

逸仙电商 (YSG.US)

国货之光彩妆龙头，潜能释放追求“完美”

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

国货之光彩妆龙头，4 年崛起潜能释放

逸仙电商创立于 2016 年，旗下拥有完美日记、小奥汀、完子心选及 Galénic 四大彩妆及护肤品牌。新品牌和护肤营收占比逐步提高，小奥汀和完子心选 2020Q1-Q3 营收贡献占比为 20.2%，护肤类营收占比从 2018 年的 0.8% 上升到 2020Q1-Q3 的 12.9%。

行业高景气：新兴消费群体+社交电商兴起，助力国货美妆品牌发展

中国彩妆市场维持高景气度，2018 年占中国化妆品市场 10.4% 份额，近 5 年 CAGR 达 19.4%，领先同期化妆品行业 CAGR (7.76%)。中国社交电商零售规模增长迅速，近 5 年 CAGR 达 82.1%，19 年达到 3220 亿美元，成为全球第一大社交电商市场。以完美日记为代表的国产美妆品牌抓住时代发展机遇，聚焦差异化竞争策略，加速美妆行业“国产替代”。

核心竞争力：强产品+耕渠道+精营销，深耕 DTC 商业模式

强产品：与全球彩妆 ODM/OEM 龙头深度合作塑造高效供应链+200 人技术团队深挖数据指导产品开发+DTC 直面消费者持续深化消费者洞察+“互联网”平台逻辑赋能品牌孵化=持续打造畅销品牌。小奥汀/完子心选分别在推出后的 8 个月/3 个月达到完美日记推出首年年末的月销售额。

耕渠道：深耕 DTC 渠道 (占比 87%)，聚焦直营电商和私域生态，逐步发力线下体验店，预计 21-22 年布局 600 家店。DTC 客户数与客单价逐步增长，从 2018 年 700 万人/82.6 元增长至 2020 年前三季度的 2350 万人/120.7 元。

精营销：全渠道 (小红书、微博、抖音&快手、B 站等) 营销覆盖，公域流量有效导流，精细化运营社群&朋友圈打造私域护城河，覆盖用户全生命使用周期。截至 2020.09.30，公司社媒官方账号粉丝达 4800 万人，微信私域覆盖 2000 万人+，曾合作 KOL 近 15000 人。

财务分析：积极开拓新品牌新渠道，前期呈现战略性亏损

公司营收持续增长，2019 年/2020 年 Q1-Q3 达 30.3/32.7 亿元，同比增长 377%/73%。毛利率水平保持稳定，2019 年/2020 年 Q1-Q3 分别为 63.6%/63.1%。存货管理水平行业领先，2020 年 Q1-Q3 存货周转率为 2.49，周转天数为 108.6 天。受销售费用率上升影响，公司 2020 年 Q1-Q3 净利润呈现亏损，GAPP 净利润/Non-GAPP 净利润分别为 11.6 亿元/5.0 亿元。预计新品牌和线下门店前期建设完毕之后，公司的净利润增长弹性较大。

投资建议：我们预计 2020-2022 年公司的营业收入分别为 54.8/74.0/96.7 亿元，净利润为 -16.4/-10.9/-6.4 亿元。对标可比公司，考虑到新股溢价，且公司处于高增长轨道，给予公司 2021 年 13 倍 PS，目标市价 962 亿元人民币，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、消费者偏好变化、线下门店拓展不及预期等。

内容目录

1. 公司概况：国货之光彩妆龙头，4 年崛起潜能释放	
1.1. 发展历史：3 年营收破 30 亿，跃升国货彩妆龙头	
1.2. 管理团队：决策权集中控制，管理层经验丰富	
1.3. 业务情况：多品牌战略持续推进，新品牌和护肤占比逐步提高	
2. 新兴消费群体+社交电商兴起，助力国货美妆品牌发展	
2.1. 美妆市场疫情后增长弹性明显，Z 世代消费群体崛起	
2.2. 全球第一社交电商市场，线上美妆消费迎新机遇	1
3. 核心竞争力：强产品+耕渠道+精营销，深耕 DTC 模式的国货彩妆龙头	1
3.1. 产品端：一流供应链+数据驱动开发产品+深刻消费者洞察+强品牌孵化能力=打造畅销品牌	1
3.2. 渠道端：DTC 模式直接获客，线下发力逐步引流	1
3.2.1. DTC 渠道占比 85.6%，直接获客占据优势	1
3.2.2. 深挖线下渠道，打造新型获客能力	1
3.3. 营销端：公私域流量闭环获客，IP 联名打造爆款产品	1
3.3.1. 打通公私域流量转换，闭环实现成交	1
3.3.2. 联名+专属双向打造 IP，共造矩阵跨界营销	2
3.3.3. 精细化运营留存客户，覆盖用户全生命周期需求	2
4. 财务：公司积极开拓新品牌新渠道，前期呈现战略性亏损	2
5. 盈利预测与估值	2
6. 风险提示	2

图表目录

图 1：VIE 架构下，逸仙电商股权结构	
图 2：2012-2020 年中国化妆品市场规模（亿元）及增速（%）	
图 3：2019-2020.10 社零总额及限额以上化妆品当月同比增速（%）	
图 4：2018 年中国化妆品市场细分品类占比（%）	
图 5：2014-2018 年中国护肤、彩妆市场规模（亿元）及其增速（%）	
图 6：2014-2024 中国彩妆市场规模（亿）	
图 7：2019 年各国人均彩妆产品消费金额（元）	
图 8：中国社交电商零售额（亿）及同比增速（%）	1
图 9：中国网络直播行业用户规模（万人）及使用率（%）	1
图 10：美妆用户获取内容信息渠道分布	1
图 11：内容+直播+社交+电商构建“场”新格局	1
图 12：2019 年美妆产品购买渠道渗透率 TOP3	1
图 13：2019 年美妆产品主要线上购买平台渗透率	1
图 14：微信社交营销主要阶段	1
图 15：逸仙电商数字驱动 DTC 商业模式全景图	1
图 16：逸仙电商先后推出完子心选、小奥汀，新品牌增长迅速	1

图 17: DTC 模式与传统模式对比	1
图 18: DTC 客户数量 (万) 和客单价 (元) 逐渐上升	1
图 19: 首次购买后 1 年内复购率 (%) 逐渐上升	1
图 20: DTC 收入逐年保持增长	1
图 21: 完美日记每月线下店开店数量	1
图 22: 完美日记全渠道营销时间表	1
图 23: 逸仙电商使用公域流量获客流程	1
图 24: 完美日记关联的 UP 主粉丝量级分布	1
图 25: 逸仙电商选择周迅、王一博作为完美日记、完子心选品牌代言人	1
图 26: 完美日记“联名史”	2
图 27: 逸仙电商基于品牌属性, 自创 IP 矩阵	2
图 28: 小完子微信号进行妆容干货分享	2
图 29: 小完子微信号进行促销宣传	2
图 30: 2018-2020Q3 逸仙电商营业收入 (亿元)	2
图 31: 2018-2020Q3 逸仙电商营收结构占比 (%)	2
图 32: 2018-2020Q3 逸仙电商营收渠道占比 (%)	2
图 33: 2018-2020Q3 逸仙电商 DTC 客户数及人均净收入	2
图 34: 2018-2020Q3 逸仙电商综合毛利率 (%)	2
图 35: 2017-2019 美妆行业主要公司毛利率对比 (%)	2
图 36: 2018-2020Q3 逸仙电商期间费用率 (%)	2
图 37: 2017-2019 美妆行业主要公司销售费用率对比 (%)	2
图 38: 2018-2020Q3 逸仙电商 Non-GAPP 净利润 (亿元)	2
图 39: 2019-2020Q1-3 销售费用 (百万元) 拆分及同比增速 (%)	2
图 40: 2018-2020Q3 逸仙电商 Non-GAPP 净利率 (%)	2
图 41: 2018-2020Q1-3 美妆行业主要公司存货周转率 (%)	2
图 42: 2018-2020Q3 逸仙电商经营/投资活动现金流 (千万元)	2
图 43: 2018-2020Q3 逸仙电商货币资金 (千万元)	2
表 1: 逸仙电商发展迅速, 产品端、渠道端、营销端多线发展	
表 2: 完美日记全渠道营销, 快速收割流量	
表 3: 管理层经验丰富, 兼具互联网基因	
表 4: 逸仙电商 4 大产品矩阵	
表 5: 2020 年主要美妆公司一级市场融资事件	1
表 6: 2020 全球世代人群划分	1
表 7: 2019 年抖音/快手 KOL 投放 TOP5 行业	1
表 8: 完美日记“大牌同款”代工厂	1
表 9: 同工厂品牌产品价格 (元)	1
表 10: 逸仙电商底层数据架构	1
表 11: 完美日记 2020.11 销售 Top10 产品	1
表 12: 国产美妆新品牌营销策略对比	1
表 13: 美妆行业主要公司财务指标对比 (平均水平不包括逸仙电商)	2

表 14：公司盈利预测（分品牌）	2
表 15：可比上市公司估值表（PS 估值法）	2

1. 公司概况：国货之光彩妆龙头，4 年崛起潜能释放

1.1. 发展历史：3 年营收破 30 亿，跃升国货彩妆龙头

成立 4 年迅速崛起，稳坐美妆行业龙头。逸仙电商创立于 2016 年，是快速发展的中国美妆市场领军企业，由 3 名中山大学校友合作成立，旗下拥有完美日记、小奥汀、完子心选及 Galénic 四大彩妆及护肤品牌。在 2019 年和 2020 年前 9 个月中，公司分别为 2340 万和 2350 万 DTC 客户提供了服务。通过全新的高度数字化、技术驱动的全渠道直达消费者（DTC）生意模式，逸仙电商专注于深化用户互动、创新产品力及提供个性化服务等领域。公司位居 2019 年中国彩妆零售额第五名、国货品牌第一名，是 TOP5 中唯一的国货品牌，同时也是 2018-2019 年 TOP10 品牌中销售额同比增速最快（+326.6%yoy）的企业。仅用 3 年时间，逸仙电商的销售额从 0 发展到破 10 亿（2016 年-2019 年），与之相比，丸美股份用了 12 年（2002 年-2014 年），御家汇用了 4 年（2012 年-2016 年）。在成立的短短的 4 年内，公司已快速成长为新时代美妆行业领导者。

表 1：逸仙电商发展迅速，产品端、渠道端、营销端多线发展

时间	发展历程
2016.08	逸仙电商成立
2017.03	完美日记品牌上线
2017.04	入驻京东平台；美颜散粉“出圈”，销量超 80000 件
2017.08	入驻天猫频台
2017.09	入驻小红书
2017.08	第一次天猫大促，开业 10 分钟销售额突破 70 万，当天销售额超 100 万
2018.04	唯品会旗舰店开业
2018.08	完美日记品牌第一位代言人朱正廷
2018.11	天猫双 11 当天第一个破亿的彩妆品牌，京东美妆双 11 增长 TOP 品牌
2019.01	首家线下旗舰店广州正佳广场店开业
2019.03	完美日记 × 探索频道联名眼影盘上线，成为天猫眼影品类 Top1
2019.05	完美日记 × 大都会艺术博物馆联名小金钻口红上线，斩获天猫 618 大促口红品类 TOP1
2019.07	官宣签约品牌灵感大使文淇
2019.09	全国最大的复合业态单品牌线下店&完美日记第一家全国概念店——四川成都春熙路店开业
2019.12	包揽天猫 2019 全年大促彩妆冠军，实现国货彩妆品牌首个“大满贯”
2020.03	在天猫 3.8 大促成为彩妆品牌 No.1，动物眼影创下每秒卖出 2000 件的新纪录
2020.04	成为首个登上天猫超级品牌日的国货彩妆品牌
2020.06	推出内部孵化的涵盖护肤、彩妆和个护的品牌完子心选
2020.10	收购法国高端美妆品牌 Galénic

资料来源：完美日记公众号，聚美丽公众号，天风证券研究所

表 2：完美日记全渠道营销，快速收割流量

社交媒介	定位	策略	特色	粉丝量
小红书	种草推广引流	长期维护，引爆社交	深度种草，内容聚焦	194.5w
微信	私域流量留存	维护私域流量，提高用户依存度	聚焦用户精细化运营	
微博	明星曝光引流	发挥明星效应，快速制造热点	出圈效应强，集中产品宣传	57w
抖音&快手	自有品牌 IP 引流	集中运营，软广植入	可直达购买链接，转化度高	932.9w
B 站	KOL 宣传引流	突出 KOL 安利，重视口碑传播	主打产品测试、妆容教程分享等	7.1w

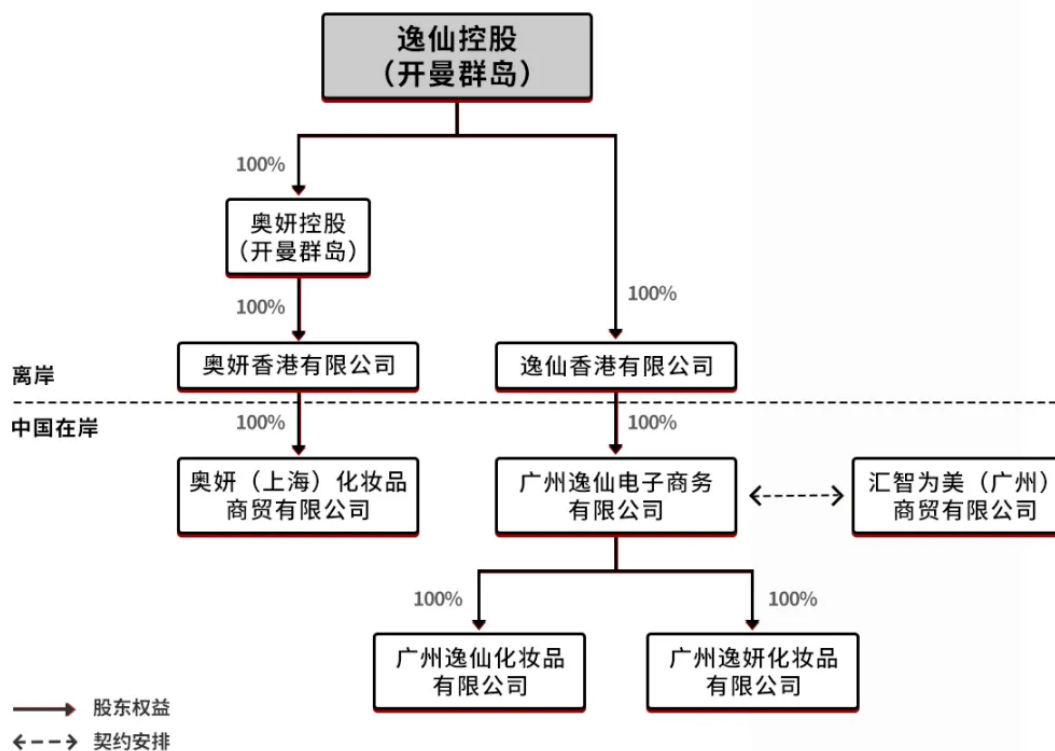
资料来源：各平台完美日记官方号，天风证券研究所

注：小红书粉丝量截至 2020.12.11，其他平台粉丝量数据截止至 2020.12.07

1.2. 管理团队：决策权集中控制，管理层经验丰富

AB 股+VIE 架构设计，管理层决策权稳定。 IPO 前，CEO 黄锦峰持股 27.7%，拥有 60.2%投票权；陈宇文持股 8.3%，拥有 18.2%投票权；吕建华持股 3.8%，拥有 8.3%投票权。管理层通过 AB 股和 VIE 架构设计，以不到 39.8%的股权拥有 86.8%的投票权，保证公司在多轮融资股权较为分散的情况下，保持管理层对公司决策权的管控，避免资本过于影响公司决策，保证了公司决策的稳定性。高瓴资本持股 13.8%，拥有 3%投票权；真格基金持股 10.5%，拥有 2.3%投票权；高榕资本持股 9.2%，拥有 2.0%投票权。

图 1：VIE 架构下，逸仙电商股权结构



资料来源：聚美丽公众号，招股说明书，天风证券研究所

创始人团队均来自中山大学，“逸仙”情谊+兼具互联网基因。公司创始人黄锦峰先后担任宝洁市场研究经理、御泥坊副总裁，在日化和电商领域经验丰富；公司 COO 陈宇文曾于广发证券、以纯电子商务部门任职，兼具金融、电商背景；公司 CSO 吕建华曾任以纯电子商务运营总监，具有丰富的电商运营经验。此外，公司注重管培生计划，提供管培生轮岗培训机会，强调合伙人制度，注重逸仙价值观的沉淀与共识。

表 3：管理层经验丰富，兼具互联网基因

管理层	职位	以往经历
黄锦峰	创始人、董事长、CEO	中山大学本科、哈佛 MBA； 2007 年至 2010 年，任宝洁公司市场研究经理； 2011 年至 2016 年任御泥坊副总裁。
陈宇文	联合创始人、董事、COO	中山大学 MBA； 2007 年至 2013 年，在广发证券任职； 2013 年至 2016 年；任以纯电子商务部门总经理。
吕建华	联合创始人、董事、CSO	中山大学本科； 2012 年至 2016 年，任以纯电子商务运营总监； 2009 年至 2012 年，任海大集团物流经理。
杨东浩	董事、CFO	南开大学本科，哈佛 MBA； 曾任维蒙特工业公司亚太财务总监、泰森食品中国区 CFO、圣元国际 CFO、唯品会 CFO。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 业务情况：多品牌战略持续推进，新品牌和护肤占比逐步提高

多品牌战略稳步推进，开拓新品类覆盖新消费人群。逸仙电商于 2017 年 3 月推出完美日记品牌，2019 年，包揽天猫全年大促彩妆冠军，并成为首个登顶天猫双 11 彩妆榜首的国货品牌，在眼影、睫毛膏和唇釉等子类排名中荣获天猫 GMV 第一。2019 年 6 月，逸仙电商收购小奥汀并重新推出，2020 年 8 月成为天猫国货美妆 TOP3。2020 年 6 月，从用户需求出发，公司推出定位 C2B 美妆时尚品牌的完子心选，提供有效的护肤解决方案，产品线涵盖护肤、彩妆、个护及美容仪器，并签约王一博成为品牌代言人。2020 年 10 月，公司与法国制药与化妆品集团 Pierre Fabre 集团达成协议，收购其旗下高端美妆品牌 Galénic，以提高研发生产实力，加速产品创新迭代。收购后，Pierre Fabre 仍持有 Galénic 品牌 10% 的少数股权。

新品牌和护肤营收占比逐步提高，眼妆类占比上升至 35.5%。从品牌上看，完美日记对逸仙电商的营收贡献占比从 2018 年的 99.2%降低到 2020 年前 9 个月的 79.8%，销售额从 2018 年的 6.3 亿元增长到 2020 年前 9 个月的 26.1 亿元，小奥汀和完子心选品牌 2020 年前 9 个月营收贡献占比为 20.2%，销售额达到 6.6 亿元。从类型上看，彩妆类营收占比从 2018 年的 97.1%下降到 2020 年前 9 个月的 81.9%，护肤类营收占比从 2018 年的 0.8%上升到 2020 年前 9 个月的 12.9%。其中眼妆类营收占比从 2019 年的 31.3%上升至 2020 年前 9 个月的 35.5%，唇妆/面部彩妆类营收占比分别从 2019 年的 30.3%/27.8%下降至 2020 年前 9 个月的 25.0%/21.4%。

以 Z 世代为主要客群，向更年轻&更年长客群拓展。公司 74% 的客户来自 Z 世代人群，远高于 24% 的行业平均水平。Z 世代客群维系稳固，完美日记在 Z 世代中最受欢迎的美容品牌榜单中排名第一，并在 2019 年被天猫评选为“2000 后最受欢迎的中国国产品牌第二”。公司逐步推出新品牌，多圈层客群覆盖，小奥汀聚焦于年轻女性，此类客群与完美日记客群相比，对价格敏感度稍低，完子心选集中覆盖更年轻、更偏学生化的群体。公司的客群遍布全国各大城市，51% 来自一二线城市，49% 来自三、四、五线城市。

表 4：逸仙电商 4 大产品矩阵

品牌名	类型	成立年份	品牌定位	代表产品	品牌影响力	零售价格	品牌标识
完美日记	彩妆 护肤	2017.03	以定价迎合大众市场的彩妆为主	小细跟口红、金丝绒唇釉、动物眼影玉兔盘	今年 4 月，成为首个亮相天猫超级品牌日的国货彩妆品牌	20-200 元	
小奥汀	彩妆	2019.06	引领潮流的高端和大众化彩妆	Bunny 彩妆联名系列、奶酪腮红	2020 年 8 月成为天猫国货美妆 TOP3	40-300 元	
完子心选	彩妆 护肤	2020.06	满足新生代消费者多元化需求	神经酰胺修护系列、Toby 联名系列	神经酰胺修护面膜获 2020 年度夏季最佳保湿面膜	50-250 元	
Galenic	护肤	2020.10	专注于医生处方级与病理性肌肤护理的美妆品牌	Galenic 爽肤水	于 1970s 年创立，至今已经有 40 年历史	200-600 元	

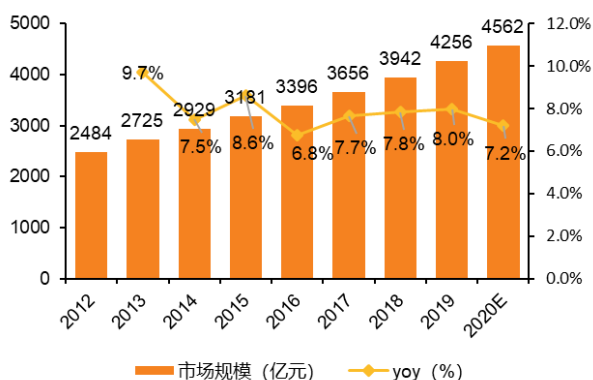
资料来源：公司官网、招股说明书、公众号，天猫，天风证券研究院

2. 新兴消费群体+社交电商兴起，助力国货美妆品牌发展

2.1. 美妆市场疫情后增长弹性明显，Z 世代消费群体崛起

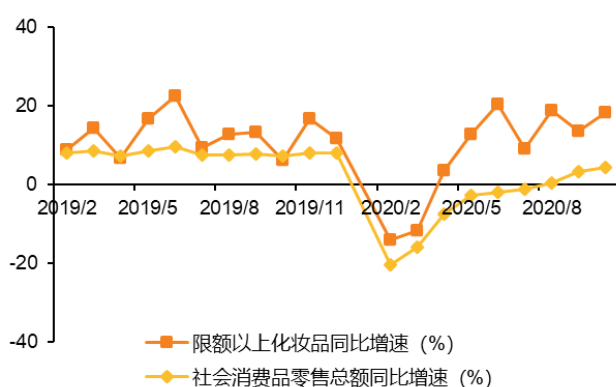
化妆品市场规模持续增长，8 年复合增长率为 7.9%，后疫情时代之下可选消费属性增长弹性更大。2012 年到 2019 年中国化妆品市场规模从 2484 亿元增长到 4256 亿元，CAGR 为 7.9%。2020 年由于疫情的影响行业受到了一定的冲击，预计增速略有下滑，但相比于社会零售总额同比增速，化妆品行业增速持续领先，2020 年 10 月限额以上化妆品当月同比增速为 18.3%，社零总额同期为 4.3%，后疫情时代之下化妆品行业的增长弹性更为明显。

图 2：2012-2020 年中国化妆品市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

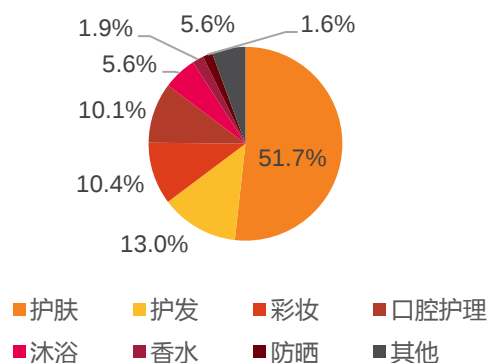
图 3：2019-2020.10 社零总额及限额以上化妆品当月同比增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

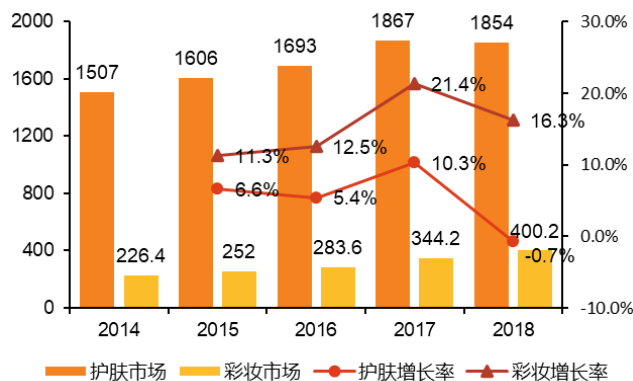
化妆品行业主要分为“彩妆”和“护肤”两大子板块，以颜值经济为背景兴起的彩妆领域和以科学成分党著称的护肤领域成为近年来推动行业持续发展的关键变量。2018 年市场统计数据显示护肤品类占据化妆品市场 51.7% 的份额，彩妆占比为 10.4%，目前占比较小，随着中国颜值经济、消费观念的不断发展，公司精细化运营、品牌打造能力的增强，彩妆市场的增速持续领先于护肤板块，其市场增长空间较大。

图 4：2018 年中国化妆品市场细分品类占比 (%)



资料来源：欧睿国际，TalkingData，天风证券研究所

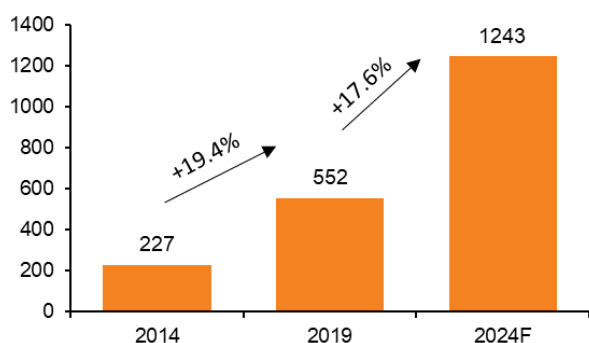
图 5：2014-2018 年中国护肤、彩妆市场规模 (亿元) 及其增速 (%)



资料来源：欧睿国际，艾媒咨询，天风证券研究所

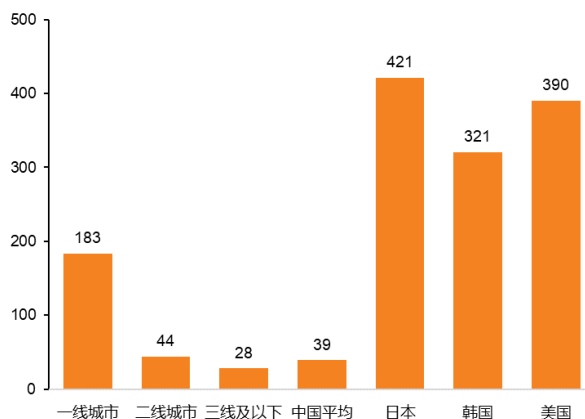
彩妆市场 2014-2019 年 CAGR 为 19.4%，领先化妆品行业整体增速，人均消费明显低于日韩市场，增长空间大。中国过去 5 年复合增长率为 19.4%，同期化妆品市场整体增速为 7.76%，彩妆市场增长势头领先，且目前在人均彩妆消费金额上中国市场明显低于日韩市场，2019 年中国人均彩妆消费金额为 39 元，日本为 421 元，中国一线城市消费为 183 元，但在二三线城市不足 50 元，中国彩妆市场整体的消费金额以及下沉市场的消费升级都有较大的增长空间。

图 6：2014-2024 中国彩妆市场规模 (亿)



资料来源：欧睿国际，Deloitte，天风证券研究所

图 7：2019 年各国人均彩妆产品消费金额 (元)



资料来源：欧睿国际，Deloitte，天风证券研究所

国货美妆品牌一级市场资本加持，完美日记成为第一家上市的彩妆品牌。2020 年众多初创美妆品牌获得一级市场基金投资，包括多品牌、全渠道布局的美尚股份，倡导“自然力量”的溪木源等。2017 年创立的完美日记成为第一家上市的国货彩妆品牌，在 2019 年 9 月获得高瓴和红杉投资之后，2020 年 4 月获得老虎基金和厚朴基金等 1 亿美元投资，随后 2020 年 9 月获得华平、凯雷投资和正心谷创新资本战略投资投资。凭借资本的加持，国货品牌借助其行业资源和融资平台获得更好的协同效应和发展空间以不断完善其品牌矩阵和渠道建设。

表 5：2020 年主要美妆公司一级市场融资事件

投资时间	公司名称	投资轮次	投资金额	投资方
2020/2/27	NOISY Beauty	Pre-A 轮	1000 万	真格基金，复星锐正
2020/3/10	牌技	Pre-A 轮	2000 万	梅花创投
2020/4/1	完美日记	战略投资	1 亿美元	老虎基金，厚朴基金，博裕资本
2020/4/8	美尚股份	A 轮	2 亿	红星美凯龙，创新工场，易凯资本
2020/9/14	溪木源	A 轮	1000 万	弘毅投资，真格基金
2020/9/21	完美日记	Pre-IPO	1.4 亿美元	华平投资，凯雷投资

资料来源：烯牛数据，天风证券研究所

Z 世代人群崛起成为美妆市场关键增量，不同群体消费偏好的变化推动品牌方不断完善产品运营。随着全球人口结构和社会时代环境的变迁，每一世代人群的消费偏好都在发生变化，抓住用户心智、使消费者认可自身的品牌的需求推动品牌方不断完善产品运营。中国目前 Z 世代人群为 2.6 亿人，根据 2018 年数据，Z 世代每月可支配收入为 3501 元，而同期全国居民人均可支配收入为 2352 元，Z 世代逐渐成为消费市场的关键增量。

表 6：2020 全球世代人群划分

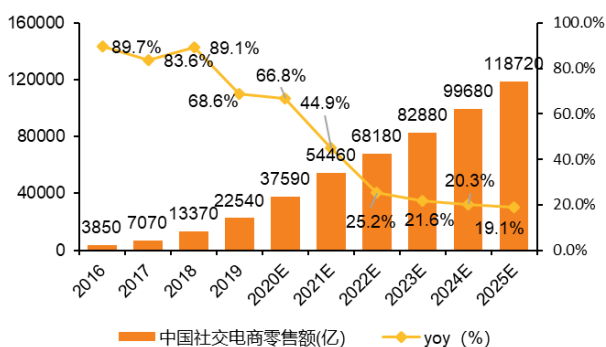
世代	出生	人数	占比
婴儿潮世代	1946-1965	11.7 亿	15%
X 世代	1966-1980	14.2 亿	18%
千禧一代	1981-1994	17.4 亿	22%
Z 世代	1995-2009	18.5 亿	24%

资料来源：联合国经济和社会事务部，天风证券研究所

2.2. 全球第一社交电商市场，线上美妆消费迎新机遇

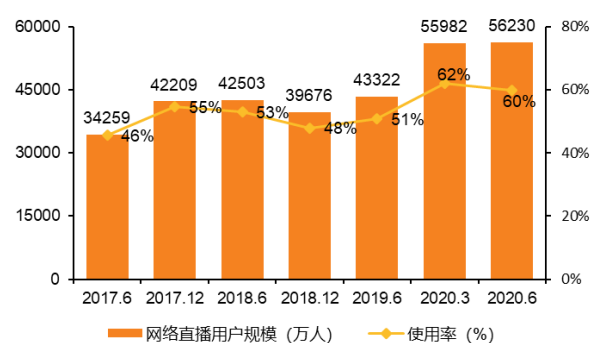
社交电商推动行业变革，信息分发去中心化和长尾效应打开国货品牌增长空间。中国社交电商零售规模 2015-2019 年 CAGR 为 82.1%，增长迅速，成为全球第一大社交电商市场，2019 年零售规模达到 3220 亿美元，同期美国社交电商零售规模为 220 亿美元。中国网络直播用户数保持增长态势，从 2017 年 6 月 3.4 亿人增长到 2020 年 6 月 5.6 亿人，同时使用率也从 46% 提升至 60%。社交电商的不断发展以其去中心化和长尾效应特点有望打开国货品牌未来增长空间，不断扩大用户基数。

图 8：中国社交电商零售额（亿）及同比增速（%）



资料来源：招股说明书，CIC，天风证券研究所

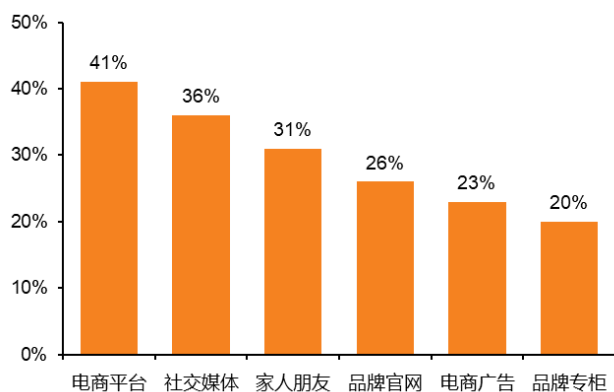
图 9：中国网络直播行业用户规模（万人）及使用率（%）



资料来源：CNNIC，天风证券研究所

内容社区+视频直播+社交媒介+电商平台四者融合催生“人货场”新格局，品牌精细化运营能力成为关键。随着互联网平台边界和能力圈的不断拓宽，内容平台和电商平台两者的融合以及公域私域流量的转化及留存促使品牌方不断提升其精细化运营和营销能力。目前美妆行业为抖音、快手平台 KOL 投放 TOP1，品牌的数据赋能和精细运营成为关键。

图 10：美妆用户获取内容信息渠道分布



资料来源：Talking data，天风证券研究所

图 11：内容+直播+社交+电商构建“场”新格局



资料来源：Talking data，天风证券研究所

表 7：2019 年抖音/快手 KOL 投放 TOP5 行业

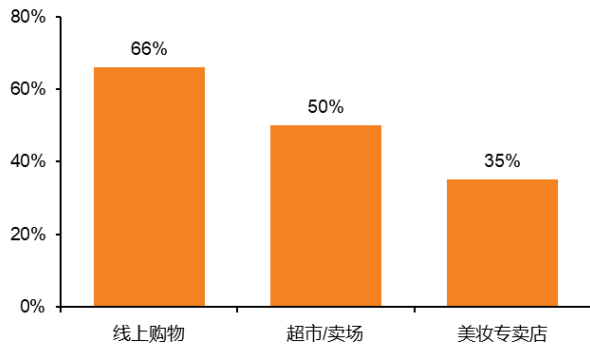
	抖音	快手
1	美妆个护	美妆个护
2	互联网/IT	食品饮料
3	游戏	互联网/IT
4	食品饮料	游戏
5	电商	汽车消费

资料来源：微博数据研究院，巨量算数，卡思数据，天风证券研究所

国货美妆品牌加码抖音短视频直播平台，眼球经济占据消费者心智。以 2019 年抖音美妆品牌播放量增速和占比进行观察，国货品牌的增长势头迅猛，阿芙品牌播放量同比增长 88+ 倍，在播放量占比上，完美日记也位居所有美妆品牌第一，其 2019 年增速也达到 20+ 倍。品牌主通过效果广告、展示广告迅速获取流量，以眼球经济占据消费者心智，为品牌的发展打下基础。

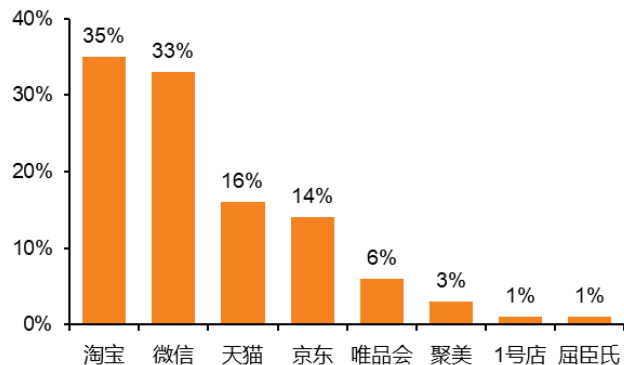
线上平台占据美妆产品主要购买渠道，微信平台沉淀私域流量推动渗透率增长。美妆消费者的购买特点为多渠道，并非单一平台型，根据凯度消费数据者指数显示，消费者平均每年在 3.1 个渠道购买美妆产品，平均每年在 2.4 个线上平台购买美妆产品，美妆产品的主要渠道位于线上领域，多平台种草拔草，平台之间也存在导流，微信以庞大社交用户群借助小程序、微信群、公众号等沉淀私域流量，其美妆产品的渗透率接近淘宝并且超过京东等传统电商平台。

图 12：2019 年美妆产品购买渠道渗透率 TOP3



资料来源：凯度，天风证券研究所

图 13：2019 年美妆产品主要线上购买平台渗透率



资料来源：凯度，天风证券研究所

私域导流和社交链路不断延伸，种草养草拔草三阶段构建品牌运营闭环。以微信为例，种草阶段，微信通过明星朋友圈、首条评论互动形式实现与用户的“亲密互动”，激发用户关注；养草阶段通过公域引流，包括朋友圈+公众号广告组合投放，“搜一搜”关键词进行精准定位，私域建设上通过企业微信、小程序进一步培养用户心智；拔草阶段通过线上直购和线下到店等模式构建美妆社交全链路闭环。

图 14：微信社交营销主要阶段



资料来源：《腾讯广告美妆行业解决方案》，天风证券研究所

3. 核心竞争力：强产品+耕渠道+精营销，深耕 DTC 模式的国货彩妆龙头

数字驱动 DTC 商业模式，新营销新打法打造新品牌。逸仙电商借助 DTC 商业模式直面消费者，并有效借助 KOL 和明星等高度社交化的互动式营销与客户产生互动，收集有关客户行为及偏好的数据，挖掘出对客群的深刻见解，再借助强有力的后台数据支撑、世界一流的供应链保证和 DTC 全渠道营销支持，快且有效地打造出畅销品牌。

图 15：逸仙电商数字驱动 DTC 商业模式全景图



资料来源：聚美丽公众号，招股说明书，天风证券研究所

3.1. 产品端：一流供应链+数据驱动开发产品+深刻消费者洞察+强品牌孵化能力=打造畅销品牌

全球彩妆 ODM/OEM 巨头支撑，逐步提高研发力度。公司兼顾研发上新效率与成本，与全球顶级彩妆 OEM 代工生产商合作，借助庞大的业务规模拿到更优惠的合同条款，以更具竞争力的成本生产出高质量的产品。完美日记利用“大牌同款”代工打造“平价替代”概念，通过价格优势吸引消费者，捕捉流行趋势迅速上新。目前，与完美日记合作的代工厂有科丝美诗、莹特丽、上海臻臣。以粉底为例，同代工厂生产的完美日记价格区间为 50-150 元，而 YSL 和阿玛尼的价格区间分别为 480-600 元和 310-950 元。同时，公司逐步提高研发力度，2020 年 3 月，宣布与科丝美诗合作成立彩妆研发生产基地，预计 2022 年投产，未来产值可达 20 亿元。2020 年前 3 季度逸仙电商的研发投入 4090 万元，远超 2019 年全年的 2320 万元。此外，根据招股说明书，公司预计将 20% 的 IPO 募资金额用于产品研发和技术开发。

表 8：完美日记“大牌同款”代工厂

完美日记主要代工厂	国家	工厂合作的大牌美妆
科丝美诗	韩国	迪奥、欧莱雅、兰蔻、YSL、香奈儿、MAC
莹特丽	意大利	迪奥、兰蔻、阿玛尼、古驰、海蓝之谜
上海臻臣	中国	宝洁、玉兰油、欧莱雅、雅诗兰黛

资料来源：新消费内参公众号，天风证券研究所

表 9：同工厂品牌产品价格（元）

品牌	粉底	眼影	唇釉
完美日记	50-150	30-130	50-70
欧莱雅	99-420	59-209	105-145
MAC	320-420	100-480	170-210
YSL	480-600	320-920	250-320
阿玛尼	310-950	310-540	310-340

资料来源：中国化妆品公众号，天风证券研究所

数据驱动为底层逻辑，深挖需求赋能产品开发。逸仙电商以数字为 DTC 商业模式的基础架构，根本上区别于传统品牌。公司以 200 名 IT 工程师组成的内部团队为基础团队，致力于技术数据和相关功能的开发和支持，并依托自行开发的软件及分析系统，对市场研究数据、销售订单数据、社交平台行为数据等进行收集分析，并以消费者需求为导向，赋能产品开发。截至 2020 年 9 月 30 日，IT 工程师团队约占公司总部员工的 20%，占员工总数的 6.3%，大大高于通常将技术开发和数据分析功能外包的传统美妆公司。

表 10：逸仙电商底层数据架构

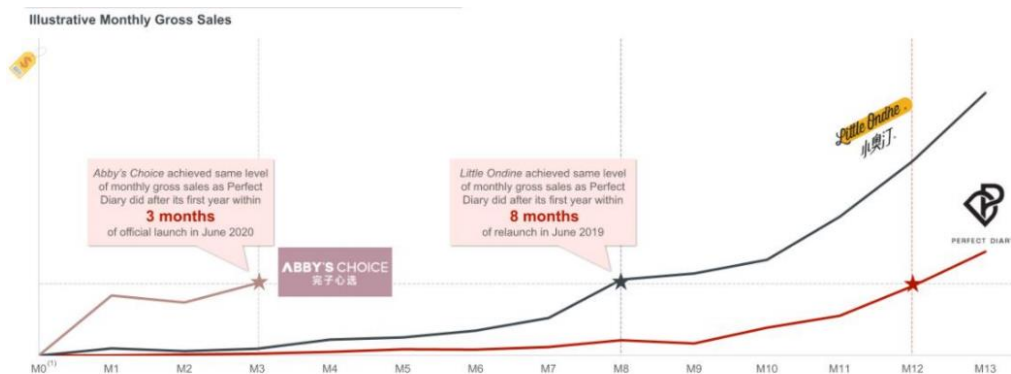
类型	内容	数据作用
市场研究数据	市场规模，顶级品牌，渠道和产品，最受欢迎的 KOL 和内容	促进市场对市场的了解，包括供应，需求和价格趋势
销售订单	如按天，按 SKU，按渠道和按客户分类	指导预测销售，库存，供应和商品，以优化供应链的成本和效率
社交平台上生成的行为数据	如在微信、抖音、淘宝上记录的数据	提供了有关客户购物体验的宝贵见解，能为业务决策提供帮助

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

深谙消费者心理，紧贴用户“量身打造”。公司根据用户反馈，从产品端和营销端满足消费者的个性化需求。以完子心选为例，公司通过 KOL 互动与大数据等方式收集了解客户需求，为完子心选的产品开发迭代赋能，并在筹备 14-15 个月后正式推出完子心选，定位 18-28 岁年轻大学生和白领女性，产品线涵盖护肤、彩妆、个护及美容仪器等。公司以深入的客户数据分析和大量趋势洞察为基础，推出独特和富有创意的产品概念，满足 Z 世代人群对“联名”、“限量”、“文化内容”的需求。公司先后与 Discovery 探索频道、大都会艺术博物馆、大英博物馆、中国国家地理、汤姆和杰瑞等 IP 推出一系列联名产品，吸引了众多年轻消费者。

孵化与推出新品牌能力强，打法迁移效果显著。完美日记在推出的 13 个月内就成为了天猫 GMV 第一的彩妆品牌，在 2019 年成为中国线上美妆市场零售价值最大的彩妆品牌。以强数据中后台为支撑，公司将完美日记的产品孵化、推出和营销策略迁移到小奥汀和完子心选上，成功地带动了新品牌的发展。小奥汀在重新推出的 8 个月后达到了完美日记运营 1 年时的月销售额，完子心选在推出的 3 个月后达到了完美日记运营 1 年时的月销售额。

图 16：逸仙电商先后推出完子心选、小奥汀，新品牌增长迅速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

保持短平快上新频率，持续打造爆品。公司保持快速的新品推出速度和频率，根据招股说明书，逸仙电商具备 6 个月内完成新品的概念提出、开发到上线的能力，远低于国际品牌通常所需的 7-18 个月。2019 年及 2020 年前三季度，逸仙电商在眼妆、唇妆、底妆、化妆工具、礼盒和护肤类目分别推出了 800+和 700+个 SKU。截至 2020 年 9 月 30 日，完美日记、小奥汀和完子心选的 SKU 分别达到 1363、402 和 594 个。根据淘宝网的数据，2020 年 11 月完美日记销售超百万销售额的产品达 82 个。

表 11：完美日记 2020.11 销售 10 产品

商品名称	销售额（万元）
金丝绒唇釉口红	11676
十二色动物眼影盘	7656
羽缎蜜粉饼	6114
小细跟口红	5142
哑光唇釉口红	2815
白胖子卸妆水	1695
金色散粉粉饼	1472
第二代动物眼影玉兔盘	1363
隔离霜	1213
睫毛膏	909

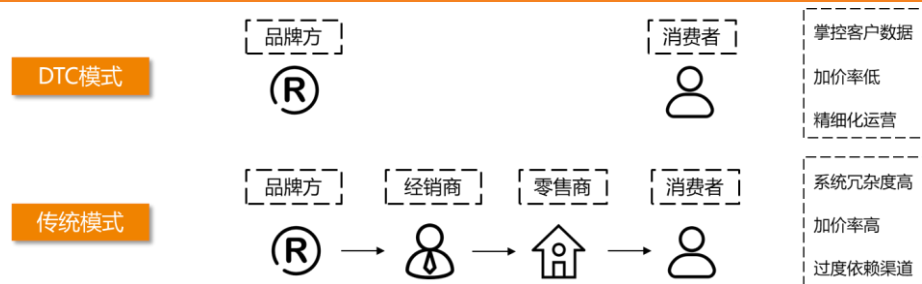
资料来源：淘宝网、天风证券研究所

3.2. 渠道端：DTC 模式直接获客，线下发力逐步引流

3.2.1. DTC 渠道占比 85.6%，直接获客占据优势

与传统模式对比，DTC 模式更占优势。在传统模式中，品牌方与用户的关联需要通过经销商、零售商，系统冗杂度高，加价率高，容易对渠道产生严重依赖。而 DTC 模式可以与客户直接接触，收集其行为和偏好数据，减少中间环节，加价率低，在洞察消费者需求的基础上，使产品具备高性价比的同时，又具备快速上新的可能。

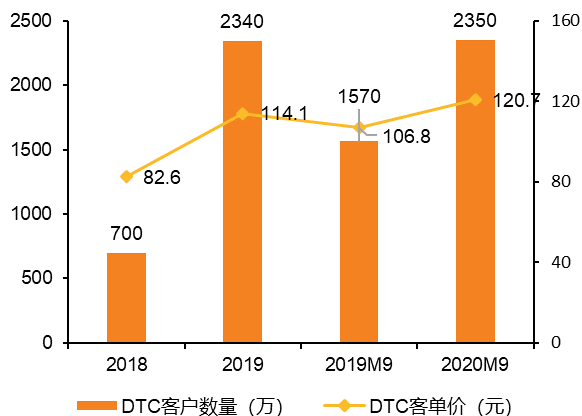
图 17: DTC 模式与传统模式对比



资料来源: 增长黑盒 Growthbox 公众号, 天风证券研究所

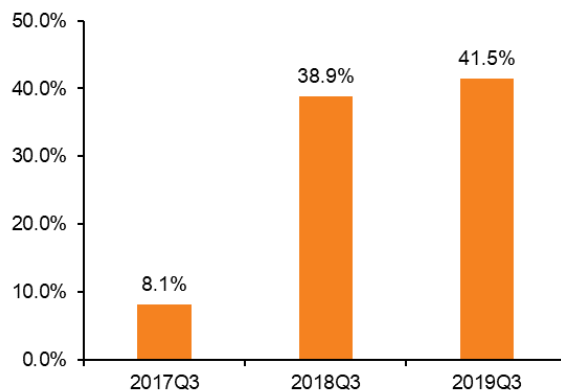
DTC 渠道占比 85.6%，客单价达 120.7 元。在 2019 年和 2020Q1-Q3 里，通过 DTC 渠道(包括天猫、微信公司渠道和体验店)产生的销售额占总销售额的 87.4%/85.6%。公司 DTC 客户逐步增长，从 2018 年的 700 万人达到 2020M9 的 2350 万人，客单价从 2018 年的 82.6 元增长到 2020M9 的 120.7 元。此外，公司复购率逐步提升，从 2017Q3 的 8.1% 增长到 2019Q3 的 41.5%。

图 18: DTC 客户数量 (万) 和客单价 (元) 逐渐上升



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

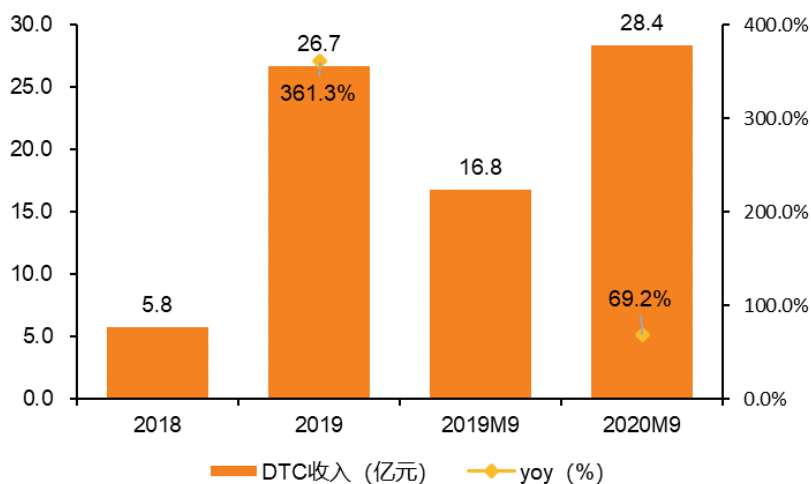
图 19: 首次购买后 1 年内复购率 (%) 逐渐上升



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

注: 复购率: 购买一年内再次购买的比例

图 20: DTC 收入逐年保持增长

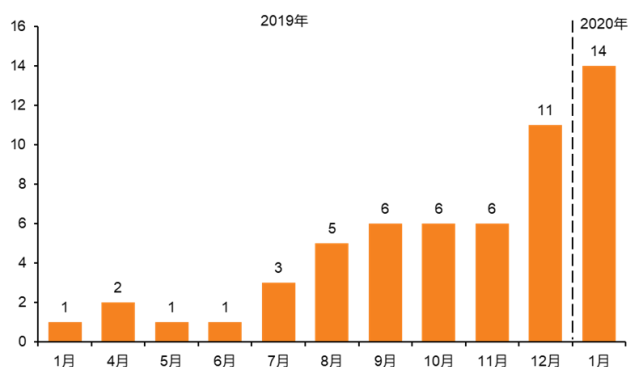


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

3.2.2. 深挖线下渠道，打造新型获客能力

预计 21-22 年布局 600 家店，打造沉浸式体验。完美日记于 2019 年 1 月开始建立线下渠道，逐步提高开店速度，截至 2020 年 9 月 30 日，在中国 90 多个城市开设了超过 200 家体验店。其中有 2 家概念店，集成了完整的打卡签到网红热点、咖啡厅、美甲和会员服务。线下体验店有助于打造私域 IP，为线上引流，增加与客户的互动交流，提高客户体验感。

图 21：完美日记每月线下店开店数量



资料来源：增长黑盒 GrowthBox 公众号，天风证券研究所

图 22：完美日记全渠道营销时间表



资料来源：聚美丽公众号，招股说明书，天风证券研究所

3.3. 营销端：公私域流量闭合获客，IP 联名打造爆款产品

各品牌营销各有侧重，完美日记和花西子更注重公私域流量的打造和最终闭合。部分品牌倾向于使用常规的营销策略，如通过大量的广告传播提升品牌知名度，然后通过全渠道进行销售（以线下为主）。而新锐产品如橘朵和完美日记则主要靠小红书内容营销打爆单品，再以电商为主要销售渠道。2020 年 10 月，完美日记官宣周迅为品牌代言人，有助于提升品牌价值。与一叶子、橘朵相比，完美日记和花西子更加注重私域流量的打造和闭环成交。

表 12：国产美妆新品牌营销策略对比

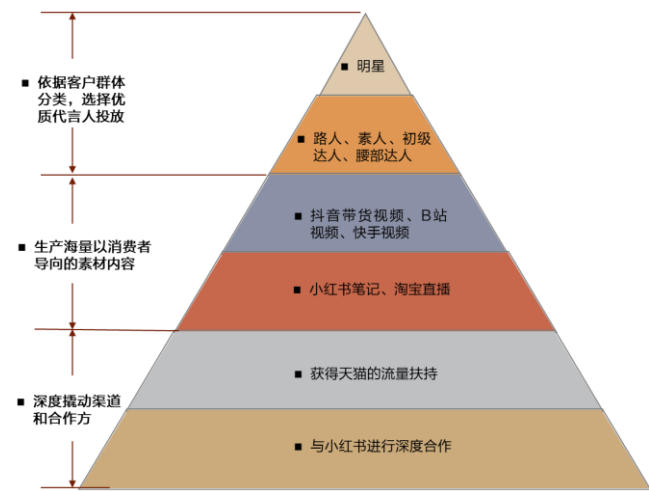
品牌	一叶子	橘朵	完美日记	花西子
成立时间	2014 年	2016 年	2016 年	2017 年
定位	植物护肤	“平价”	大牌平替	东方彩妆，以花养妆
目标群体	18-24 岁，热爱自然生活、追求新鲜的年轻女性	学生党、小白领、化妆小白	95 和 00 后	20-30 岁女性
定价	50-500 元	20-200 元	30-200 元	30-300 元
主打产品	面膜、护肤	单色眼影、单色腮红	眼影盘、口红唇釉	散粉、眉笔、口红、眼影盘
代言人	鹿晗、胡一天	章若楠、黄明昊	朱正廷、周迅	杜鹃、周深
传播渠道	大量植入综艺节目、电视剧	小红书为主，辅以微博、抖音、B 站	小红书为主、辅以抖音、微博等，加微信私域运营	小红书、微博、线下梯媒、淘宝直播，辅以抖音、B 站
销售渠道	KA、化妆品店、日化店等线下渠道、电商	电商为主、线下百货	电商为主、线下门店	电商（无线下店）
营销策略	高举高打塑料品牌，广告拉动销售	快速迭代，谨慎试错。小品类低价切入——粉丝量 5-20 万的腰尾部 KOL 小成本投放——电商拔草	大量 SKU 不断更新，内容-促销-留存，实现闭环运营。小红书 KOL 种草、明星顶流影响力——电商大促收割——私域运营提升留存和复购	国风设计，从小圈层打爆，通过内容种草、音乐、节日大促实现破圈，私域截流实现闭环。社交平台内容种草+明星顶流影响力+线下梯媒曝光——私域运营提升留存和复购

资料来源：科特勒咨询，天风证券研究所

3.3.1. 打通公私域流量转换，闭环实现成交

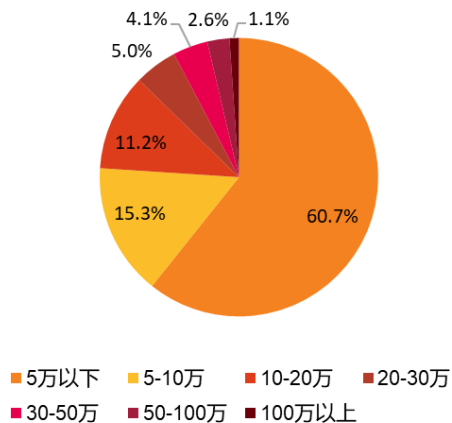
公域流量批量获取，精准投放挖掘客户。完美日记通过与小红书、天猫、腾讯的深度合作，获得渠道和合作方的深度支持，并以消费者需求为导向，生产出海量的素材内容，依据客户年龄、性别、偏好进行分类，进行精准投放。火烧云数据分析平台显示，近半年与完美日记关联的 B 站 UP 主总共 1281 名，关联视频数共 2933 个，其中 5 万以下粉丝的 B 站 UP 主共 778 人，占比 60.7%，5-10 万粉丝的 B 站 UP 主共 196 人，占比 15.3%，100 万粉丝以上的 B 站 UP 主共 14 人，占比 1.1%。完美日记目前已经与近 15000 名 KOL 合作，进行 DTK（Direct-to-KOL）模式的合作，根据 KOL 的表现及对客户的影响，定制每个 KOL 最佳的呈现内容。此类与 KOL 的合作方式有助于公司直接跟进消费者的喜好变化和美容趋势，并且有助于帮助 KOL 提高影响力，扩大 KOL 的粉丝基础，从而吸引更高质量的 KOL 与品牌合作，形成良性循环。

图 23：逸仙电商使用公域流量获客流程



资料来源：天风证券研究所

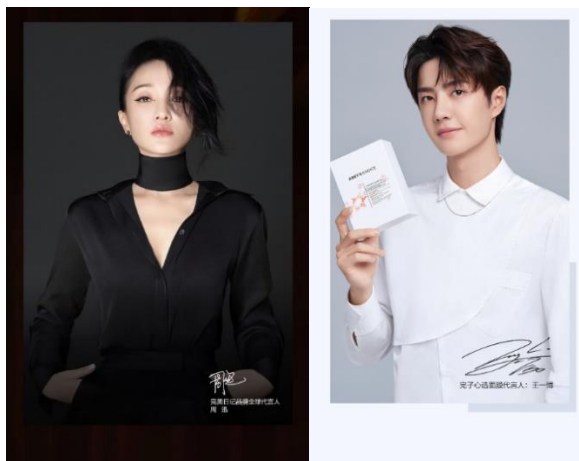
图 24：完美日记关联的 UP 主粉丝量级分布



资料来源：火烧云数据库，天风证券研究所

注：以上数据截至 2020.12.12

图 25：逸仙电商选择周迅、王一博作为完美日记、完子心选品牌代言人



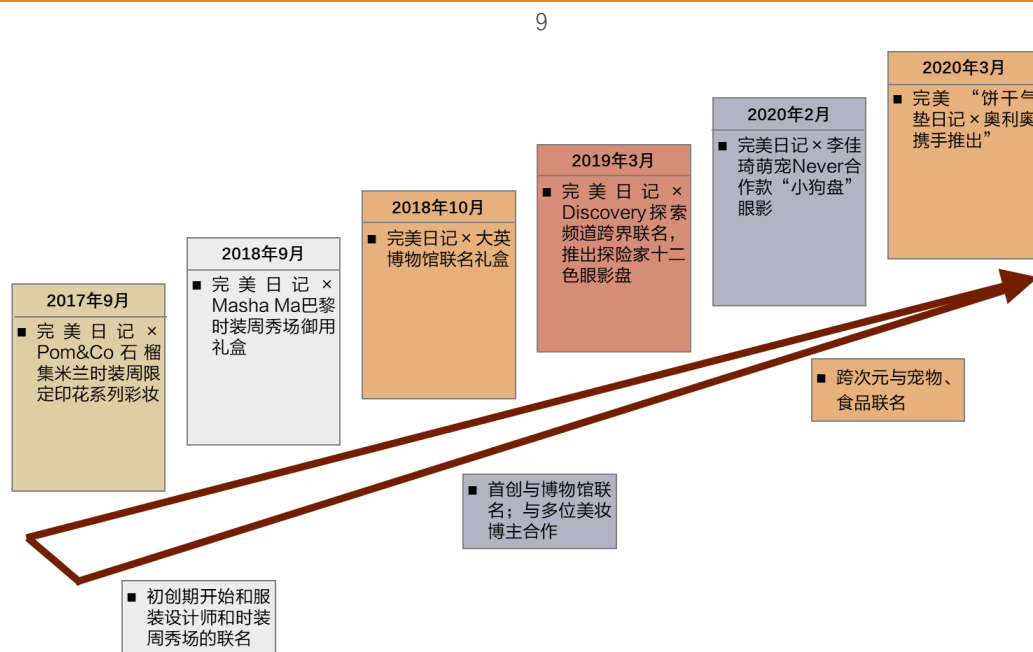
资料来源：完美日记公众号，完子心选公众号，天风证券研究所

结合线上线下方式，集中将公域流量转换至私域流量。完美日记通过线下门店引流和线上的导流（客户在线上渠道购买完美的产品——包裹里面放置红包卡——引导扫码关注公众号——关注后触发发送小完子微信二维码——引导客户添加小完子微信来兑换红包）。通过公众号矩阵的引流，完美日记将公域流量有效沉淀到小完子微信私域流量池。

3.3.2. 联名+专属双向打造 IP，共造矩阵跨界营销

完美日记具有 IP 联名的基因，是美妆 IP 营销的发起者之一。完美日记在初创期就开始和服装设计师、时装周秀场开始合作，如 2017 年 9 月完美日记与 Pom&Co 石榴集米兰时装周联名打造限定印花系列彩妆。完美日记首创与博物馆联名，以大都会艺术博物馆珍藏的皇家肖像画名为设计灵感，与大英博物馆共同打造联名礼盒。2020 年以来，完美日记持续跨次元打造 IP，与李佳琦萌宠 Never 联名打造合作款“小狗盘”眼影，与奥利奥联名打造饼干气垫。

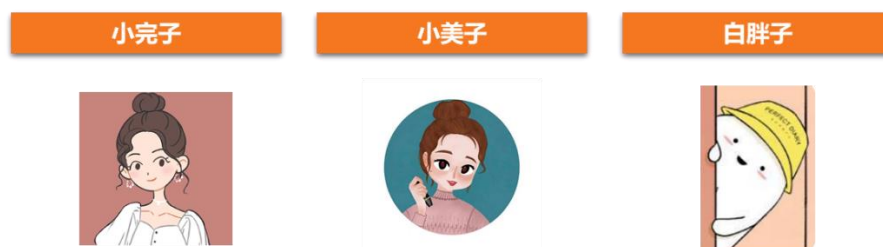
图 26：完美日记“联名史”



资料来源：用户说，天风证券研究所

打造品牌专属 IP 矩阵，塑造品牌自有风格。完美日记在构建私域流量的过程中，开始打造首个品牌的专属 IP——“小完子”，定位温馨且专业的路线，有独立的微博、微信和粉丝社群，另一 IP “小美子”负责在社群内与“小完子”配合。此外，下属品牌“白胖子卸妆水”上市的时候，萌系 IP “白胖子”被制作成自有表情包用于传播宣传。完美日记在进行跨界联名的同时，立足于不同品牌特点打造专属 IP，塑造产品矩阵，区别于其他品牌。

图 27：逸仙电商基于品牌属性，自创 IP 矩阵



资料来源：完美日记公众号，用户说，天风证券研究所

3.3.3. 精细化运营留存客户，覆盖用户全生命周期需求

集中聚焦用户服务，精细化运营留存客户。与传统品牌相比，完美日记更善于通过后续的精细化运营对客户进行维系。公司建立了一支由 1200 名员工组成的美容顾问团队，通过线上微信渠道和线下体验店，与客户分享美容内容，确保客户从试用到售后的美容体验需

求都能得到满足。完美日记利用微信号及社群保持与用户的联系，对用户进行持续转化提高复购率。

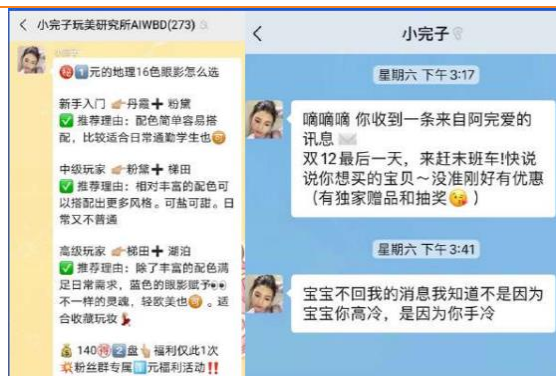
微信社群运营占据先发优势，提升用户生命周期。完美日记下属 IP 小完子微信号利用微信群分享高质量美妆内容、朋友圈分享美妆知识和个人生活，增强用户互动感，提升用户购物体验。借助朋友圈分享和社群维系，完美日记能够有效地对线上用户进行运营，起到客户留存、持续复购的作用。我们预计随着公司私域的持续发展与规模化运营，私域获客与运营成本有望逐渐下降，营收占比持续上升，成为公司营收的重要一极。

图 28：小完子微信号进行妆容干货分享



资料来源：用户说，天风证券研究所

图 29：小完子微信号进行促销宣传

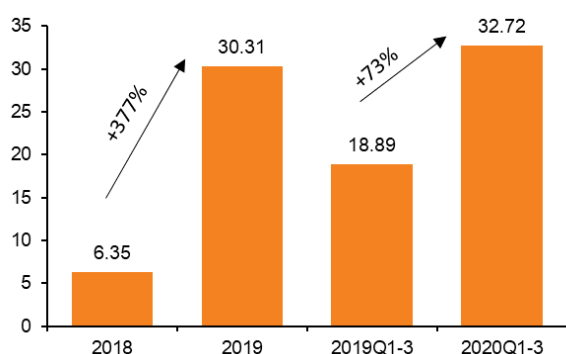


资料来源：用户说，天风证券研究所

4. 财务：公司积极开拓新品牌新渠道，前期呈现战略性亏损

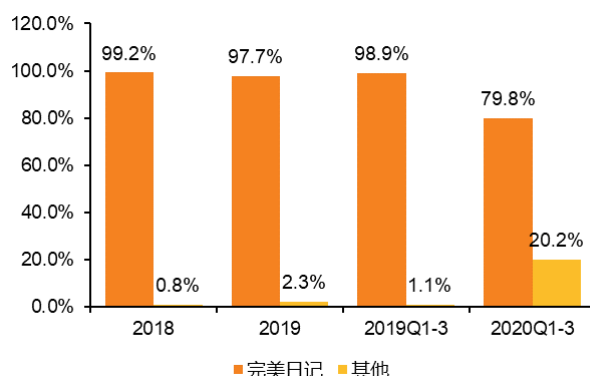
公司营收持续增长，多品牌矩阵完善公司产品线。2018/2019 年公司营收分别为 6.35/30.31 亿元，同比增长 377%。公司 2018/2019 年为完美日记单品牌策略，从 2017 年推出开始便迅速抢占市场，营收迅速突破 30 亿+规模，同时完美日记是唯一在 2019 年和 2020 年截至 9 月 30 日天猫每月 GMV 超过 1 亿元的彩妆品牌。2020 年开始公司多品牌矩阵初见成效，完美日记营收占比从 19Q1-3 的 98.9% 下降到 20Q1-3 的 79.8%，小奥汀和完子心选新品牌的市场口碑获得认可，多品类不断完善公司产品线。

图 30：2018-2020Q3 逸仙电商营业收入（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 31：2018-2020Q3 逸仙电商营收结构占比 (%)

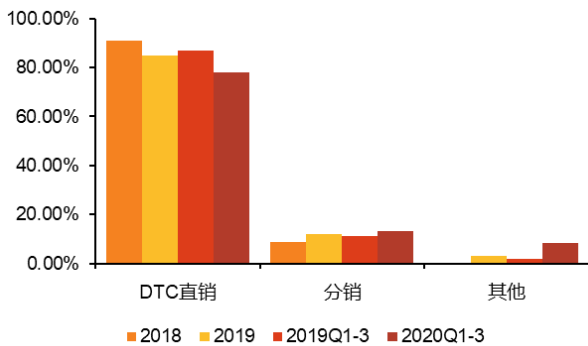


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

以 DTC 直销渠道为重点，同时积极布局线下门店提升客户体验。公司 2018/2019 年 DTC 直销渠道占比分别为 91.1%/84.8%，2020Q1-3 占比下降到 78.2%，而同期其他项占比从 2018 年 0% 上升到 2020Q1-3 的 8.6%，其他项主要为公司的线下体验店，截至 2020 年 9 月 30 日，公司已在全国 90 多个城市开设超过 200 家线下体验店，不断加强与客户的黏性和提升客户体验。同时在 DTC 客户群上公司的客户数量和客户人均贡献收入也实现增长，人均贡献净收入从 2018 年 82.6 元增长至 2020Q1-3 的 120.7 元，客单价实现良性

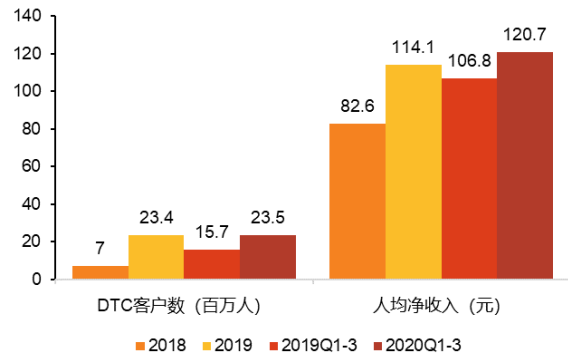
增长。

图 32：2018-2020Q3 逸仙电商营收渠道占比 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

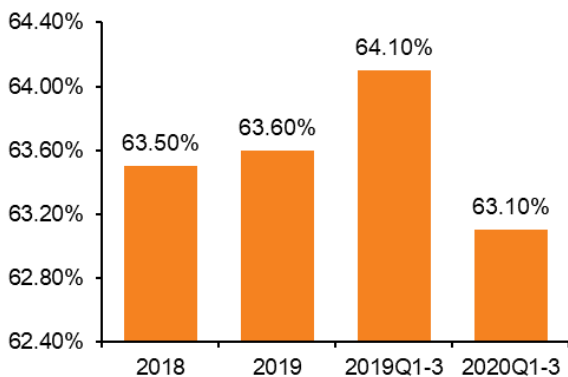
图 33：2018-2020Q3 逸仙电商 DTC 客户数及人均净收入



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

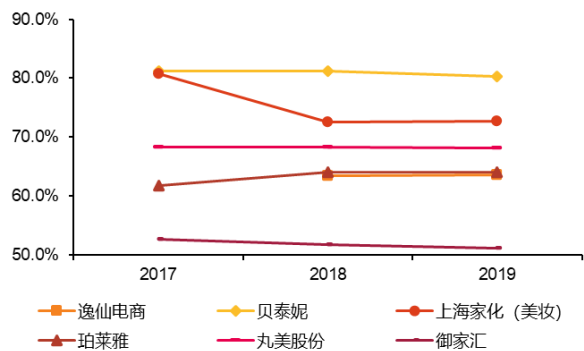
公司毛利率水平保持稳定，处于行业平均水平。公司毛利率稳定在 63.5%左右，波动较小，相比于美妆行业整体水平，公司毛利率处于行业平均水平，和珀莱雅接近。公司 2020Q1-3 毛利率同比下降 1pcts，主要由于 2020 上半年主营业务受到疫情影响，公司计提 8000 万存货跌价准备所造成，预计公司在消化去库存之后毛利率会逐渐恢复至平均水平。

图 34：2018-2020Q3 逸仙电商综合毛利率 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 35：2017-2019 美妆行业主要公司毛利率对比 (%)

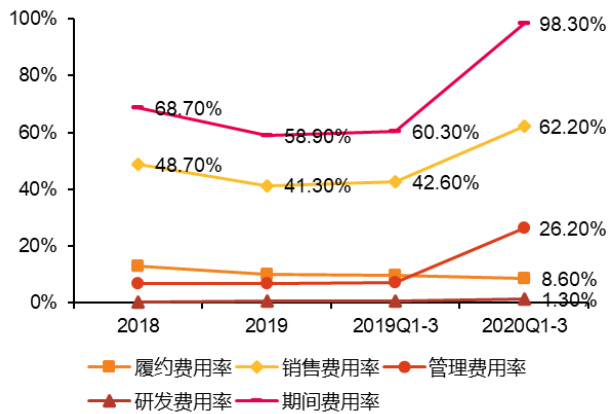


资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

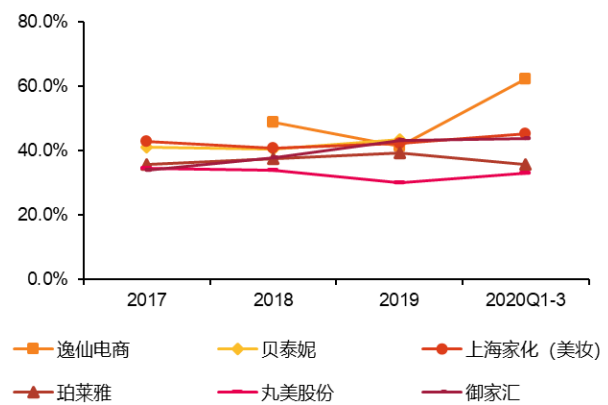
疫情影响+新品牌推广，公司销售费用率 2020Q1-3 上升较快。公司期间费用率 2018/2019 年分别为 68.7%/58.9%，费用的控制水平较好，和同业相比 2019 年销售费用率也处于行业平均水平，但 2020 上半年受到疫情，同时公司加大新品牌的投入和线下体验店的拓展，销售费用率在今年上升较快，在新品牌和门店建设初期销售费用率的迅速上升为合理现象，预计之后费用率会逐步恢复至行业平均水平。

图 36：2018-2020Q3 逸仙电商期间费用率 (%)

图 37：2017-2019 美妆行业主要公司销售费用率对比 (%)



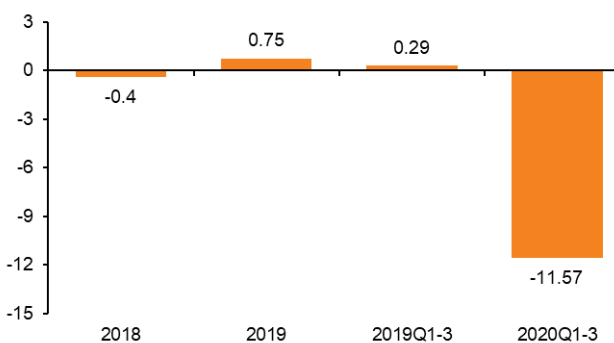
资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

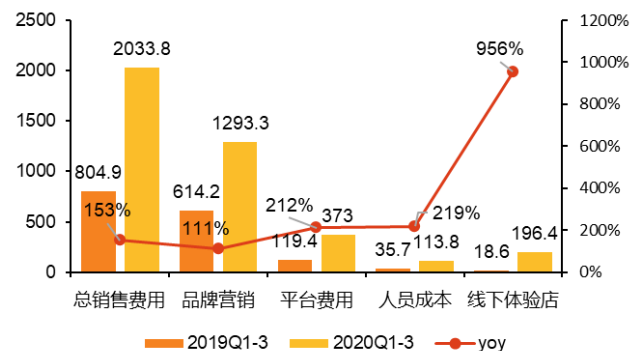
受销售费用率上升影响，公司前三季度净利润呈现亏损。公司 GAPP 净利润在 2020Q1-3 呈现亏损 11.57 亿元，调整股权激励影响之后，Non-GAPP 净利润的亏损额有所收窄，前三季度亏损 5 亿元，主要原因在于公司今年激增的销售费用率，将今年前三季度销售费用拆分进行比较，公司对于线下的流量和品牌沟通逐渐发力，线下门店投入增速较快，平台费用的增长主要源于公司销售额的增加从而佣金费率的增长，另一方面公司今年也加大社交电商平台的投放，公司前三季度亏损属于战略性亏损，预计新品牌和线下门店前期建设完毕之后，公司的净利润增长弹性较大。

图 38：2018-2020Q3 逸仙电商 Non-GAPP 净利润（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

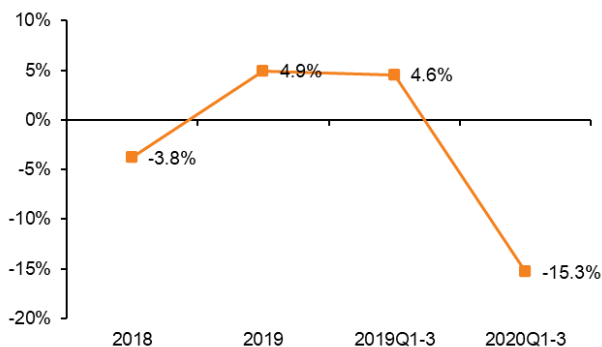
图 39：2019-2020Q1-3 销售费用（百万元）拆分及同比增速（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

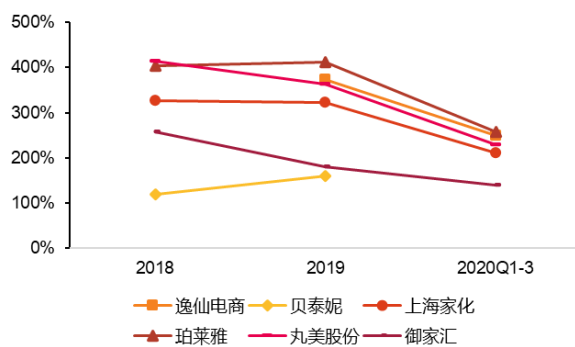
供应链精细化运营和大数据实时分析，公司存货管理水平行业领先。公司 2020Q1-3 存货周转率为 2.49，周转天数为 108.6 天，领先美妆行业平均水平。公司自有供应链和仓储管理系统提供实时销售数据分析，以大数据为基础预测不同产品的销量来调整公司存货水平，减少存货相关的期间费用。2019 年中国美妆上市公司存货平均周转天数为 126 天，公司周转天数为 98 天，运营水平行业内领先。

图 40：2018-2020Q3 逸仙电商 Non-GAAP 净利率（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

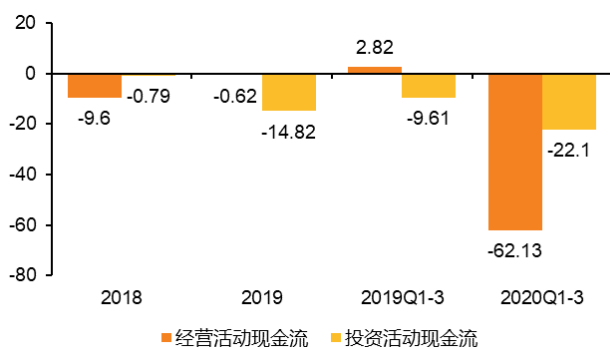
图 41：2018-2020Q1-3 美妆行业主要公司存货周转率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

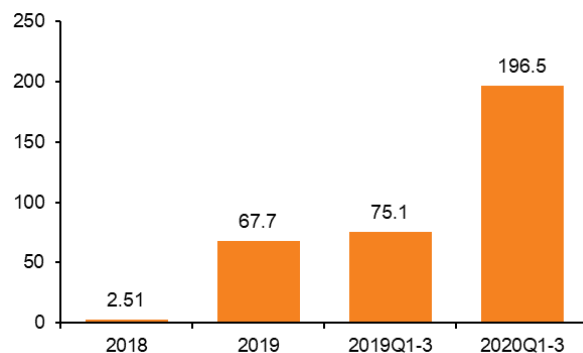
公司处于成长初期投入额较大，经营/投资活动现金流双双为负。公司投资活动现金投入持续扩大，从 2018 年 0.08 亿增长至 2020 前三季度 2.21 亿，经营活动现金流也受今年疫情和公司持续加大对新品牌和新渠道的投入扩大影响，经营活动现金流 2020 前三季度流出 6.21 亿元，但公司账面资金充足，一级市场不断获得资金补充，截至 2020 年 9 月 30 日公司账面资金享有 19.6 亿元，支撑公司在前期品牌建设的大额投入。

图 42：2018-2020Q3 逸仙电商经营/投资活动现金流（千万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 43：2018-2020Q3 逸仙电商货币资金（千万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 13：美妆行业主要公司财务指标对比（平均水平不包括逸仙电商）

		2018	yoy	2019	yoy	2020Q1-3	yoy
营业收入（亿元）	逸仙电商	6.35		30.31	377%	32.72	73%
	贝泰妮	12.40		19.44	57%		
	上海家化	53.62	-6.51%	75.97	6.43%	71.38	10.01%
	珀莱雅	23.61	32.43%	31.24	32.28%	22.91	10.14%
	丸美股份	15.76	16.52%	18.01	14.28%	11.37	-6.13%
	御家汇	22.45	36.38%	24.12	7.43%	23.41	48.53%
	平均水平	25.57		33.76	32.02%	32.27	-4.41%
归母净利润(亿元)	逸仙电商(Non-GAPP 净利润)	-0.24		1.50		-5.00	
	贝泰妮	2.61		4.12	58%		
	上海家化	3.12	-42.25%	5.57	3.09%	5.40	38.63%
	珀莱雅	2.87	43.03%	3.93	36.73%	2.85	18.74%
	丸美股份	4.15	33.14%	5.15	23.99%	3.38	-5.88%
	御家汇	1.31	-17.53%	0.27	-79.17%	0.72	862.76%
	平均水平	2.30		3.42	48.63%	1.47	-57.06%
毛利率	逸仙电商	63.50%		63.60%		63.10%	
	贝泰妮	81.16%		80.22%			
	上海家化	62.79%		61.88%		61.50%	
	珀莱雅	64.03%		63.96%		61.72%	
	丸美股份	68.34%		68.16%		67.44%	
	御家汇	51.67%		51.05%		53.87%	
	平均水平	65.60%		65.05%		61.13%	
净利率	逸仙电商(Non-GAPP 净利率)	-3.80%		4.90%		-15.30%	
	贝泰妮	21.20%		21.25%			
	上海家化	7.57%		7.33%		5.82%	
	珀莱雅	12.14%		11.73%		12.05%	
	丸美股份	26.15%		28.48%		29.71%	
	御家汇	5.68%		1.05%		3.01%	
	平均水平	14.55%		13.97%		12.65%	
期间费用率	逸仙电商	68.70%		58.90%		98.30%	
	贝泰妮	54.08%		53.13%			
	上海家化	55.97%		57.26%		57.40%	
	珀莱雅	46.42%		47.49%		43.80%	
	丸美股份	40.20%		36.29%		37.04%	
	御家汇	44.69%		49.80%		49.56%	
	平均水平	48.27%		48.79%		46.95%	
存货周转率	逸仙电商			3.73		2.49	
	贝泰妮	1.20		1.60			
	上海家化	3.27		3.22		2.10	
	珀莱雅	4.04		4.12		2.58	
	丸美股份	4.13		3.63		2.29	
	御家汇	2.58		1.81		1.39	
	平均水平	3.04		2.88		2.09	

资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

核心假设：

1. 公司强势品牌完美日记增长进入稳健期，2020/2021/2022 年分别保持 35%/20%/15% 的年增长率，稳定贡献营收。
2. 2020 年初至今公司新锐品牌小奥汀、完子心选迅速放量，保持高速增长。2019 年其他品牌营收基数较小，预计 2020 年其他品牌营收 YOY 达 2000%，2021 年之后逐步回落至稳定水平。同时预计公司多品牌战略将持续推行，有望并购/孵化新品牌，其他品牌对营收贡献逐步增长，2020/2021/2022 年其他品牌营收占总营收比例分别为 27.1%/35.1%/43.0%，YOY 分别为 2000%/75%/60%。

表 14：公司盈利预测（分品牌）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
完美日记					
营收（百万元）	630	2960	3997	4796	5515
YOY（%）		369.9%	35.0%	20.0%	15.0%
占比（%）	99.2%	97.7%	72.9%	64.9%	57.0%
其他品牌					
营收（百万元）	5	71	1485	2599	4158
YOY（%）		1250.5%	2000.0%	75.0%	60.0%
占比（%）	0.8%	2.3%	27.1%	35.1%	43.0%
总营收	635	3031	5482	7395	9673
YOY（%）		377.1%	80.8%	34.9%	30.8%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：目前“其他品牌”只包括小奥汀和完子心选。

采用 P/S 估值法：公司多品牌战略稳步推进，强势品牌完美日记增长势头保持稳健，新品牌成长性高，抬升业务天花板，未来成长可期。由于当前新品牌尚处于前期发展阶段，完美日记仍贡献主要营收，公司保持高成长性，PS 估值法更适合该公司估值，故我们采用 PS 估值法：

我们预计 2020-2022 年公司的营业收入分别为 54.8/74.0/96.7 亿元，净利润为 -16.4/-10.9/-6.4 亿元。对标可比公司，考虑到新股溢价、公司处于高增长轨道，给予公司 2021 年 13 倍 PS，目标市价 962 亿元人民币，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 15：可比上市公司估值表（PS 估值法）

代码	公司	市值(亿元)	营业收入(亿元)				PS			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603605.sh	珀莱雅	334.2	31.2	38.9	50.3	64.3	11	9	7	5
603983.sh	丸美股份	237.8	18.0	19.7	23.4	27.4	13	12	10	9
688363.sh	华熙生物	688.9	18.9	24.4	34.4	49.4	37	28	20	14
300792.sz	壹网壹创	172.4	14.5	16.0	19.2	26.8	12	11	9	6
	均值						12	10	11	6
YSG.N	逸仙电商	778.6	30.3	54.8	74.0	96.7	26	14	11	8

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：以上数据截至 2020.12.10

6. 风险提示**① 行业竞争加剧风险**

公司自成立以来快速发展，已成为国货美妆领军企业之一。但随着更多国外品牌进入国内市场以及国内众多品牌企业实力规模的日益增强，各品牌对细分品类的挖掘程度逐渐深化，化妆品行业的竞争日益激烈，公司面临国内外品牌的冲击压力。若公司不能及时调整经营及营销策略并保持核心竞争优势，不能在保持产品质量的同时不断推出适应消费者需求的新型产品，将会对公司的经营业绩及未来发展产生不利影响。

② 消费者偏好变化的风险

随着社会进步和人民生活水平的日益提高，消费者对化妆品的偏好变化较快，对产品形象和功效的要求也在不断变化，呈现多元化、个性化的发展趋势，对公司的产品设计和宣传提出了更高的要求。逸仙电商的快速发展受益于对行业趋势变化、消费者偏好的行为预测和及时响应。因此，能否及时捕捉市场发展趋势，满足快速变化的市场需求，生产契合消费者需求的产品，将直接影响公司产品的销售，

③ 线下门店拓展风险

公司逐步开拓线下门店渠道，加大体验店布局力度。线下门店开拓存在着风险和不确定性，若公司不能有效发展线下门店渠道，并随着线下门店业务的扩张而提供相应的管理支持，则可能在线下门店拓展之后、部分门店管理不善、销售业绩不佳的现象。线下门店的扩张需要大量的人员和资金投入，可能对其他业务发展、盈利能力造成负面影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com