. HK	圖達通	33.00

2676. HK	納芯微	-4.31
2658. HK	天域半導體	-30.17
2685. HK	量化派	88.78
2698. HK	樂舒適	25.95
2630. HK	旺山旺水-B	145.73
1384. HK	滴普科技	150.56
6031. HK	三一重工	2.82
0638. HK	廣和通	-11.72
2670. HK	雲跡	26.05
2652. HK	長風藥業	161.02
2259. HK	紫金黃金國際	68.46
2889. HK	博泰車聯	53.58
6090. HK	不同集團	43.96
2595. HK	勁方醫藥-B	106.47
2631. HK	天岳先進	6.40
2591. HK	銀諾醫藥-B	206.48
2627. HK	中慧生物-B	157.98
9887. HK	維立志博-B	91.71
6613. HK	藍思科技	9.13
3880. HK	泰德醫藥	0.65
6603. HK	IFBH	42.09
2508. HK	聖貝拉	33.74
6883. HK	穎通控股	-16.67
2617. HK	藥捷安康-B	78.71
2589. HK	滬上阿姨	40.03
9606. HK	映恩生物-B	116.70
6693. HK	赤峰黃金	0.00
2613. HK	匯舸環保	6.29

華泰國際

代碼	名稱	首日收盤漲跌幅(%)
2788. HK	創新實業	32.76
2579. HK	中偉新材	-0.12
2026. HK	小馬智行-W	-9.28
6980. HK	八馬茶業	86.70
2637. HK	海西新藥	20.60
2889. HK	博泰車聯	53.58
9973. HK	奇瑞汽車	3.80
6960. HK	雙登股份	31.29
2592. HK	撥康視雲-B	-38.61
2643. HK	曹操出行	-14.16
2617. HK	藥捷安康-B	78.71

2050. HK	三花智控	-0.13
2621. HK	手回集團	-18.19
1276. HK	恒瑞醫藥	25.20
2865. HK	鈞達股份	20.09
2610. HK	南山鋁業國際	-5.08
0805. HK	新吉奧房車	-22.83
0325. HK	布魯可	40.85

二、業務定位與市場環境

2.1 專注於抗皺緊緻類護膚品，開創以油養膚理念，首創山茶花面部精華油，引領中國高端護膚品牌

公司一直致力於提供植根於中國傳統文化的護膚改善方案，以此鞏固在精華油品類的領先地位。通過深入研究本土高山紅山茶花及其在精華油配方中的突破性運用，公司於 2014 年率先提出「以油養膚」理念，並推第一代山茶花精華油。公司的山茶花精華油現為第五代，截至 2025 年 6 月 30 日，自其推出以來的累計銷量突破 45 百萬瓶，且根據灼識諮詢的資料，按全管道銷售的總零售額計自 2014 年以來連續 11 年於所有面部精華油產品中穩居全國榜首。

2.2 圍繞核心大單品打造多品類產品矩陣，全方位滿足消費者護膚需求

公司是少數成功打造熱銷十年經久不衰產品的護膚品牌之一，已構建圍繞核心大單品山茶花精華油的多品類產品矩陣。自 2014 年推出以來，該產品已獲得消費者的持久認同，並歷經五次反覆運算升級，奠定了其在面部精華油品類中的暢銷地位。公司對提供高端優質護膚品的承諾絕不止步於這款核心大單品。通過持續的核心成分研發及產品創新，公司已將圍繞山茶花的產品矩陣擴展至精華油、面霜、爽膚水和乳液、精華液、面膜及防曬霜等主流護膚品類。憑藉公司以油養膚的理念及配方專長，公司已成功推出多款產品，滿足消費者不斷變化的需求。

2.3 研發能力推動產品持續創新

公司始終致力於研發核心成分和技術。於往績記錄期間，公司的研發成本為人民幣 21.1 百萬元、人民幣 19.7 百萬元、人民幣 30.4 百萬元、人民幣 13.1 百萬元及人民幣 18.0 百萬元。為推進抗皺、緊緻及肌膚修護技術研究，公司在上海生產廠房設立了專門的細胞級實驗室。截至 2025 年 6 月 30 日，公司的研發團隊由 85 名經驗豐富的專業人員組成，成員在植物學、生物學、皮膚學及應用化學等領域擁有廣泛的專業知識，其中 50% 以上擁有碩士或更高學位。公司的研發團隊專注與山茶花相關的成分，致力於開發可迎合消費者需求與市場趨勢的產品。

2.4 中國護膚品市場穩步增長

中國護膚品市場穩步增長，行業市場規模由 2019 年的人民幣 3,329 億元增加至 2024 年的人民幣 4,619 億元，複合年增長率為 6.8%。尤其是，高端細分市場大幅增長，由 2019 年的人民幣 749 億元增加至 2024 年的人民幣 1,144 億元。根據灼識諮詢的資料，於 2024 年，按零售額計，林清軒在中國所有高端護膚品牌（包括國貨及國際品牌）中排名第 13 位，佔據 1.4% 的市場份額，且是中國前 15 大高端護膚品牌中唯一的國貨品牌。於 2024 年，按零售額計，林清軒在中國所有高端國貨護膚品牌中排名第一。在整體護膚品市場中，抗皺及緊緻產品已成為主要細分領域及增長動力，2024 年佔中國護膚品總市場的 25.9%，2019 年至 2024 年的複合年增長率為 15.0%。

三、財務與經營情況

綜合損益及其他全面收益表概要方面，截至 2025 年 6 月 30 日止六個月公司收入為 10.52 億元，毛利率為 82.4%，期內利潤為 1.82 億元。按分部劃分的收入方面，精華油收入為 4.79 億元，占比 45.5%，毛利率為 86.2%；面霜收入為 1.54 億元，占比 14.6%，毛利率為 83.8%；乳液以及爽膚水收入為 0.97 億元，占比 9.3%，毛利率為 79.2%；精華液收入為 0.96 億元，占比 9.1%，毛利率為 85%；面膜收入為 0.95 億元，占比為 9%，毛利率為 77.1%；防曬霜收入為 0.42 億元，占比 4%，毛利率為 76.5%；其他化妝品收入為 0.89 億元，占比 8.5%，毛利率為 67.9%；其他收入為 38.2 萬元，毛利率為 100%。

四、公司發展戰略

4.1 不斷地以山茶花為重點擴大產品矩陣

公司於 2014 年推出核心大單品山茶花精華油。此後，該產品獲得消費者的廣泛認可，市場反響良好。公司的山茶花精華油現為第五代升級版，截至 2025 年 6 月 30 日，自其推出以來的累計銷量突破 45 百萬瓶。根據灼識諮詢的資料，該產品亦為中國面部精華油品類中連續 8 年零售額超過人民幣 1 億元的唯一一款產品。公司持續研發核心成分和打造多品類產品，從而不斷拓展圍繞山茶花的護膚品矩陣。

4.2 核心成分全價值鏈整合

根據灼識諮詢的資料，公司為中國面部精華油市場中唯一實現核心成分全價值鏈整合的公司，涵蓋山茶花獨家採購、專利成分提取、產品開發及生產。此端到端的控制使公司能夠提供以精選優質山茶花成分配製而成的產品，使公司有別於其他市場參與者。在成分方面，公司已與總面積超過 20,000 畝（約 3,295 英畝）的中國多個優質山茶花種植基地訂立長期供應協議，以確保能夠持續獲得優質山茶花。

4.3 建立廣泛的銷售網絡

公司已構建以多元化線上銷售管道融合強大線下佈局的一體化銷售網絡。該線上線下融合（「OMO」）模式讓公司將多年來通過品牌塑造積累的廣泛品牌影響力及強大的消費者認可轉化為強勁銷售動力。公司的線下門店網絡主要專注於直營店，戰略性地集中於購物商場，是

公司的核心線下零售場景。截至 2025 年 6 月 30 日，公司的線下門店網絡在全國共有 554 家門店，其中超過 95%的門店位於購物商場，根據灼識諮詢的資料，按門店總數計，於中國的國貨及國際高端護膚品牌中排名第一。同時，公司通過豐富線上銷售管道積極提升品牌影響力，提高產品的線上可及性。通過 IP 矩陣、內部直播間、與 KOL 和 KOC 合作以及各大電商平臺官方品牌店舉辦的直播，公司的線上銷售持續快速增長，從而成為推動公司業務表現的關鍵驅動因素。

五、投資亮點與風險

5.1 投資亮點

林清軒在中國所有的高端國貨護膚品牌中排名第一，以山茶花精華為核心打造產品矩陣。根據灼識諮詢的資料，中國高端護膚品市場規模快速增長，已由 2019 年的人民幣 749 億元增加至 2024 年的人民幣 1,144 億元，並預期於 2029 年達到人民幣 2,185 億元。於此背景下，抗皺及緊致是消費者需求的重點領域之一。未來公司在高端護膚領域仍存較大發展空間。

5.2 投資風險

公司銷售和行銷費用占比較高，研發占比較低，近半數收入來自山茶花精華油，單一產品依賴性較強。除此之外曾因違規廣告宣傳被監管處罰，或引發股價震盪風險。