

中信证券研究部

核心观点



徐晓芳  
首席美妆及商业  
分析师  
S1010515010003



杜一帆  
联席首席美妆及商  
业分析师  
S1010521100002

**林清轩，中国红山茶花护肤品牌开创者；聚焦品类创新，选定“以油养肤”赛道；掌握核心原料，研发并迭代独家成分“清轩萃”；差异化竞争，避开市场知名原料，致力于打造“品牌=品类”。公司强于产品力，弱于外观，推进品牌形象升级是未来工作重点之一，营销和运营也存在较大提升空间。延伸思考：本土品牌一夯实主阵地，提升产品力和形象，道阻且长，但前景光明。**

■ **公司概况：中国红山茶花润肤油开创者。**公司成立于 2003 年，是国内高端护肤品牌。截至 2022 年初，线下开设近 400 家直营门店；淘宝/京东/抖音等线上平台均设有旗舰店。销售规模：据魔镜数据，2021 年林清轩实现淘系销售额 3.05 亿元，同比+29.8%（较 2019 年，+234.4%）；粉丝/会员：粉丝数量超 1000 万（天猫 700 万），会员达 600 万（天猫 300 万）；会员年龄分布（会员）：线上主力低于 30 岁，线下 30~32 岁占比最高；职业分布：学历普遍较高，白领/公务员/教职员工/医护人员占比分别约为 58%/10%-20%/10%-20%/10%。

■ **产品矩阵：护肤为主，定位高端。**品牌以山茶花油为核心单品，拥有平衡、亮采、时光、奢宠焕颜四大护肤系列。2021 年公司核心单品会员价 697 元/30ml，客单价：线下 1300 元左右，线上 600 元左右；复购率：线下 50%-60%，线上 30%-40%。国内外油类护肤单品毫升单价呈“外高内低”：2021 年国产新锐品牌：均位于 15 元/ml 以下；林清轩 23.2 元/ml、夸迪 22.3 元/ml，均处中上游水平；海蓝之谜/希思黎/馥蕾诗：分列 1-3 位，超 50 元/ml，远高于第二梯队。**本土品牌与国际品牌在“油类护肤”领域定价、目标客群存在较大差异，处错位竞争阶段。**

■ **品牌特色：品类创新、核心原料、差异化竞争。聚焦品类创新：**选定油类护肤赛道，聚焦红山茶花护肤，致力于打造“品牌=品类，林清轩=红山茶花”；**掌握核心原料：**收购/建立种植基地，坚持原料的自主生产和提取，自主研发“清轩萃”，掌握核心原料及其提炼工艺，建立原料端的全产业链；**差异化竞争：**回避市场知名原料，开辟红山茶花油护肤新品类，抢占消费者心智，建立品牌专属认知；建立“清轩书苑”培训体系，追求服务流程与理念差异化。

■ **行业分析：“以油养肤”，历史悠久，当今风口。**“以油养肤”概念最早可追溯至古埃及时期，本质是修护保养肌肤屏障，锁水保湿。当前，消费者在化妆/压力/空气污染/口罩佩戴等因素下，皮肤出现变薄/敏感/泛红等问题，肌肤修护需求突出；安全性/功效/成分成为疫后消费者购买油类护肤品的前三考虑因素。

■ **亮点与期冀：强于产品力，求索于渠道转型，弱于外观。**截至 2022 年初，公司拥有 30 多位科研人员，累计获 67 项专利（24 项发明专利/6 项山茶花相关研究专利），山茶花润肤油 3.0 荣获欧盟 ECOCER 认证。渠道转型探索 OMO 协调双线利益，形成线上线下双向导流、两栖经营，提升客户消费体验。公司积极推进产品及包装设计升级，增强产品设计感与品质感。

■ **对本土护肤品品牌的延伸思考：夯实主阵地，提升产品力和品牌形象。**本土 A 股化妆品品牌类公司，多数已建立自己的“阵地”。垂直赛道布局，致力于将“品牌=品类/功效/概念/场景”，资源聚焦、易建立消费者心智；但消费者产生固有印象后，拓展产品线、拓展品类等难度大，若遇平台型、集团化同业的竞争，将面临较大压力。我国化妆品企业在植物萃取方面具备一定研发优势，以华熙生物为代表的企业近年来在透明质酸、麦角硫因等化妆品原料上取得突破性进展，产业整体配方、检测等能力均有长足进步。随着产业规模快速扩容、企业不断上市，众多海内外优秀的研发人员加入本土企业，中国化妆品产品力的增强趋势明确。内外兼修，提升品牌形象：本土品牌长于内容营销、渠道和快速反应，在品牌宣传/内涵/广告质量/外观设计/产品包装等细项上还需努力。

## 目录

本土化妆品系列品牌篇—写在报告之前：初心与未来 .....	1
林清轩：聚焦红山茶花，以油护肤十年匠心 .....	2
产品系列：护肤为主、彩妆为辅，定位高端 .....	3
山茶花油为核心单品，平衡、亮采、时光、奢宠焕颜四大系列 .....	3
定位高端：核心单品 697 元/30ml，线下客单价 1300 元 .....	6
品牌特征：品类创新、核心原料、差异化竞争 .....	9
品类创新：致力于打造“品牌=品类，林清轩=红山茶花” .....	9
掌握核心原料：自建种植基地，自主开发“清轩萃” .....	10
差异化竞争，开辟独立标签 .....	11
行业：“以油养肤”，历史悠久，当今风口 .....	11
何为“以油养肤”？-修护保养皮肤屏障，锁水保湿 .....	11
“以油养肤”缘起-肌肤修护消费需求突出，产品安全性成关键考量因素 .....	12
强于产品力，求索于渠道转型，弱于外观 .....	14
重研发，强于产品力 .....	14
布局全渠道，探索 OMO 协调双线利益 .....	15
产品形象、包装设计、视觉体系亟待提升 .....	15
思考：扬长补短，夯实主阵地，提升产品力和品牌形象 .....	15
夯实主阵地，拓宽护城河 .....	15
扬长补短，提升产品力、品牌形象 .....	17
大单品→产品矩阵→多品牌、多品类、集团化，中国化妆品企业进阶之路 .....	18

## 插图目录

图 1：各国美妆个护零售值（单位：亿美元） .....	1
图 2：各国人均美妆个护零售值（美元） .....	1
图 3：林清轩主打产品-山茶花润肤油 3.0.....	2
图 4：林清轩线下门店图.....	2
图 5：林清轩整体经营情况 .....	3
图 6：2021H2 国内外护肤品牌线上淘系 ASP（元） .....	6
图 7：油类护肤单品价格矩阵（单位：元/ml） .....	7
图 8：林清轩红山茶花种植图.....	11
图 9：“清轩萃”核心用料.....	11
图 10：皮肤屏障平面构成图 .....	12
图 11：天然油脂修护皮肤屏障原理图 .....	12
图 12：佩戴口罩引发的皮肤问题成因.....	13
图 13：佩戴口罩产生皮肤问题人群占比 .....	13
图 14：MAT2020 线上不同护肤品类消费规模及增速 .....	13
图 15：不同性别消费者选择“口罩脸”护理产品的考虑因素 .....	14
图 16：2018-2020 线上修护功效的油类护肤品国别消费占比 .....	14
图 17：林清轩专利的年新增数量 .....	14
图 18：欧盟 ECOCERT 天然化妆品认证证书 .....	14
图 19：A 股重点化妆品品牌类上市公司研发投入（万元） .....	17
图 20：A 股重点化妆品品牌类上市公司研发投入/营业收入 .....	17
图 21：A 股重点化妆品品牌类公司研发人员数量（2020 年） .....	18
图 22：A 股重点化妆品品牌类公司研发人员薪酬总额（万元） .....	18

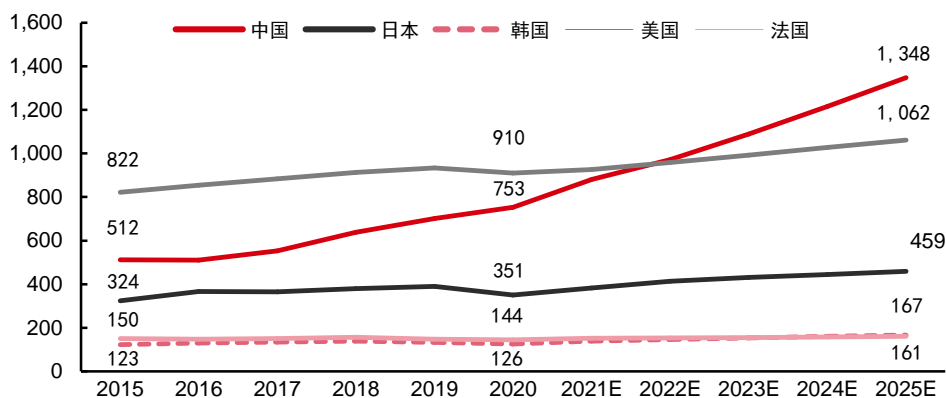
## 表格目录

表 1：林清轩产品矩阵 .....	3
表 2：林清轩与国际/境外品牌产品对比 .....	7
表 3：林清轩与国内品牌产品对比 .....	9
表 4：山茶花油美容功效.....	10
表 5：山茶花/山茶花油的相关研究成果专利.....	14
表 6：国际与本土护肤品品牌的消费者心智分析.....	16

## ■ 本土化妆品系列品牌篇一写在报告之前：初心与未来

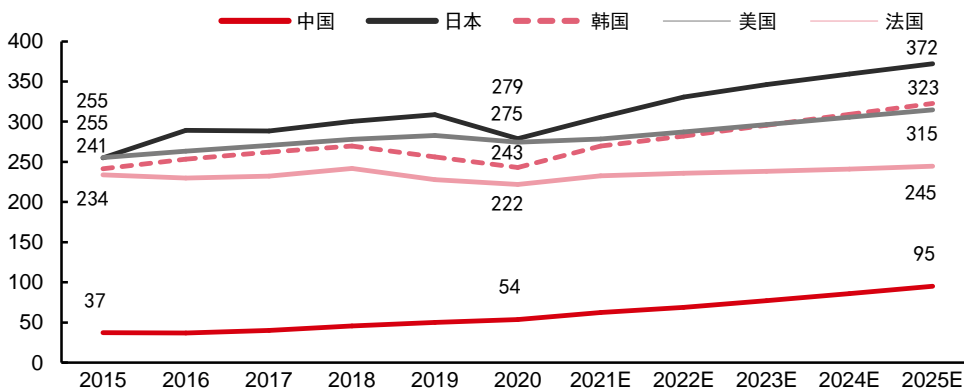
新千年伊始，一批中国本土化妆品品牌成立（自然堂 2001 年，丸美 2002 年，珀莱雅 2003 年，韩束 2003 年...），中国当代化妆品产业开启新纪元。对标 P&G 成立 185 年历史、Shiseido 150 年历史、Loreal 115 年历史、Estee Lauder 76 年历史，中国化妆品行业的发展历史很短。但是，在有限的 20 年左右的时间里，中国化妆品行业走过了海外化妆品集团几十年甚至上百年的历程，因为中国有着全球第 2 大化妆品市场、有快速发展的经济、日益增强的居民购买力，更经历了城镇化推动下的线下零售业态变迁、互联网驱动下的线上渠道和媒介的变迁，有科技强国背景下对研发的重视与投入，有民族自信增强、国潮澎湃下的产品创新、内容创新。在时代大潮下，中国化妆品行业兴起、壮大、磨砺、繁荣、跌宕、蜕变...

图 1：各国美妆个护零售值（单位：亿美元）



资料来源：Euromonitor（含预测），中信证券研究部

图 2：各国人均美妆个护零售值（美元）



资料来源：Euromonitor（含预测），中信证券研究部

近年来，化妆品产业链企业在一级、二级市场均备受瞩目，头部公司持续登陆资本市场。产业调研显示，还有一些产业链上的品牌类、服务类、生产类、原料类公司同样值得关注。他们有的或成长为未来的产业龙头，有的也许持续保持“小而美”，有的也许会消

逝在历史长河，有的或许在未来某一天成为大化妆品集团的一员... 无论哪种，都是化妆品产业链生态里不可或缺的一部分。展望未来，无问西东。

谨以系列报告纵览产业链公司，总结经验、亦总结教训，望可给投资人、产业人士以信息和些许启发。

## ■ 林清轩：聚焦红山茶花，以油护肤十年匠心

林清轩成立于 2003 年，是中国红山茶花润肤油开创者，中国本土高端护肤品牌。林清轩采用中国特色高山红山茶花为产品原料，专利技术从红山茶籽油、红山茶花、红山茶叶中提炼修护抗老成分“清轩萃”，核心功效“修护、保湿、淡纹、提亮”。

图 3：林清轩主打产品-山茶花润肤油 3.0



资料来源：林清轩天猫官方旗舰店

图 4：林清轩线下门店图



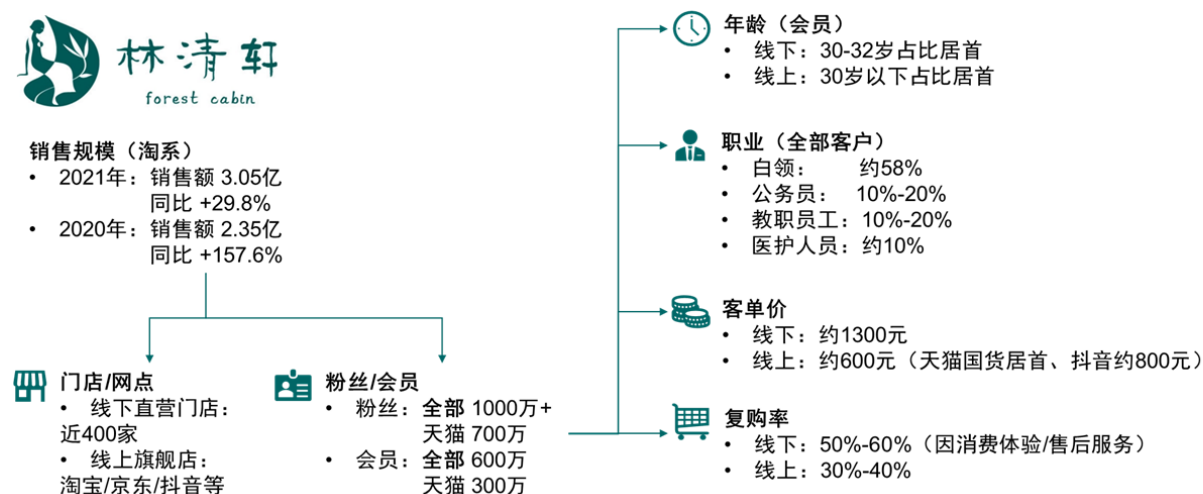
资料来源：中信证券研究部实地调研拍摄

据魔镜数据显示，2021 年林清轩实现淘系销售额 3.05 亿元，同比+29.8%（较 2019 年，+234.4%）。林清轩粉丝数量超 1000 万（天猫 700 万），会员达 600 万（天猫 300 万）；其中：会员年龄分布线上偏年轻，30 岁以下占比最高，线下 31-32 岁占比最高；客户职业以知识分子为主，学历普遍较高，白领/公务员/教职员工/医护人员占比分别约为 58%/10%-20%/10%-20%/10%。

截至 2022 年初，林清轩在上海来福士、美罗城、环球港、大宁久光、广州正佳等全国一线、新一线城市的知名商圈和购物中心开设近 400 家直营门店；在天猫、京东、抖音等主流电商/直播平台均设立品牌官方旗舰店。2021 年，线下销售高于线上；2022 年，线上销售占比有望超过 50%。



图 5：林清轩整体经营情况



资料来源：魔镜数据，公司调研，门店调研，中信证券研究部

## 产品系列：护肤为主、彩妆为辅，定位高端

### 山茶花油为核心单品，平衡、亮采、时光、奢宠焕颜四大系列

林清轩以山茶花润肤油 3.0 为核心，覆盖五大系列共 19 款产品，其中护肤类拥有山茶花润肤油+平衡、亮采、时光、奢宠焕颜四大系列共 17 款产品，定价 297-2288 元不等；彩妆类拥有彩妆系列共 4 款产品，定价 237-397 元不等。





表 1：林清轩产品矩阵

产品	名称	规格	价格（元）	成分	功效
核心大单品					
 沪 G 妆网备字 2020015145	山茶花润肤油 3.0	15ml（体验装） /30ml（爆款装）/50ml（加量装）	397/697/957	核心成分：清轩萃； 主要成分：光果甘草根提取物、黄岑根提取物、积雪草提取物、母菊叶提取物、虎杖根提取物、迷迭香叶提取物、茶叶提取物	修护肌肤屏障、紧实肌肤、 修护抗老
山茶花平衡系列					
 沪 G 妆网备字 2020020439	山茶花修护平衡肌底精华液	30ml	597	核心成分：清轩萃； 主要成分：聚谷氨酸钠、透明质酸钠、β-葡聚糖、甘草酸二钾、母菊花提取物、黄岑根提取物	有效舒缓、持续保湿
	山茶花修护平衡精华霜	50ml	597	核心成分：清轩萃； 主要成分：胀果甘草根提取物、苦参根提取物、β-葡聚糖、积	深入滋润、舒缓肌肤

产品	名称	规格	价格（元）	成分	功效
沪 G 妆网备字 2020021674				雪草提取物、黄岑根提取物	
	山茶花修护 平衡柔肤水	150ml	397	核心成分：清轩萃； 主要成分：β-葡聚糖、烟酰胺、 乙酰壳糖胺、苦参根提取物、 胀果甘草根提取物、黄岑根提 取物	持续保湿、舒缓肌肤
沪 G 妆网备字 2020021731					
	山茶花修护 平衡洁面露	150ml	377	核心成分：清轩萃； 主要成分：光果甘草根提取物、 茶叶提取物、积雪草提取物、 虎杖根提取物、母菊花提取物、 褐藻提取物	深入滋润、舒缓肌肤
沪 G 妆网备字 2020021666					
山茶花亮采系列					
	山茶花修复 美白精华液	30ml	697	主要成分：光果甘草根提取物、 烟酰胺、凝血酸	淡斑、透亮、白皙、舒缓
国妆特字 G20210993					
	山茶花亮采 日霜	50ml	577	核心成分：清轩萃； 主要成分：烟酰胺、光果甘草 根提取物、积雪草提取物、凝 血酸、黄岑根提取物	均匀肤色、通透肌肤
沪 G 妆网备字 2020025620					
	山茶花修复 美白润肤水	150ml	477	核心成分：清轩萃； 主要成分：光甘草定、α-熊果 苷、烟酰胺、凝血酸、生育酚、 积雪草苷	弹润透亮、光泽肌肤
国妆特字 G20210994					
	山茶花亮采 洁面膏	120g	297	核心成分：清轩萃； 主要成分：氨基酸温和配方、 焕活精粹	焕活盈润肌肤
沪 G 妆网备字 2020028361					
山茶花时光系列					
	山茶花时光 修护精华露	30ml	1880	核心成分：清轩萃	丰润柔滑、淡化干纹细纹、 细腻弹润、持久柔亮
沪 G 妆网备字 2020021559					

产品	名称	规格	价格（元）	成分	功效
 沪 G 妆网备字 2021006600	山茶花时光 修护精华霜	50ml	830	核心成分：清轩萃； 主要成分：水前寺紫菜多糖、 8 大氨基酸保湿成分	快修护、淡纹路、抗击初老
 沪 G 妆网备字 2020021384	山茶花时光 修护柔肤液	150ml	670	核心成分：清轩萃； 主要成分：水前寺紫菜多糖、 酵母发酵产物滤液、腺苷、积 雪草提取物	柔滑亲肤、滋养弹润、紧致 柔肌、焕亮肤色
 沪 G 妆网备字 2020025455	山茶花时光 修护洁面膏	120g	477	\	\
<b>奢宠焕颜系列</b>					
 沪 G 妆网备字 2021500579	山茶花修护 奢宠焕颜精 华霜	50ml	1880	核心成分：清轩萃 主要成分：水前寺紫菜多糖、 棕榈酰三肽-5、积雪草提取物、 银耳子实体提取物、生育酚（维 生素 E）、大豆异黄酮、光果 甘草根提取物	保湿、修护、舒缓、紧致、 抗皱
 沪 G 妆网备字 2021501488	山茶花修护 奢宠焕颜精 华蜜	30ml	2288	核心成分：清轩萃 主要成分：积雪草提取物、水 解胶原、酵母菌发酵产物 滤 液、水前寺紫菜多糖、透明质 酸钠、胀果甘草 根提取物、黄 芩根提取物、角鲨烷	保湿、修护、舒缓、紧致、 抗皱
 沪 G 妆网备字 2020028075	山茶花修护 奢宠焕颜眼 霜	15ml	1597	核心成分：清轩萃； 主要成分：光果甘草根提取物、 黄芩根提取物、苦参根提取物、 胀果甘草根提取物、酵母发酵 物提取物、积雪草提取物、咖 啡因	焕活奢润、留驻肌龄
 沪 G 妆网备字 2021009028	修护奢宠焕 颜眼部精华 液	15ml	987	核心成分：清轩萃； 主要成分：光果甘草根提取物、 黄芩根提取物、苦参根提取物、 胀果甘草根提取物、酵母发酵 物提取物	长效保湿、眼周肌肤细腻光 泽
<b>人气彩妆系列</b>					



产品	名称	规格	价格（元）	成分	功效
 沪 G 妆网备字 2020020360	水润透光粉底液	30ml	397	核心成分：清轩萃； 主要成分：黄岑根提取物、苦参根提取物	沁透润养、妆感持久自然
 沪 G 妆网备字 2020021386	夺目浓密睫毛膏		337	\	持久易卸、抗晕染、浓密清晰
 沪 G 妆网备字 2020022492	双头柔滑眉笔		277	\	顺滑显色、防水耐汗
 沪 G 妆网备字 2020025872	半哑光柔雾口红	M731/ M732/ M733/ M734/ M735/ M736/ M737	237	核心成分：清轩萃； 主要成分：维生素 E、霍霍巴籽油	饱满显色、滋润雾感柔唇

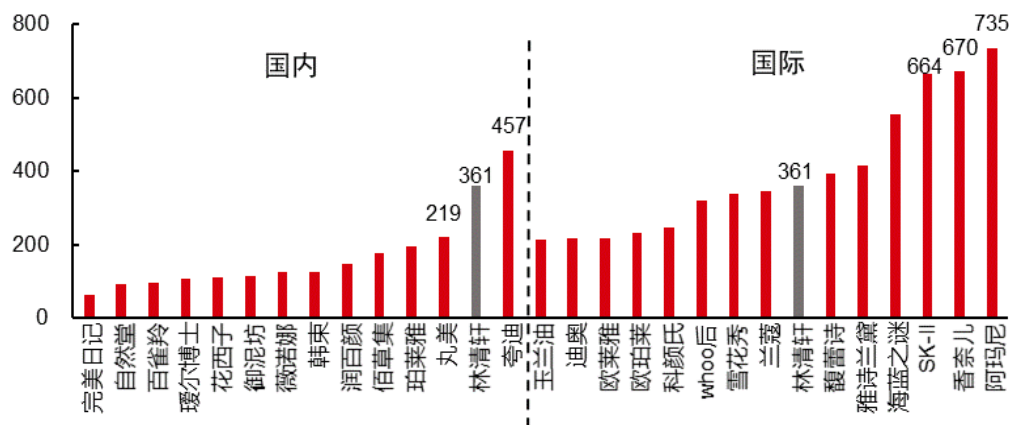
资料来源：林清轩天猫官方旗舰店，国家药品监督管理局，公司调研，中信证券研究部 注：产品图片下方为产品批准文号

## 定位高端：核心单品 697 元/30ml，线下客单价 1300 元

林清轩定位高端，据魔镜数据显示，品牌 2021H2 的淘系 ASP(Average Selling Price) 达 361 元，同比+3.4%，仅低于华熙生物的夸迪（457 元）。

客单价方面，线下约 1300 元，线上约 600 元（天猫国货客单价居首）；因线下门店的高品质消费体验和专业性售后服务，复购率线下达 50%，线上达 30%。

图 6：2021H2 国内外护肤品牌线上淘系 ASP（元）



资料来源：魔镜数据，各品牌天猫旗舰店，中信证券研究部

“以油养肤”成为当下是 2021 年的护肤消费热点，除传统聚焦在油类单品的品牌外，众多化妆品品牌均推出了“以油养肤”的单品或系列。我们选取林清轩、夸迪、海蓝之谜、馥蕾诗等共 15 个国内外品牌单品予以对比：

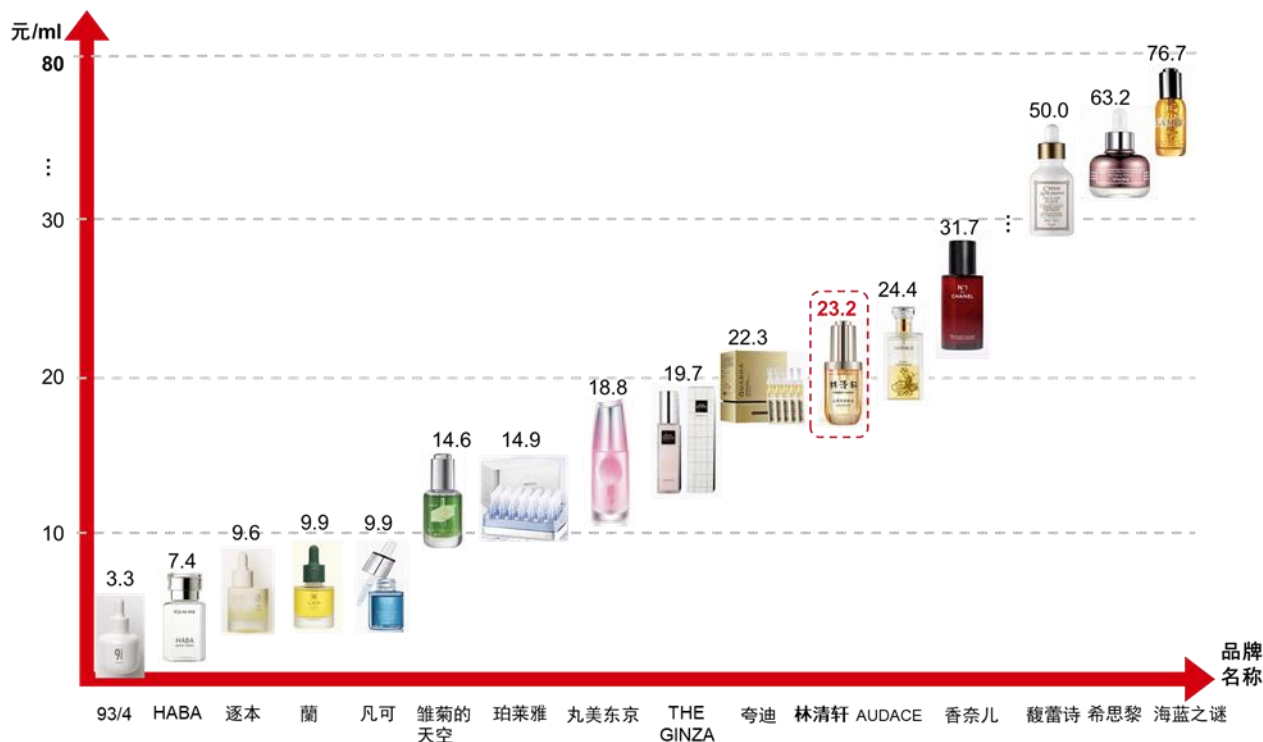
国产新锐护肤品牌产品毫升单价较低，均位于 15 元/ml 以下；

林清轩/夸迪（华熙生物）两国内品牌产品毫升单价为 23.2/22.3 元/ml，处中上游水平；

国际大牌海蓝之谜、希思黎、馥蕾诗产品分列 1-3 位，单价均超 50 元/ml，远高于第二梯队。

从草根调研来看，国际品牌和本土品牌的产品定位、目标客群等存在较大差异，当前处于共同做大油类护肤的阶段，正面竞争尚不明显。

图 7：油类护肤单品价格矩阵（单位：元/ml）



资料来源：各品牌天猫旗舰店、淘宝，各品牌官网，中信证券研究部

山茶花润肤油三代具有 15/30/50ml 三款规格，价格分别为 397/697/957 元，在所选国际/境外品牌单品价格对比中，位列中游水平。

表 2：林清轩与国际/境外品牌产品对比

图片									
名称	山茶花润肤油	鲨烷精	弹润娇嫩	一号红山	玫瑰按摩美容	黑玫瑰珍	古源修护	臻璨焕活精	兰花精粹青

图片									
	3.0	纯美容油	精华液	茶花精华油	油	宠滋润精华油	传奇精华油	华油	春修护油
品牌	林清轩	HABA (日本)	丸美东京	香奈儿	THE GINZA(日本)	希思黎 (法国)	馥蕾诗 (法国)	海蓝之谜 (美国)	AUDACE (台湾)
集团	林清轩	HABA 株式会社	丸美股份	香奈儿	资生堂	希思黎	LVMH	雅诗兰黛	AUDACE 奥达士
规格	15ml/30ml/50ml	30ml	35ml	30ml	100ml	25ml	30ml	15ml/30ml	65ml
价格(元)	397/697/957	223	658	950	1970	1580	1500	无/2300	1588
成分	核心成分：清轩萃*； 主要成分：光果甘草根提取物、黄芩根提取物、积雪草提取物、母菊叶提取物、虎杖根提取物、迷迭香叶提取物、茶叶提取物 角鲨烷 山茶籽 山茶花 水、小果咖啡籽 油、皱波角叉菜粉、山茶花提取物 刺阿干树仁油、山茶籽提取物、肉桂树皮提取物 角鲨烷、霍霍巴籽油、亚麻籽油、白兰叶油、香叶天竺葵油、突厥蔷薇花油、欧洲李籽提取物、蔷薇提取物 白池花籽油、霍霍巴籽油、小麦胚芽油、黑茶油、沙棘油、向日葵油、印度没药树脂提取油、迷迭香叶提取物 白池花籽油、甜扁桃油、霍霍巴籽油、油菜籽油、亚麻籽油、沙棘油、红莓籽油、油橄榄果油、蓝桉叶油、芝麻籽油、向日葵籽油+11种提取物 蔷薇花油、鳄梨油、霍霍巴籽油、蝴蝶兰提取物、人参根提取物、光果甘草根提取物、牛蒡根提取物、印度楝提取物								

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店、品牌官方网站，美丽修行 APP，中信证券研究部 注：清轩萃含有林清轩从红山茶籽油、红山茶花、红山茶叶的中提取活性精粹，命名为“清轩萃”。

林清轩聚焦中国特色高山红山茶花，多年研发拥有多项专利和独家核心成分具有专属核心原料，产品定价高；国产新锐品牌油类护肤产品主要成分为角鲨烷、霍霍巴籽油、白池花籽油等，不具备品牌独有核心原料在独家核心原料方面有所欠缺，多数属于大牌平替路线，定价普遍偏低主打性价比。

夸迪次抛精华液、珀莱雅安瓶精华液等产品，主打“水油同补”概念，包含成分除天然植物油外，还拥有透明质酸钠及相关微量成分，可帮助肌肤维持水油平衡，实现肌肤“修护+锁水+补水”功能三位一体。

表 3：林清轩与国内品牌产品对比

图片								
名称	山茶花润肤油 3.0	舒润稳肌悬油次抛精华液	至简密护安瓶精华液	时光凝翠精华油	翡冷翠修护精华油	不染十花植物修护精粹油	愈创木精华油	白池花修护精华油
品牌	林清轩	夸迪（华熙生物）	欧莱雅	兰	雏菊的天空	逐本	凡可	93/4
规格	15ml/30ml/50ml	1ml*30	1.2ml*28	30ml	30ml	5ml/15ml/30ml	20ml	30ml
价格（元）	397/697/957	669	500	298	438	无/179/289	198	99
成分	<p>核心成分：清轩萃*； 主要成分：光果甘草根提取物、黄芩根提取物、积雪草提取物、母菊叶提取物、虎杖根提取物、迷迭香叶提取物、茶叶提取物</p> <p>核心成分：野大豆油、高山火绒草提取物、愈伤组织提取物、<b>透明质酸钠</b> 微量元素：燕麦仁提取物、胡萝卜根提取物、β-胡萝卜素</p> <p>紫苏籽油、燕麦仁油、<b>透明质酸钠</b></p> <p>角鲨烷、白池花籽油、海檀木籽油、猴面包树籽油、椰子油、胡萝卜籽油、向日葵籽油、依兰花油、香叶天竺葵油</p> <p>霍霍巴籽油、紫苏籽油、西瓜籽油、黄瓜油、牡丹籽油、</p> <p>角鲨烷、欧洲榛籽油、霍霍巴籽油、玻璃苣籽油、燕麦仁油、西班牙鼠尾草籽油、西洋接骨木油等 18 种油类物质</p> <p>角鲨烷、全缘叶澳洲坚果籽油、昆诺阿藜籽油、白池花籽油、野大豆油、香叶天竺葵油、霍霍巴籽油、葡萄柚果皮油、突厥蔷薇花油</p>							
功效	修护肌肤屏障、紧实肌肤、修护抗老	修护肌肤屏障、抗初老	修护舒敏、根源润泽	抵御皮脂屏障老化、淡化纹路、紧实纤颜	修护肌肤屏障、平衡皮脂	修护滋润肌肤	修护滋润肌肤	修护肌肤屏障、保湿锁水

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，美丽修行 APP，中信证券研究部 注：清轩萃含有林清轩从红山茶籽油、红山茶花、红山茶叶的中提取活性精粹，命名为“清轩萃”。

## 品牌特征：品类创新、核心原料、差异化竞争

### 品类创新：致力于打造“品牌=品类，林清轩=红山茶花”

林清轩布局山茶花油护肤之时，市场中还未出现可擦面部的油类精华。公司选定油类护肤赛道，以特色的红山茶花油作为核心成分，聚焦单品类，努力打造“品牌=品类”。当前，消费者化妆、压力、空气污染等因素下，皮肤出现变薄、敏感、泛红等问题，肌肤健康关注度提升，为油类修护产品提供了市场契机。

山茶花油是独具美容价值的天然原料，其富含不饱和脂肪酸，还含有茶多酚、维生素 E、山茶皂苷、角鲨烯等众多的维生素类、黄酮类、皂苷类、甾醇类生物活性物质，具有修护肌肤、保湿、抗氧化、抗炎、防晒及护发等多重美容功效。

表 4：山茶花油美容功效

功效	原理
<b>保湿</b>	1) 山茶花油含丰富油酸、角鲨烯等成分，与人体皮脂膜最为接近，相容性好，无刺激性和过敏性；
	2) 高剂量的不饱和脂肪酸同时补充了因各种原因导致的皮脂流失，促进皮肤细胞再生；
	3) 茶多酚能够抑制透明质酸酶的活性，使透明质酸不被分解，具有深层保湿作用
<b>抗氧化</b>	1) 山茶花油含丰富的维生素 E，能直接清除过氧自由基，有效抗击皮肤衰老；
	2) 维生素 E 能使皮肤具有弹性，减少皱纹的生成；
	3) 鞣质和茶多酚都具有较强抗氧化功能，防止皮质胶原蛋白的氧化，抑制褐色素生成，延缓衰老
<b>抗炎</b>	1) 槲皮素和 3-O-酰基槲皮素具有天然杀菌消炎功效，能有效抑制皮肤的细菌感染；
	2) 茶皂素具有良好的抗炎、抗菌性能，可以消除暗疮，祛痘
<b>防晒</b>	山茶花油富含茶多酚成分，对紫外线具有较好的吸收作用，阻挡紫外线及辐射伤害，预防晒斑及黄褐斑形成
<b>护发</b>	1) 茶皂素具有抗氧化、润滑、杀菌等性能，可抑制马拉色菌产生，有效去除头屑，防止头屑再生；
	2) 茶多酚对头发、头皮中蛋白质角蛋白及附着表面的细胞蛋白有极大亲和性和凝固性，能有效去除头屑

资料来源：亚太传统医药期刊《茶花油药用价值研究进展》（张睿），中信证券研究部

### 掌握核心原料：自建种植基地，自主开发“清轩萃”

林清轩收购/建立育苗和种植基地，目前在浙江青田、江西婺源等地合作种植红山茶花万余亩；坚持原料的自主生产和提取，包括物种筛选、山茶花花朵采集，加工及提取、山茶花叶二氧化碳双炼剂萃取、山茶花油精炼等过程，自主研发品牌配方“清轩萃（山茶籽油、山茶花、山茶叶的活性精粹）”，掌握核心原料及其提炼工艺，建立原料端全产业链，从源头把控品质。

核心单品林清轩山茶花润肤油四大功效为“修护、保湿、淡纹、提亮”。公司委托空军总医院化妆品研究中心进行该核心单品的功效检测，34 例 30~55 岁的健康女性样本显示：

1) 连续使用 28 天，显著提升皮肤水分含量 32.1%，有显著补水保湿功效；增强屏障功能 14.6%，有显著修复皮肤屏障功效；提升皮肤弹性 5.6%，有显著提高皮肤弹性功效；淡化抬头纹 5.2%、法令纹 4.6%、鱼尾纹 9.3%，有显著淡化皱纹的功效；减少抬头纹面积 6.0%、法令纹面积 4.2%、鱼尾纹面积 5.4%，有显著减少皱纹面积的功效；

2) 连续使用 42 天，显著提升皮肤水分含量 48.7%，有显著补水保湿功效；增强屏障功能 20.8%，有显著修复皮肤屏障功效；降低皮肤红斑指数 EI 值 8.6%，有舒缓皮肤的功效；提升皮肤弹性 9.3%，有显著提高皮肤弹性功效；提升皮肤紧致度 4.9%，有紧致皮肤的功效；淡化抬头纹 16.5%、法令纹 11.1%、鱼尾纹 18.9%，有显著淡化皱纹的功效；减少抬头纹面积 13.6%、法令纹面积 10.0%、鱼尾纹面积 10.5%，有显著减少皱纹面积的功效。



图 8：林清轩红山茶花种植图



资料来源：公司官网

图 9：“清轩萃”核心用料



资料来源：公司官网

## 差异化竞争，开辟独立标签

差异化竞争：中国化妆品行业在活性成分方面起步较晚，国际品牌普遍拥有标志性的活性成分，并通过研发和营销优势，将特定成分与品牌强绑定；如：雅诗兰黛小棕瓶系列、兰蔻小黑瓶系列主打二裂酵母溶胞物；SK-II 以酵母提取物“PITERA”为标志性成分；欧莱雅品牌和集团高端品牌 Helena 主打玻色因；La Mer 主打深海海藻提取物。中国化妆品行业在植物萃取方面具有一定优势，林清轩寻求产品差异化，开辟红山茶花护肤垂直赛道，并在该领域深耕近 20 年，致力于打造“林清轩=红山茶花护肤”的消费者心智。

在活性成分和产品之外，林清轩注重团队的专业培训，内部设立“清轩书苑”培训体系，致力于员工专业知识、服务能力的培养，求服务流程与服务理念的差异化。从实体店调研情况看，林清轩专柜 BA 专业性突出，熟悉自家产品、熟悉护肤理念和实际操作、服务风格以热情、亲切为特色（与国际品牌 BA 风格差异化较大）。

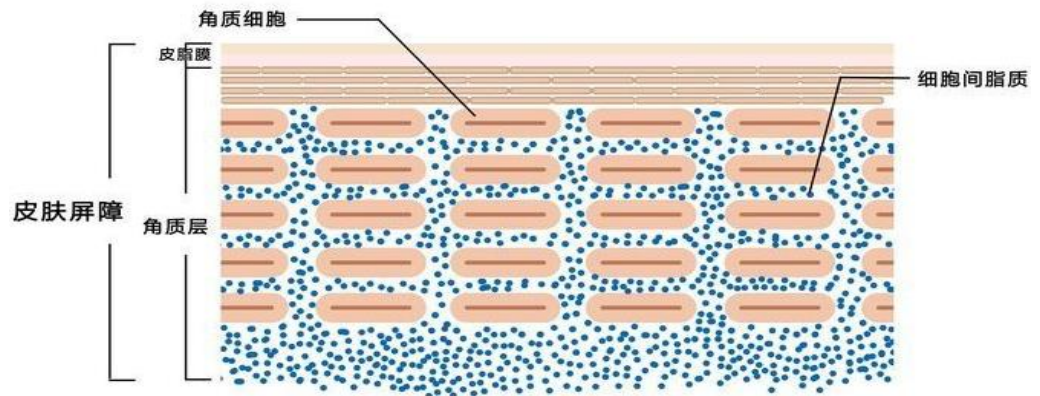
## ■ 行业：“以油养肤”，历史悠久，当今风口

“以油养肤”概念由来已久，最早可追溯到古埃及时期，古埃及人常把蓖麻油和埃及酸叶木油等油脂涂在皮肤上，以治疗湿疹等皮肤问题；中医的历史典籍中也存有相关记载，如汉马王堆出土的《五十二病方》中记载的“痂方”（用动物油脂来愈合皮肤上结痂的伤口）、晋代葛洪著《肘后备急方》中记载的“羊脂/狗脂油膏”（以油膏敷面，具有美白润肤功效）等。

### 何为“以油养肤”？-修护保养皮肤屏障，锁水保湿

皮脂膜和角质层组成皮肤屏障，**皮脂膜**：是覆盖在皮肤表面的一层乳状脂膜，由皮脂腺分泌出来的皮脂（主要成分）和汗腺分泌的汗液混合而成；**角质层**：由角质细胞和细胞间质构成，美国著名皮肤专家 Elias 把它比喻成“砖头—泥浆结构”。所谓“砖头”，即角质细胞，而“泥浆”则指角质细胞间隙的保湿因子和脂质分子。

图 10：皮肤屏障平面构成图

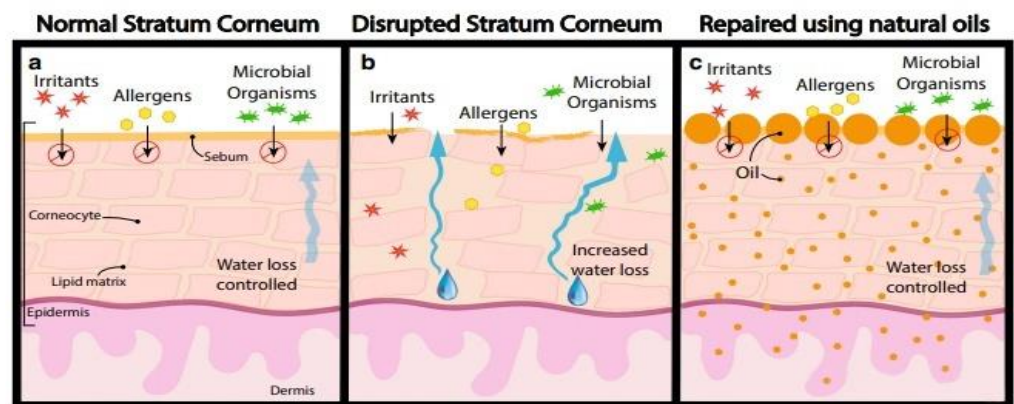


资料来源：知乎“皮肤医生刘晓丹”

皮肤屏障起到防止经皮失水，维持肌肤油水平衡，防止各种细菌、病毒侵入身体，抵御外界各种刺激的作用，而一旦皮肤屏障受损，会导致皮肤经皮失水加快，皮肤表面微环境的菌群失衡。

“以油养肤”的本质是修护保养皮肤屏障。油类护肤品给予皮肤补充所需油脂，帮助有效改善皮肤屏障，修护皮肤锁水功能，防止外界物质侵入。

图 11：天然油脂修护皮肤屏障原理图

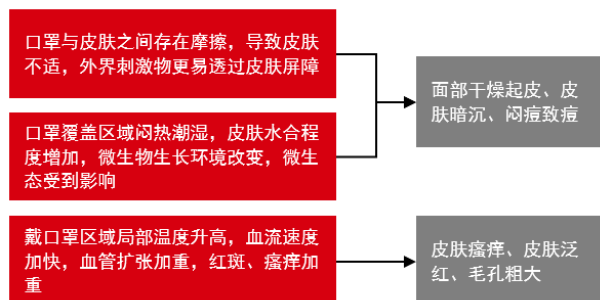


资料来源：Vaughn A R, Clark A K, Sivamani R K, et al. Natural oils for skin-barrier repair: ancient compounds now backed by modern science[J]

## “以油养肤”缘起-肌肤修护消费需求突出，产品安全性成关键考量因素

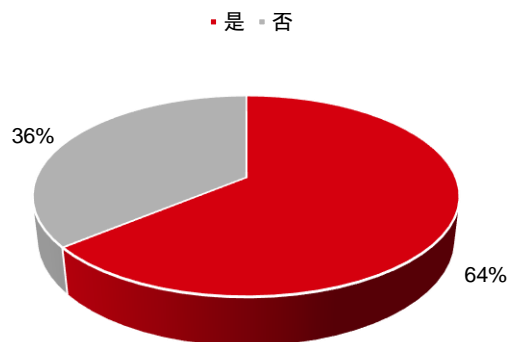
口罩引发各种肌肤问题，肌肤修护获消费者关注。疫情常态化使得佩戴口罩成为居民生活日常，长期佩戴口罩导致 64%的消费者产生皮肤瘙痒/干燥起皮/闷痘致痘等皮肤问题，肌肤健康、肌肤屏障修护越来越得到消费者重视。因此，具有肌肤修护功效的油类护肤细分品类的关注度提升，消费增长迅速。

图 12：佩戴口罩引发的皮肤问题成因



资料来源：CBNData，中信证券研究部

图 13：佩戴口罩产生皮肤问题人群占比



资料来源：CBNData

图 14：MAT2020 线上不同护肤品类消费规模及增速

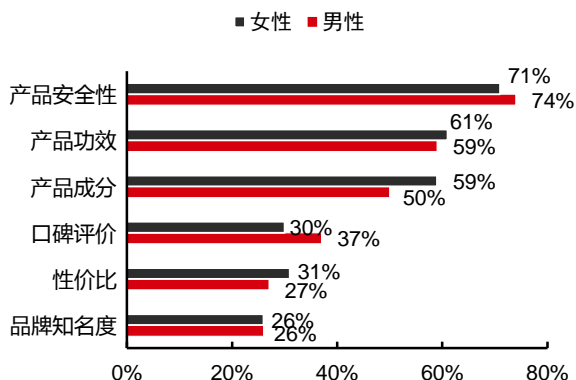


资料来源：CBNData

**消费者对护肤品成分关注度提升，安全性成产品选择最重要因素。**经历疫情影响，消费者对护肤品安全性的关注度显著提升，产品安全性、产品功效、产品成分成为疫后消费者购买产品的前三考虑因素。

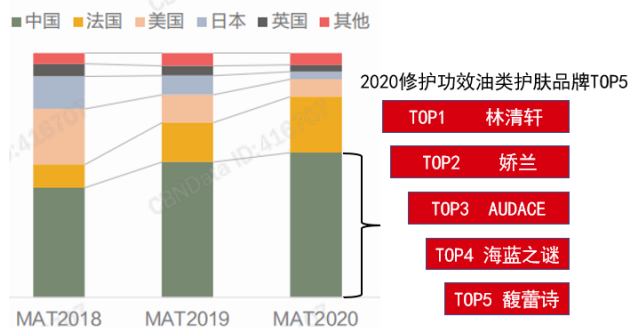
主打天然、植物成分的油类护肤产品受我国消费者认可，渗透率不断增加，消费占比持续扩大，其中林清轩位列 2020 年线上修护功效油类护肤品牌第一名。

图 15：不同性别消费者选择“口罩脸”护理产品的考虑因素



资料来源：CBNData，中信证券研究部

图 16：2018-2020 线上修护功效的油类护肤品国别消费占比



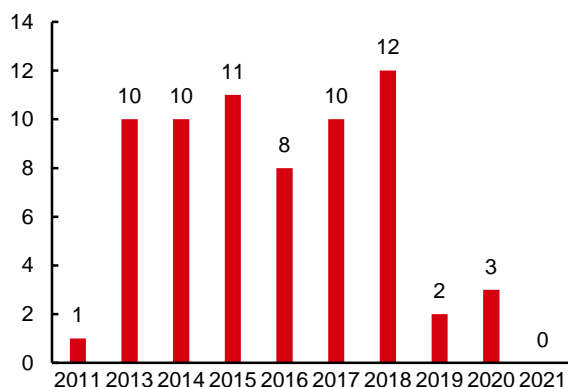
资料来源：CBNData，中信证券研究部

## ■ 强于产品力，求索于渠道转型，弱于外观

### 重研发，强于产品力

**聚焦、重研发投入，强于产品力。**林清轩按照国家级实验室标准建立科研中心，截至2022年初，汇聚30多位植物学、生物学及皮肤医学等专业硕博学历以上科研工作者，累计获得67项专利，其中24项为发明专利，占比35.8%；公司深耕山茶花护肤方向多年，拥有6项山茶花/山茶花油相关研究成果专利，山茶花油三代产品荣获欧盟ECOCERT天然化妆品评测认证。

图 17：林清轩专利的年新增数量



资料来源：企查查，中信证券研究部

图 18：欧盟 ECOCERT 天然化妆品认证证书



资料来源：ECOCERT 官网

表 5：山茶花/山茶花油的相关研究成果专利

公开号	名称	申请日	公开日
CN107746761B	一种含有山茶籽油的氨基酸复合透明皂及其制备方法	2017/11/27	2020/7/3
CN106943537B	抗菌组合物及含有山茶籽油的	2017/2/28	2021/1/26



公开号	名称	申请日	公开日
	保湿修复组合物		
CN107669583B	一种保湿组合物及其应用	2017/9/30	2020/8/4
CN109044913B	一种山茶花提取液的制备方法及其应用	2018/9/30	2021/11/12
CN109498475B	含有山茶籽油的具有修复功效的微乳面膜液及其制备方法	2018/12/25	2021/11/5
CN109157454B	一种红山茶组合提取物及其制备和在化妆品中的应用	2018/10/25	2020/8/25

资料来源：企知道，中信证券研究部

## 布局全渠道，探索 OMO 协调双线利益

林清轩品牌发源于线下，并积极开拓线上渠道。截至 2022 年初，林清轩在上海来福士、美罗城、环球港、大宁久光、广州正佳等全国一线、新一线城市的知名商圈和购物中心开设近 400 家直营门店；在天猫、京东、抖音等主流电商/直播平台均设立品牌官方旗舰店。2021 年，线下营业收入占比约为 50%~60%；2022 年，线上营业收入占比有望超过 50%达到 50%~60%。

传统品牌拓展线上业务均会遇到线下客户、销售额流失，双线利益冲突的问题。公司对线下进行数字化改造，打通销售端的数字化接口，解决员工利益分配问题（客户于线下门店试用产品后扫店员二维码，可通过天猫、微信小程序等线上渠道或线下实体店等多种方式购买，均算导购的个人业绩），使得线下门店更多转型为品牌体验/推广场、售后服务场，提升顾客消费体验。

## 产品形象、包装设计、视觉体系亟待提升

产品包装设计时尚性欠佳，与产品高端定位、目标客群的审美有一定偏差；公司已积极推进产品设计升级。公司护肤产品多为圆柱玻璃瓶造型，包装设计也仅颜色有所变化，缺乏设计感，与自身强产品力和高端品牌定位不符。线下门店装修以清爽、蓝绿冷色调为主视角，产品形象、宣传图片等以黄、红等暖色调为主，形象不统一，消费者视觉体验欠佳。

目前公司已引入国际级设计师，升级产品包装，同时提升产品形象的精致化。对于主打产品山茶花润肤油，因消费者已对现有产品形象形成强认知，未来长期或将保持原瓶型基本不变，专注增强产品的品质感。

## ■ 思考：扬长补短，夯实主阵地，提升产品力和品牌形象

### 夯实主阵地，拓宽护城河

成功的化妆品品牌必须在特定概念、成分、功效、场景等方面占领消费者心智。当消费者提及某概念、成分、功效或场景时，首先想到的是该品牌，甚至将品牌与其画等号。



国际头部化妆品品牌普遍已建立起强消费者心智，并使其成为品牌势能的重要部分。本土 A 股化妆品品牌类公司，多数已建立自己的“阵地”，并不断拓宽护城河，夯实阵地。

表 6：国际与本土护肤品品牌的消费者心智分析

分类	品牌	消费者心智				我们的观点
		功效	核心成分	形态/花名	心智等级	
国际品牌	雅诗兰黛	抗衰、眼部护理	二裂酵母发酵产物溶胞物	小棕瓶	★★★★★	对消费者心智的占领：清晰、有强度、有广度
	欧莱雅	抗衰	玻色因	/	★★★★★	
	SK-II	保湿、抗炎	神仙水 Pitera, 酵母发酵物	神仙水	★★★★★	
本土品牌	薇诺娜	敏感肌屏障修复	马齿苋、青刺果油等云南特色植物提取物	/	★★★★★	给消费者的印象是东方草本护肤，功效上美白、保湿、抗衰都有，但都不突出，与佰草集的产品线复杂、SKU 众多有关。
	玉泽	屏障修复	PBS 植物仿生脂质技术	/	★★★★★	
	佰草集	/	/	/	★★★	
	丸美	眼部抗衰	弹力蛋白	/	★★★★★	
	润百颜	保湿	透明质酸（玻尿酸）	次抛	★★★★★	
	夸迪	冻龄抗初老	透明质酸（玻尿酸）、PT50、gaba-氨基丁酸等	/	★★★	
	米蓓尔	敏感肌修复	/	/	★★	
	肌活	/	/	/	★★	
	珀莱雅	抗衰、抗糖抗氧化	/	红宝石精华、双抗	★★★	
	林清轩	修护、保湿、抗衰	清轩萃	保湿精华油	★★★★★	

资料来源：各公司公告，各品牌天猫旗舰店，中信证券研究部 注：本表站在消费者角度进行分析，评价标准较为严格，以“形态/花名”为例，本表仅列示有广泛消费者基础的产品，品牌拟打造或初步打造的爆款产品未列示。

**垂直赛道布局的利弊分析。** 聚焦垂直赛道、致力于将“品牌=品类/功效/概念/场景”的运营模式是化妆品等快消类产品常用的定位、营销方式。好处在于聚焦、易建立消费者心智，弊端在于易触及规模天花板，而消费者产生固有印象后，拓展产品线、拓展品类等难度大；同时，若自身规模、消费者心智、综合实力等尚未达到一定水准，垂直赛道在面对平台型、集团化的同业竞争者时将面临较大的压力。

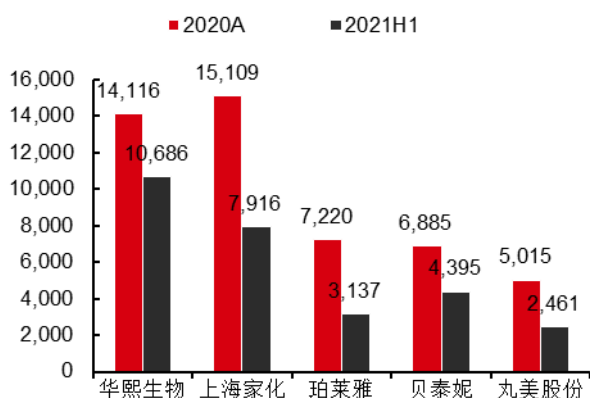
## 扬长补短，提升产品力、品牌形象

国际化妆品龙头公司普遍在研发上保持高投入，内容涵盖皮肤学与原料的基础研究、配方开发、安全性测试、包材研究等；往往经过数十年甚至几十年的研究，才能在众多原料中筛选出 1-2 种叠加营销使其成为品牌标志性的成分，如：雅诗兰黛的二裂酵母发酵产物溶胞物、欧莱雅的玻色因、SK-II 的 Pitera、Olay 的烟酰胺等。这些成分要么具备专利保护，要么在发酵工艺、制备技术、复配等方面拥有众多 know-how 使其产品功效远超模仿者。

**道路尚且漫长，但前途清晰、光明。**我国化妆品企业在植物萃取方面具备一定优势；近年来以华熙生物为代表的企业在透明质酸、麦角硫因等化妆品原料方面取得突破性进展，另国内一批头部化妆品企业在产品配方上也有长足进步；但整体而言，与国外化妆品企业几十年、上百年的历史、数亿甚至几十亿美元的研发投入、从皮肤机理到原料和配方等全方位、体系化的研发相比，我国化妆品企业整体尚有不小差异。

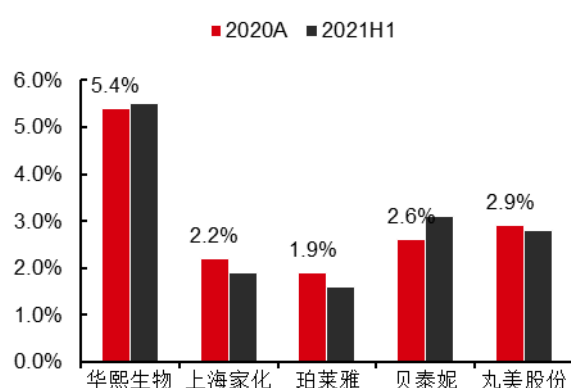
近年来，我们观察到，随着本土化妆品行业的快速发展，相关企业规模快速增长，上市企业增多，资金实力增强、研发投入增加的同时，激励的力度更大、激励的方法更完善，吸引了众多海内外优秀的化妆品产业研发人员加入，国家对化妆品行业的监管亦日趋严格、规范，中国本土化妆品行业产品力的不断增强是较为确定的、清晰的趋势。

图 19：A 股重点化妆品品牌类上市公司研发投入（万元）



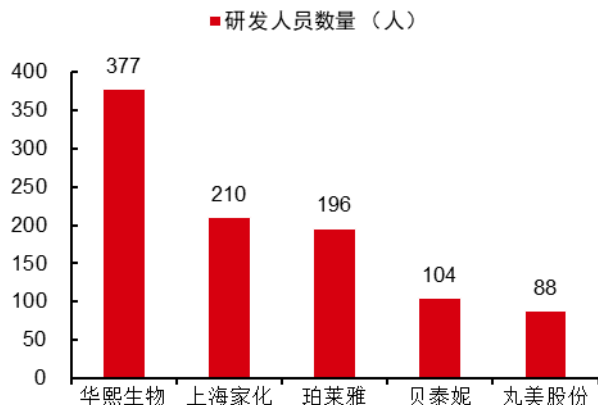
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 20：A 股重点化妆品品牌类上市公司研发投入/营业收入



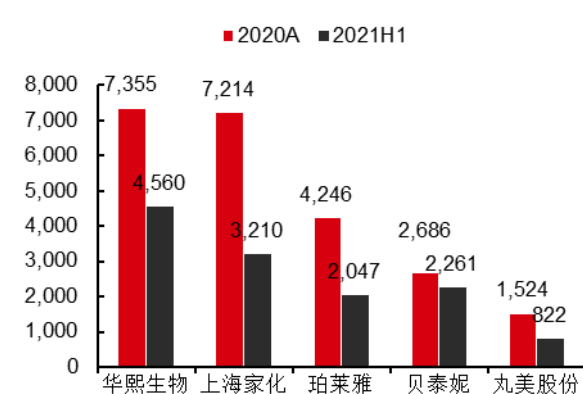
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 21: A 股重点化妆品品牌类公司研发人员数量 (2020 年)



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 22: A 股重点化妆品品牌类公司研发人员薪酬总额 (万元)



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

**内外兼修, 提升品牌形象。**化妆品的品牌形象是其产品定位、功效、包装、营销、渠道等综合能力的反映。中国互联网发展领先全球, 相应的化妆品的内容营销、渠道有长足的进步, 熟悉本土消费者、反应迅速; 但在细项方面, 如营销的品牌宣传、内涵、广告质量上还有差距。产品定位方面, 本土企业不断产品升级、定位升级, 同时有新的定位中高端的护肤和彩妆品牌创立, 但整体而言, 在产品包装、形象设计等方面有较大差距。提升的过程中, “破”与“立”的平衡尤为重要。以经典大单品的包装为例, 如何实现包装、外形的升级, 同时不影响消费者心智、减少老客户流失, 是每个本土品牌在提档升级过程中需面对的课题。

### 大单品→产品矩阵→多品牌、多品类、集团化, 中国化妆品企业进阶之路

大单品也即消费者口中的经典爆款。“爆款定乾坤, 矩阵谋发展”。爆款的重要性: 爆款产品不仅带来销量, 同时代表了品牌的形象, 是占领消费者心智的载体。爆款具有强规模效应, 较高毛利、低费用率、快周转、良好的现金流; 经典爆款较流量爆款, 在研发上也更具时间价值、规模效应; 在销售层面, 经典爆款具有高粘性、高复购、强连带的特点。

**大单品销售占比有其合理区间。**围绕核心大单品做系列, 再延伸至多系列, 打造“1+n”, 即 1 个大爆款、n 个小爆款是化妆品企业标配。从国内外头部、单品组合表现优秀的化妆品公司来看, 大单品的收入占比一般在 16%~22%之间, 对应的大单品系列占比在 25%~35%左右。大单品及系列占比太低, 无法发挥爆款的作用; 占比太高, 连带性、总规模、成长性受影响。

品牌矩阵则是化妆品企业集团化发展的必经之路。消费者适用的化妆品因人种、肤质、年龄、地区、环境等不同而不同, 且存在耐受性问题。单个化妆品品牌存在天花板、销售瓶颈问题, 集团化则可突破天花板, 发挥协同效应。我们认为, 在未来 5~10 年, 中国有望出现 3~5 个多品牌、多品类的化妆品集团。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。**