

从完美日记、花西子看彩妆赛道与新品牌崛起

——彩妆行业深度报告

推荐|维持

报告要点:

● 千亿消费赛道，新锐国货品牌崛起

从消费属性上看彩妆具备使用习惯不可逆、色彩美学、更新速度快等特点。根据我们计算，2019 国内彩妆消费市场规模为 931 亿。同时 2017 年起彩妆市场增长提速，2018、2019 年市场增速均超 40%，其中线上渠道增速超 60%。彩妆人群扩容及年轻化、彩妆品类及消费的细分化、核心电商平台的扶持以及新营销渠道的兴起共同驱动行业持续高增长，潜力巨大。

● 品类细分化、渠道线上化、供应链灵活化，为新品牌孕育机遇

1) 品类：口红与粉底“高渗透+高增长”，为各大品牌的必争之地，目前国际品牌仍然占优；同时品类细分化趋势明显，新锐品牌纷纷以眼影、散粉、修容、高光等高潜力品类切入市场。2) 定价：国际品牌在不同价格段均有代表性品牌，国产品牌大多立足百元以内的大众价格带，少数品牌如花西子、彩棠等差异化切入中档价格带。3) 渠道：根据我们的测算，目前线上彩妆实际渗透率超 50%，为主要的高增长渠道，线下渠道整体低迷，但以 The Colorist 为代表的年轻化、重体验的线下美妆集合店成为热点。4) 供应链：国内彩妆代工产业发达且运作灵活，头部品牌代工厂重合度高。大数据驱动+代工厂柔性生产下，彩妆产品开发周期可缩短至 1-3 个月。

● 完美日记、花西子成为国货新龙头，彩棠崭露头角

新锐品牌大多遵循“将高潜力单品打造成爆品，后累计第二、第三单品，通过高投放高声量推动品牌认知”的成长路径。目前成功跨越 10 亿规模的新品牌包括完美日记与花西子。完美日记母公司逸仙电商成立 3 年收入即超 30 亿，2020 年成功打造出小奥汀、完子心选两大副品牌印证其运营能力的可复制性，同时收购中高端护肤品牌 Galénic，搭建集团化布局。花西子凭借差异化国风定位、品牌+效果同步重视的营销策略、以及创始人及团队的强大产品及运营能力，成为首个在中高端彩妆市场站稳脚跟的新锐国货彩妆品牌。此外，传统国货龙头珀莱雅也积极培育彩妆新品牌，2020 年其控股的化妆师品牌彩棠崭露头角，通过“创始人充当 KOL+超头直播+爆品投放”实现初步爆发。

● 投资建议

彩妆市场高增长确定性较强，在消费升级与线上化的大趋势下，新锐国货品牌快速崛起。建议关注国货彩妆龙头逸仙电商；以及在彩妆品牌孵化上初获成功（彩棠+insbaha）的大众护肤龙头珀莱雅。

● 风险提示

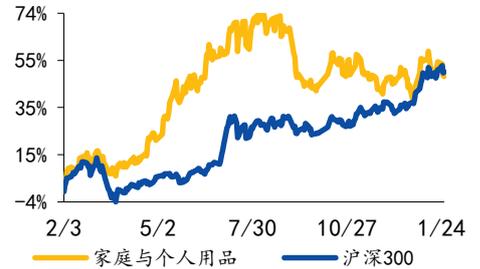
彩妆行业变化快，品牌未能及时把握行业趋势；品牌价格、营销端竞争激烈，盈利能力较差；新品牌培育不达预期。

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘	总市值 (百万)	EPS			PE		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603605	珀莱雅	买入	184.41	37087.97	1.96	2.34	2.86	94.09	78.81	64.48
YSG.N	逸仙电商	增持	19.21	12783.89	0.11	-2.33	-1.39			

资料来源：Wind，国元证券研究所（注：珀莱雅收盘价、总市值单位为人民币元，逸仙电商收盘价、总市值单位为美元。）

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-化妆品行业十二月数据跟踪：大促后行业增速暂缓，彩妆赛道国货表现出色》2021.01.13

《国元证券行业研究-化妆品行业十一月数据跟踪：外资品牌领跑护肤类目，新锐国货表现亮眼》2020.12.09

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳

邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

目 录

1、彩妆行业：千亿高成长赛道，新锐国牌崛起	5
2、从品类、定价、渠道、供应链看彩妆赛道	12
2.1 品类：品类细分化趋势明显，而口红与粉底是必争之地	12
2.2 定价：国货品牌定价集中于百元左右，海外品牌覆盖全区间价格带	13
2.3 渠道：线上渗透率预计过半，彩妆集合店成为新风口	14
2.4 供应链：彩妆代工体系成熟，新品开发周期可缩短至 1-3 个月	16
3. 剖析完美日记、花西子与彩棠，看新锐品牌成长路径	18
3.1 逸仙电商——新型头部互联网美妆集团	19
3.1.1 公司概况——聚焦 DTC 模式的新锐国货彩妆龙头	19
3.1.2 财务分析——收入持续放量，短期战略性亏损，依靠融资快速扩张	22
3.1.3 公司业务拆分——彩妆为优势品类，2020 年逐步提高护肤占比	25
3.1.4 用户概况——DTC 用户数持续增长，数据化赋能拉动客单价与复购率提升	27
3.1.5 品牌介绍——完美日记	29
3.1.6 品牌介绍——小奥汀	33
3.2 花西子——国风定位的中高端新锐彩妆品牌	34
3.3 彩棠（珀莱雅）——化妆师+国货大厂联合培育的新锐专业彩妆品牌	42
4、投资逻辑	44
5、风险提示	44

图表目录

图 1：彩妆主要属性	5
图 2：欧睿口径中国彩妆市场规模及增速	6
图 3：我们预测中国彩妆市场规模（不含免税消费）	6
图 4：中国彩妆线上渠道（天猫+京东）规模及同比增速	6
图 5：2020 年天猫+京东美容护肤与彩妆类目月度增速	6
图 6：彩妆品类在成年城镇女性群体中的渗透率	7
图 7：不同城市彩妆品类在成年城镇女性群体的渗透率	7
图 8：彩妆消费的核心群体为千禧一代跟 Z 世代	7
图 9：美妆人群年龄分布	7
图 10：消费者彩妆购物篮关联分析	8
图 11：彩妆在社交媒体上的可视化传播	9
图 12：新锐国货品牌及其品牌爆发依赖的平台	9
图 13：2015-2019 年中国彩妆品类 TOP10 品牌	10
图 14：中国彩妆品牌 CR3、CR5、CR10 市占率	10
图 15：天猫彩妆成交额 TOP20 国货国际品牌分布	11
图 16：天猫彩妆成交额 TOP20 国货品牌内部格局分布	11

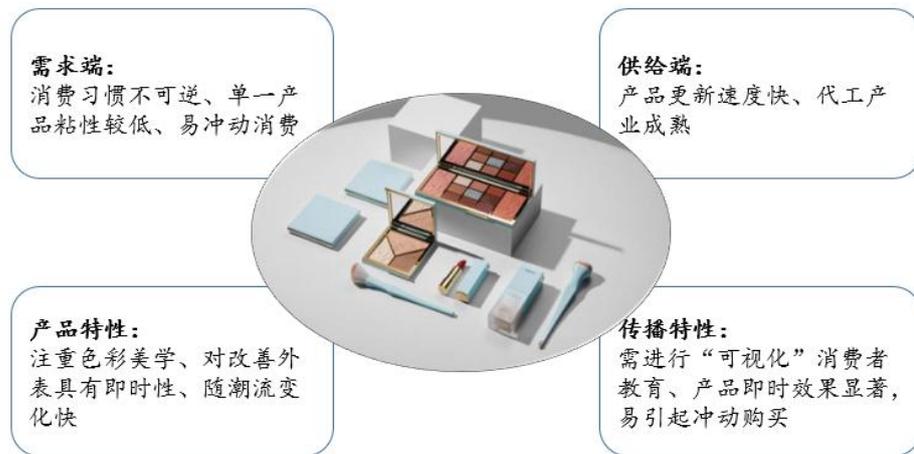
图 17: 2019 年彩妆各细分品类占比	12
图 18: 2006-2019 年彩妆细分类目增速	12
图 19: 彩妆二级细分品类规模及增长气泡图 (图中数据均为 2019 年口径)	12
图 20: 各彩妆品牌核心价格带对比	14
图 21: 欧睿口径中国彩妆市场分渠道销售占比	14
图 22: 测算中国彩妆分渠道占比	14
图 23: 数字化柔性供应链生产流程	17
图 24: 完美日记新品开发案例	17
图 25: 新锐彩妆品牌成长路径	18
图 26: 完美日记、花西子品牌发展路径梳理	19
图 27: 逸仙电商及其品牌发展历程	20
图 28: 逸仙电商零售额及增速	22
图 29: 逸仙电商营业收入及增速	22
图 30: 逸仙电商各季度营业收入	23
图 31: 逸仙电商 2019 年各季度营业收入占比	23
图 32: 逸仙电商毛利率与净利率	23
图 33: 逸仙电商净利润 (亏损) 与 Non-GAAP 净利润	23
图 34: 逸仙电商期间费用率情况	24
图 35: 销售费用占营业收入比例拆分	24
图 36: 2019 年逸仙电商与同业公司存货周转天数	25
图 37: 2019 年逸仙电商与同业公司应收账款周转天数	25
图 38: 经营活动、投资活动、融资活动现金流	25
图 39: 逸仙电商现金及现金等价物	25
图 40: 逸仙电商分品牌拆分营业收入	26
图 41: 逸仙电商分品牌营业收入占比	26
图 42: 逸仙电商分品类零售额占比	26
图 43: 二级细分品类零售额占总零售额比例	26
图 44: 逸仙电商线上线下渠道占比	27
图 45: 逸仙电商各销售模式收入占比	27
图 46: 逸仙电商 Z 世代用户占比	28
图 47: 逸仙电商用户城市分布	28
图 48: 逸仙电商 DTC 用户人数及同比增速	28
图 49: 逸仙电商客单价及同比增速	28
图 50: 逸仙电商 12 个月复购率	29
图 51: 完美日记微信私域运营	29
图 52: 完美日记粉底液系列	30
图 53: 完美日记与李佳琦共创的羽缎粉饼	30
图 54: 2020 年天猫旗舰店单品销售额占比	31
图 55: 2020 年 11 月+12 月天猫旗舰店单品销售额占比	31
图 56: 完美日记旗舰店成交额及对应的产品/营销事件	32
图 57: 完美日记品牌初期声量变化	32
图 58: 完美日记 2018 年 5-8 月各平台声量变化	32

图 59: 小奥汀品牌发展历程	33
图 60: 小奥汀代言人	34
图 61: 小奥汀与泡泡玛特联名推出彩妆盲盒	34
图 62: 花西子品牌发展历程	35
图 63: 花西子旗舰店成交额及对应的产品/营销事件	36
图 64: 花西子“东方美学彩妆”的品牌定位贯穿在产品与营销策略中	37
图 65: 2020 年花西子旗舰店爆款单品销售额占比	38
图 66: 花西子单品销售额占比变化	38
图 67: 花西子产品迭代	39
图 68: 2020 年李佳琦直播花西子次数	40
图 69: 2020 年单品直播次数(李佳琦直播间)	40
图 70: 花西子品牌营销主要方式	41
图 71: OGP 时光肌主要产品介绍	42
图 72: 彩棠品牌母公司股权结构	42
图 73: 彩棠天猫旗舰店成交额(单位: 万元)	43
图 74: 2020 年彩棠单品销售额占比	43
图 75: 2020 年月度彩棠重点单品销售额占比	43
表 1: 阿里平台对美妆类目的扶持政策/措施	9
表 2: 2019 年中国彩妆 TOP10 品牌过往市占率变化情况	10
表 3: 2018-2020 年淘系平台彩妆类成交额前 20 品牌旗舰店及其对应成交额	11
表 4: 2019 年中国彩妆市场销售额 TOP5 品牌	13
表 5: 代表性中国新锐彩妆品牌	13
表 6: 2020 年关注度高的美妆集合店信息汇总	15
表 7: 国内头部彩妆代工厂及其规模、品类、合作品牌	16
表 8: 主要彩妆品牌及其代工厂	16
表 9: 逸仙电商旗下品牌	20
表 10: 逸仙电商高管及其履历背景	21
表 11: 逸仙电商主要股东持股情况	21
表 12: 逸仙电商员工分布情况	22
表 13: 完美日记产品主要系列统计	30
表 14: 小奥汀产品线推出节奏	34
表 15: 花西子天猫旗舰店产品统计	38
表 16: 花西子营销投放策略	40

1、彩妆行业：千亿高成长赛道，新锐国牌崛起

从消费属性上看彩妆具备使用习惯不可逆、色彩美学、更新速度快、产品粘性较低等特点，**新品牌快速崛起**。彩妆主要指涂敷于脸面、眼唇及指甲等部位，利用色彩的变化，赋予皮肤色彩，修整肤色或加强五官特色。由于彩妆对外表的改善具有即时性与显著效果性，消费者出于对美的追求，在彩妆入门后具备习惯不可逆的特性。不同于护肤品强调成分、功效和日常持续护理，彩妆强调色彩美学，对色彩敏感度高，随潮流变化快，因此彩妆的更新速度快于护肤，单一产品的生命周期较短，购买者也易形成冲动消费。同时消费者对单一彩妆产品的粘性低于护肤，新兴的高颜值、创意性产品容易实现突围，在互联网环境下，给了新品牌突围与弯道超车机会。

图 1：彩妆主要属性



资料来源：国元证券研究所

我们预测中国整体彩妆消费市场接近千亿。根据 Euromonitor 数据中国彩妆市场规模为 552 亿元，同比增长 27.40%，但由于中国电商市场发展迅速，多个新锐彩妆品牌在近一两年内依托天猫等平台快速崛起，其销售情况未被及时纳入到欧睿统计范围内，因此我们将欧睿线下彩妆销售数据与抓取的天猫+京东平台线上彩妆销售数据合并，推算得 2019 年彩妆市场规模约 787 亿元（线下 342.15 亿+线上 445.09）。此外免税渠道为香化产品重要购买渠道之一，2019 年中国境外免税消费额约 1800 亿，其中香化类产品占比预计接近 40%，假设彩妆在香化产品中的占比为 1/5，由此推算免税渠道下彩妆消费规模约 144 亿。线下+线上+免税渠道，预计 2019 年中国实际彩妆消费规模接近 931 亿。

增速方面，2017 年起彩妆类目增长提速，预计 2018、2019 年含税彩妆市场增速均超 40%，主要由于电商平台等互联网基础设施逐渐成熟，同时社交媒体、短视频、直播等“强可视化”的媒介兴起，叠加新锐品牌的入局与美妆类 KOL 的大力推广，共同推动市场扩容。

图 2：欧睿口径中国彩妆市场规模及增速

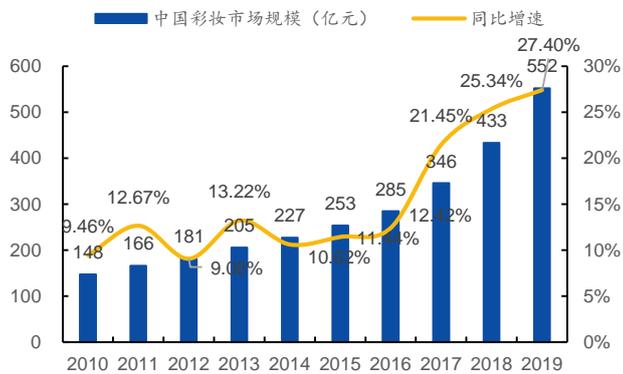
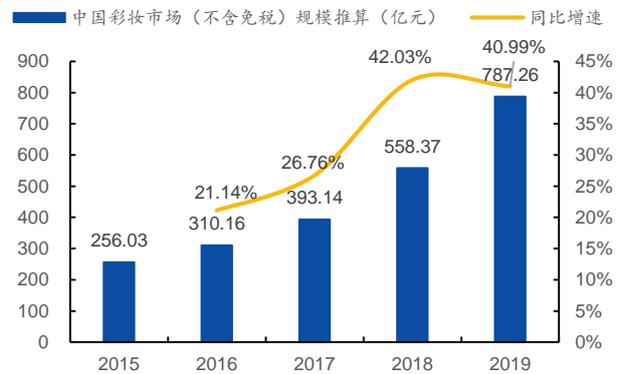


图 3：我们预测中国彩妆市场规模（不含免税消费）



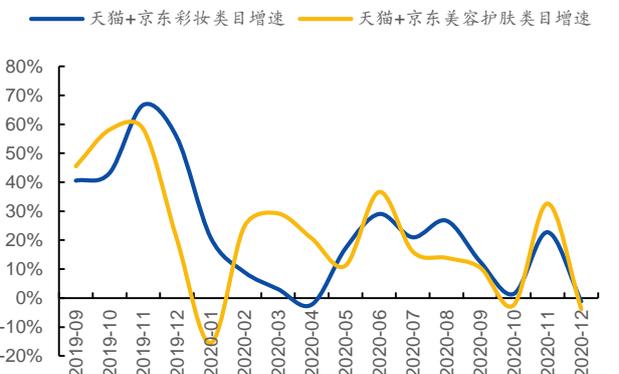
资料来源：Euromonitor，国元证券研究所（注：欧睿数据为未能抓取部分新锐品牌，对线上渠道抓取偏小）

线上渠道成为彩妆市场重要增量渠道，2020 年线上规模预计超 500 亿。我国线上彩妆市场在 2015 年时规模不足 100 亿元，2015-2019 年经历高速增长，2020 年受疫情影响增速有所回落。2017 年左右为彩妆行业线上渠道二次高增长的启动期，电商平台对国际品牌与新锐品牌的扶持均有加大，叠加短视频、直播等“强可视化”媒介的兴起，线上彩妆市场加速扩容。2020 年以来，受新冠疫情影响，彩妆类目在第一季度经历销售低潮，后续月份逐步恢复至 20-30% 的中高速增长，全年天猫+京东彩妆销售规模超 500 亿元。

图 4：中国彩妆线上渠道（天猫+京东）规模及同比增速



图 5：2020 年天猫+京东美容护肤与彩妆类目月度增速



资料来源：数据威，国元证券研究所

资料来源：数据威，国元证券研究所

我们认为彩妆市场持续高增长的核心驱动力主要有四点：1) 彩妆人群扩容及年轻化；2) 彩妆品类及消费的细分化；3) 核心电商平台的扶持；4) 新营销渠道的兴起。

1) 彩妆消费人群持续扩容，目前在低线城市仍有较大的渗透率提升空间。根据 CID 消费者智库数据，2015 年彩妆品类在女性消费者中的渗透率仅为 31.58%，至 2019 年已提升至 48.82%，接近五成，近几年彩妆在消费者中的普及程度迅速提升。从城市分布来看，2019 年一、二线城市彩妆渗透率已过半，一线城市达到 57.9%，而四线城市目前仅为 35.2%，处于一、二线城市四、五年前的水平，未来随着年轻一代从

互联网社交媒体获取信息的便利性与平等性增强，预计低线城市彩妆渗透率将迅速提升，带动彩妆消费群体持续扩容。根据 CIC（灼识咨询）的预测，中国彩妆消费群体将从 2019 年的 1.43 亿人增长到 2025 年的 2 亿人。

图 6：彩妆品类在成年城镇女性群体中的渗透率

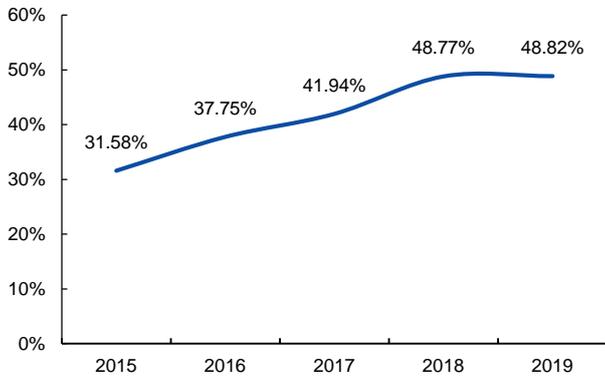


图 7：不同城市彩妆品类在成年城镇女性群体的渗透率

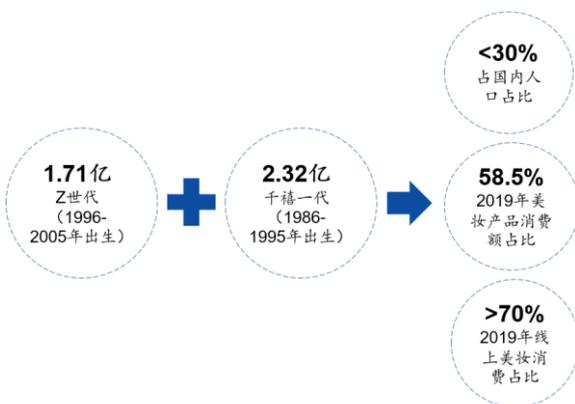


资料来源：CID 消费者智库数据，国元证券研究所（研究对象为 15-69 岁城市居民，覆盖全国七大区域 60 个一线至四线城市；渗透率=过去 1 年内使用过彩妆的人数占女性总体人数的比例。）

资料来源：CID 消费者智库数据，国元证券研究所（研究对象为 15-69 岁城市居民，覆盖全国七大区域 60 个一线至四线城市；渗透率=过去 1 年内使用过彩妆的人数占女性总体人数的比例。）

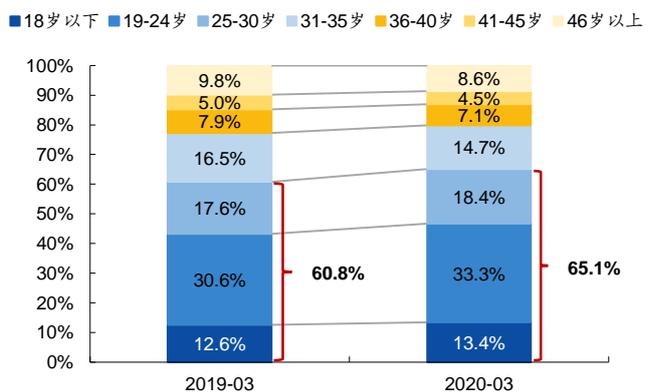
Z 世代与千禧一代为彩妆核心消费人群，彩妆在高消费潜力的年轻群体中渗透率高。截至 2019 年末，Z 世代（1996-2005 年出生）和千禧一代（1986-1995 年出生）人数分别达到 1.71 亿与 2.32 亿，在国内人口总占比不足 30%。这两类群体的购买决定很大程度上受到社交媒体平台上 KOL 内容的影响，为彩妆传播的核心目标群体。根据逸仙电商招股说明书中引用的 CIC 报告数据，2019 年 Z 世代和千禧一代的美妆产品消费额占中国美妆产品消费额的比例达 58.5%，在线上美妆消费市场的占比超 70.0%。此外，根据 Questmobile 的研究，美妆消费人群中 30 岁以下人群占比由 2019 年 Q1 的 60.8% 提升至 2020 年 Q1 的 65.1%，彩妆消费人群呈现年轻化趋势。

图 8：彩妆消费的核心群体为千禧一代跟 Z 世代



资料来源：逸仙电商招股说明书，国元证券研究所

图 9：美妆人群年龄分布

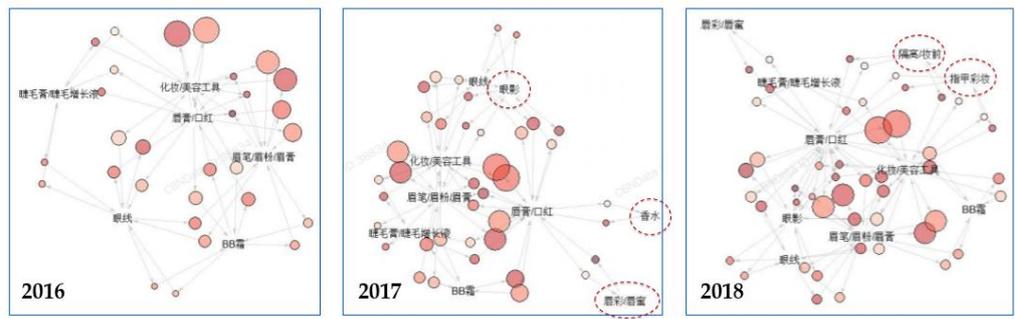


资料来源：Questmobile，国元证券研究所（数据周期为 2020Q1）

2) 随着消费者化妆意识的提升，彩妆步数逐渐增多，彩妆品类也更加细分。在品牌方加强社交媒体投放的同时，消费者不断被教育，对彩妆品类的需求逐渐丰富，过往

面部彩妆产品以粉底液、BB霜为主，近几年隔离、散粉、高光、腮红、修容等细分品类纷纷进入彩妆消费者的购物篮。根据CBNData的统计，2016-2018年消费彩妆购物篮中的品类不断增多，同时品类间的关联度也愈发紧密，意味着单一消费者购买的品类数量不断增加。品类扩充一方面为彩妆市场带来增量，另一方面也使消费者对化妆的粘性进一步强化。

图 10：消费者彩妆购物篮关联分析



资料来源：CBNData，国元证券研究所

3) 核心电商平台有意识地扶持和推动美妆品类的发展，积极引入海外品牌的同时，扶持新锐国货品牌。2015年起以阿里为代表的核心电商平台，积极发力引入美妆品牌，政策端从最早的向国际品牌倾斜，逐渐发展至扶持国货品牌。2015年开始，天猫发力引入高端品牌，同年淘宝开始举办“天猫金妆奖”，不断刺激细分品类内各个产品与品牌之间的竞争意识，并且把国货产品放在同一角斗场中。2017年起，天猫一方面开始提高国货进驻门槛，对销量不达标及自主转化率低的低端美妆品牌进行清退；另一方面，阿里在用户侧和供给侧两个方面采取不同措施全力扶持小众、新锐品牌的发展。2016年成立的淘宝直播作为用户侧最具代表性的流量入口，曾一举将由欧莱雅“BA网红计划”输送的美妆博主李佳琦孵化成超头KOL。供给侧方面，作为淘宝直播的核心品类之一，淘宝直播为新锐美妆品牌提供了新的营销阵地，帮助部分品牌快速实现0-1。同时，2018年天猫成立专门的新锐品牌和网红品牌孵化团队，针对中小品牌给出定向的运营和扶持。2020年4月，天猫美妆开辟了一条单独的新赛道——国货新势力，同时与珀莱雅、强生等12个美妆企业建立长线合作机制，打造新品牌孵化基地；2020年7月天猫宣布正式开启“新品牌成长计划”，计划在2年内助推5000个品牌成为所在行业的“独角兽”，在首批公布的品牌中，美妆个护品牌约占7成，为平台重点发展板块。

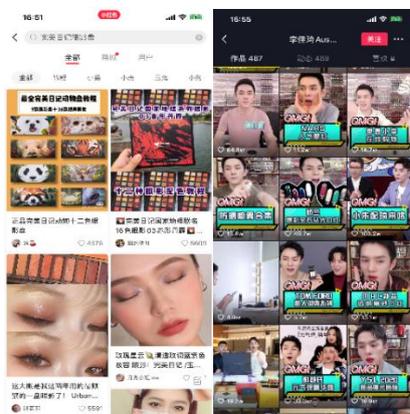
表 1：阿里平台对美妆类目的扶持政策/措施

时间	重点政策/事件
2015 年	<ul style="list-style-type: none"> 创办“天猫金奖”，汇聚了全平台人气和口碑俱佳的美妆品牌，涵盖美妆、家清、个护领域，多达上百个奖项。 同时发力引入高端品牌。
2017 年	<ul style="list-style-type: none"> 对国货品牌执行“腾笼换鸟”，一方面提高国货品牌的进驻门槛，逐步清退国产的低端美妆品牌。 另一方面，淘宝和天猫开始扶持小众、特色新锐品牌的发展。
2018 年	<ul style="list-style-type: none"> 成立了专门的新锐品牌和网红品牌孵化团队，针对中小品牌给出定向的运营和扶持
2019 年	<ul style="list-style-type: none"> “美妆品牌的扶持计划”进一步升级，重点面向进口和新锐网红品牌，计划在一年中加速扶持 1000 个品牌上天猫开店，打造美妆创业第一阵地和新品孵化平台。
2019 年	<ul style="list-style-type: none"> 针对大规模的优秀品牌，天猫美妆启动了聚划算阵地； 利用天猫超级新秀等行业 IP，规模化地对一些优秀品牌或符合趋势的品牌进行筛选。
2020 年 4 月	<ul style="list-style-type: none"> 天猫美妆将覆盖 500 个新锐品牌，孵化上百家新势力商家。同时，天猫美妆还开辟了一条单独的新赛道——国货新势力。 天猫与珀莱雅、强生等 12 个美妆企业建立长线合作机制，打造新品牌孵化基地；
2020 年 7 月	<ul style="list-style-type: none"> 天猫宣布正式开启“新品牌成长计划”，计划在 2 年内助推 5000 个品牌成为所在行业的“独角兽”。7 月公布了部分纳入“新品牌成长计划”的品牌，首批品牌中，美妆个护领域的品牌约占 7 成，囊括了护肤、彩妆、洗护、个护、香氛、指甲油、美容仪器等全品类。

资料来源：阿里巴巴，天猫美妆，化妆品报，国元证券研究所

4) 图文、短视频及直播类社交媒体平台蓬勃发展，有利于彩妆的消费者教育，提升种草的广度与效率。根据 Questmobile 统计数据显示，2016 年起，以微博、小红书为代表的图文媒介兴起，2017 年起，以抖音、快手为代表的短视频平台广泛普及，用户在这类新兴内容平台上花费的平均时长逐年提升，为彩妆类产品的传播提供了良好的媒介。彩妆类产品在使用端具备一定的技巧性，消费者教育环节至关重要，图文、视频、直播等媒介使得消费者教育更加直观，可触达的用户范围也更广，同时消费者在面对“可视化”的营销与教育时，容易产生消费的冲动，因此视频类媒介的兴起，有效提升了彩妆的“种草”效率，侧面推动了彩妆市场的繁荣。同时新锐品牌多借助流量平台红利快速崛起，例如 2018 年完美日记通过密集的小红书达人投放成功出圈，2019 年花西子通过与淘宝直播头部主播李佳琦绑定快速爆发，2019-2020 年 colorkey、小奥汀等新锐品牌依托抖音信息流投放快速成长。

图 11：彩妆在社交媒体上的可视化传播



资料来源：小红书，抖音，国元证券研究所

图 12：新锐国货品牌及其品牌爆发依赖的平台



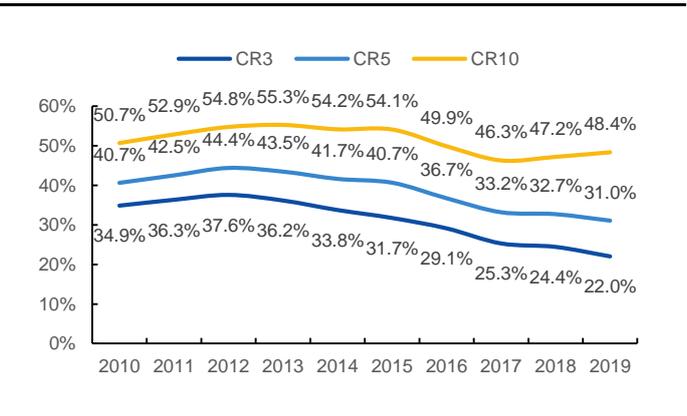
资料来源：国元证券研究所

竞争格局上，中国彩妆市场外资品牌占优，但 2010-2019 年头部品牌集中度呈下降态势。2010 年以来，中国彩妆市场主要由国际品牌领衔，2010-2018 年美宝莲与巴黎欧莱雅始终占据销售额 TOP2，2019 年高端彩妆品牌开始发力，迪奥超过欧莱雅上升至第二名，同时圣罗兰、魅可、阿玛尼等也呈上升趋势。国产品牌中仅卡姿兰曾在 2015-2016 年进入前三，韩束、玛丽黛佳也曾在 2012-2016 年间跻身前十，但后续均有所下滑。2019 年新锐彩妆品牌完美日记异军突起，销售额位列第六名。行业集中度方面，2013 年以来，头部品牌集中度开始呈下降趋势，CR5 市占率由 2012 年的 44.4% 下降至 2019 年的 31.0%，主要由于其中传统大众品牌美宝莲、欧莱雅市场份额下滑明显。但 2018、2019 年 CR10 市占率有所提升。

图 13: 2015-2019 年中国彩妆品类 TOP10 品牌

图 14: 中国彩妆品牌 CR3、CR5、CR10 市占率

2015	2016	2017	2018	2019
美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲
欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	迪奥
卡姿兰	卡姿兰	迪奥	迪奥	欧莱雅
梦妆	梦妆	卡姿兰	圣罗兰	圣罗兰
蜜丝佛陀	迪奥	梦妆	卡姿兰	魅可
迪奥	蜜丝佛陀	蜜丝佛陀	魅可	完美日记
玫琳凯	韩束	悦诗风吟	兰蔻	阿玛尼
韩束	悦诗风吟	兰蔻	香奈儿	兰蔻
香奈儿	玫琳凯	香奈儿	梦妆	卡姿兰
玛丽黛佳	玛丽黛佳	玛丽黛佳	悦诗风吟	香奈儿



资料来源: Euromonitor, 国元证券研究所

资料来源: Euromonitor, 国元证券研究所

表 2: 2019 年中国彩妆 TOP10 品牌过往市占率变化情况

排名	品牌	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	市占率趋势线
1	美宝莲	20.9%	20.6%	21.2%	20.3%	18.9%	17.4%	15.7%	13.0%	11.2%	9.1%	
2	迪奥	3.0%	3.2%	3.1%	3.0%	3.1%	3.1%	3.4%	4.7%	6.2%	6.6%	
3	巴黎欧莱雅	10.5%	10.8%	10.7%	10.1%	9.8%	9.4%	8.5%	7.7%	7.0%	6.4%	
4	圣罗兰	-	-	-	0.0%	0.2%	0.5%	1.1%	2.2%	4.2%	5.0%	
5	魅可	0.7%	0.7%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.6%	2.2%	3.4%	4.0%	
6	完美日记	-	-	-	-	-	-	-	1.7%	2.4%	4.0%	
7	阿玛尼	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%	1.6%	2.6%	3.6%	
8	兰蔻	1.3%	1.4%	1.6%	1.6%	1.7%	2.0%	2.4%	2.6%	3.0%	3.5%	
9	卡姿兰	2.5%	3.0%	3.7%	4.3%	4.6%	5.0%	4.9%	4.5%	4.0%	3.4%	
10	香奈儿	1.7%	2.1%	2.2%	2.2%	2.4%	2.2%	2.1%	2.5%	2.8%	2.8%	

资料来源: Euromonitor, 国元证券研究所

线上渠道中，以完美日记、花西子为代表的新锐国货品牌势头迅猛，2020 年超越国际品牌登顶天猫彩妆。2020 年天猫平台彩妆品类成交额 TOP20 中，新锐国货品牌表现突出，花西子与完美日记力压众多国际大牌分别获得第一、第二名，此外 Colorkey、小奥汀、红地球等品牌也表现突出，均跻身前 20 名。对比过往天猫平台彩妆销售额 TOP20 榜单，2018-2020 年国货彩妆品牌数分别为 11、11、10 个，数

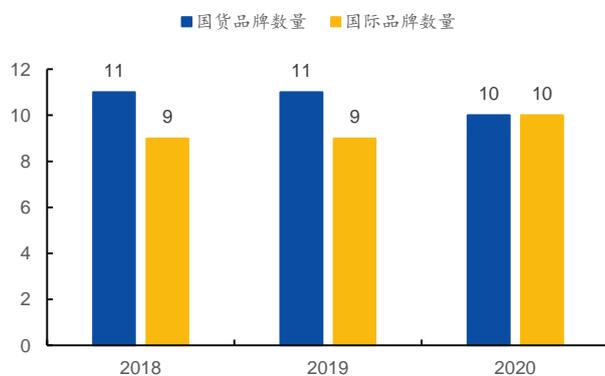
量保持稳定但格局发生剧烈变化，过往具备强大线下基因的彩妆品牌玛丽黛佳、卡姿兰近几年排名下滑，而 2016 年以后才创立/发力的新锐国货彩妆品牌完美日记、花西子、colorkey 等表现突出，新锐品牌多通过爆品策略在线上实现爆发式成长。

表 3: 2018-2020 年淘系平台彩妆类成交额前 20 品牌旗舰店及其对应成交额

排名	品牌店铺	2018 年成交额 (亿元)	品牌店铺	2019 年成交额 (亿元)	品牌店铺	2020 年成交额 (亿元)
1	MAC	6.99	完美日记	22.82	花西子	27.54
2	完美日记	5.58	MAC	12.91	完美日记	24.28
3	稚优泉	5.27	YSL	10.22	YSL	14.66
4	YSL	5.10	花西子	10.21	MAC	13.41
5	美宝莲	5.05	雅诗兰黛	9.28	阿玛尼	13.18
6	雅诗兰黛	4.99	阿玛尼	8.62	3CE	10.55
7	纪梵希	4.67	滋色	8.51	兰蔻	9.93
8	美康粉黛	4.50	纪梵希	8.20	雅诗兰黛	9.58
9	阿玛尼	3.85	美宝莲	7.91	纪梵希	9.39
10	玛丽黛佳	3.83	兰蔻	7.73	colorkey	7.55
11	滋色	3.66	稚优泉	6.85	美宝莲	7.35
12	兰蔻	3.36	3CE	4.29	小奥汀	7.27
13	健美创研	2.24	美康粉黛	4.13	迪奥	6.27
14	卡姿兰	2.08	TOM FORD	3.56	TOM FORD	5.57
15	安美	1.84	橘朵	3.36	滋色	5.19
16	透蜜	1.83	透蜜	3.24	橘朵	5.05
17	悦诗风吟	1.80	健美创研	3.13	稚优泉	4.78
18	透真	1.76	卡姿兰	2.82	红地球	4.59
19	欧莱雅	1.44	安美	2.53	纽西之谜	4.16
20	VNK	1.23	VNK	2.49	卡姿兰	3.55

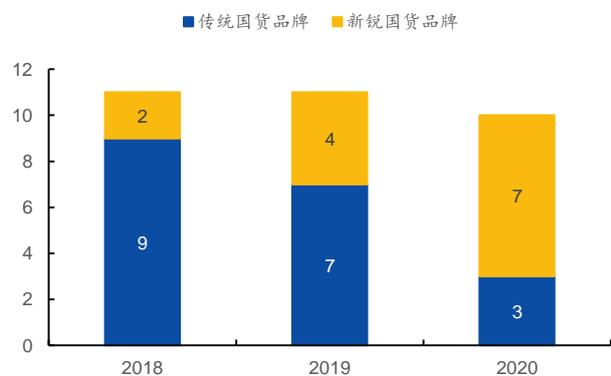
资料来源：爬虫数据，国元证券研究所（注：白色底色为国际品牌，橙色底色为成立于 2015 年以前的传统国货品牌，黄色底色为以线上渠道为主的新锐国货品牌）

图 15: 天猫彩妆成交额 TOP20 国货国际品牌分布



资料来源：爬虫数据，国元证券研究所

图 16: 天猫彩妆成交额 TOP20 国货品牌内部格局分布



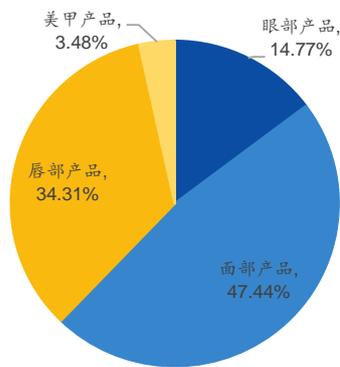
资料来源：爬虫数据，国元证券研究所

2、从品类、定价、渠道、供应链看彩妆赛道

2.1 品类：品类细分化趋势明显，而口红与粉底是必争之地

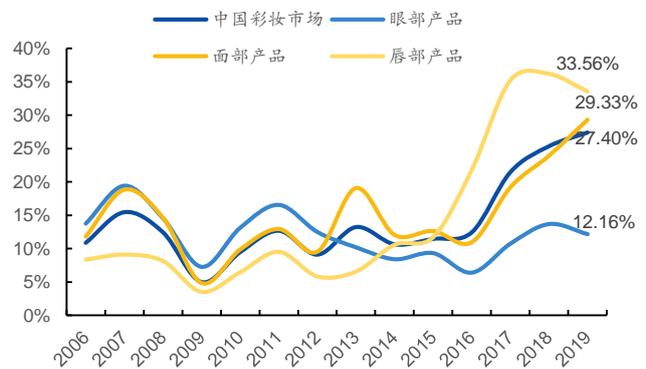
面部产品与唇部两个品类占据彩妆行业超 80% 的份额，其中口红、粉底遮瑕类产品为彩妆板块中的“必争之地”，具有高渗透率+高增速的特性。彩妆品类可细分为面部彩妆、唇部彩妆、眼部彩妆及美甲产品等大类，其中面部彩妆与唇部彩妆为彩妆市场最重要的组成部分，2019 年二者分别占彩妆类目的比例达到 47.44% 与 34.31%。二级细分品类中，唇部产品中的口红、面部产品中的粉底遮瑕类产品为彩妆板块中的明星产品，具有高渗透率+高增速的特性，2019 年口红类目占比达到 28.05%，同比增速高达 36.61%；粉底遮瑕类目占比 17.99%，增速高达 42.86%。此外，散粉、眼影、腮红修容高光三大细分品类目前规模虽然较小，但在 2019 年均实现了超 30% 的快速增长，为高潜力品类。

图 17：2019 年彩妆各细分品类占比



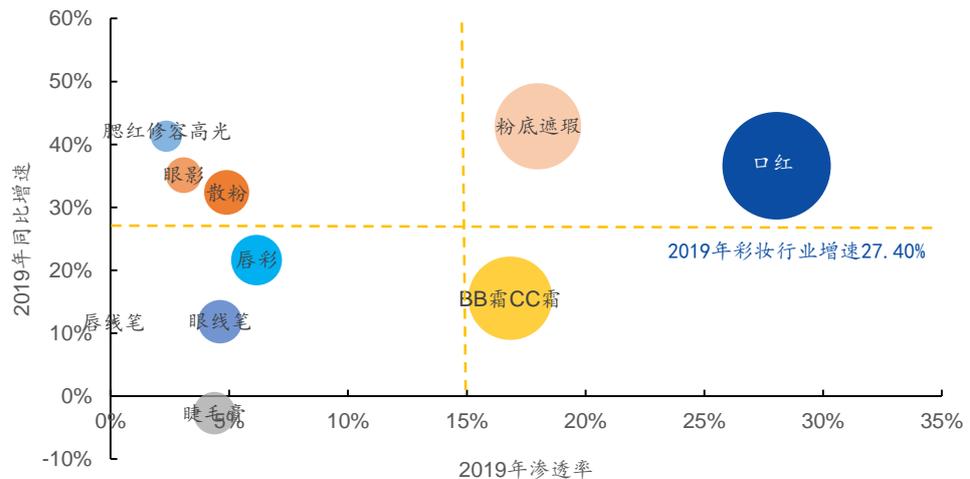
资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 18：2006-2019 年彩妆细分类目增速



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 19：彩妆二级细分品类规模及增长气泡图（图中数据均为 2019 年口径）



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

目前国际品牌在口红、粉底遮瑕等大品类中依然占据优势，新锐品牌主要以眼影、散粉、腮红、修容、高光等高潜力品类作为切入点。传统强势品牌多为国际品牌，均有超过 30 年的历史，多聚焦口红、粉底等规模大、高需求的品类；而国货新锐彩妆品牌多通过高增长的细分品类切入市场，依靠爆品策略成长至一定规模后，开始发力覆盖多品类，并尝试在以口红、粉底液为代表的明星品类中占据一席之地。例如完美日记自 2017 年创立以来，通过眼影盘与口红两大高增长品类为大众熟知，在 2019 年达到约 30 亿的销售规模，2020 年品牌在巩固自身眼影、口红优势的同时，积极发力粉底液、粉饼等品类；花西子 2019 年成功在散粉类目中做到头部位置，此后于 2020 年开始发力打造口红、粉底液、蜜粉饼等品类。而正处于成长期的 colorkey 选择了唇部细分的高增长赛道唇釉作为切入点、彩棠选择面部彩妆中高增速的高光修容品类进行切入，充分利用细分品类的高增长红利，力图实现弯道超车。

表 4：2019 年中国彩妆市场销售额 TOP5 品牌

彩妆市场 2019 年 TOP5 品牌	创立时间	主打品类	主打产品	2019 年品牌销售规模 (亿元)
美宝莲	1917	粉底遮瑕、口红、睫毛膏	fitme 粉底液、橡皮擦持久遮瑕	50.20
迪奥	1947	口红、粉底	烈焰蓝金唇膏、锁妆凝脂恒久气垫	36.38
巴黎欧莱雅	1907	粉底、口红	吸油棒粉底液、小钢笔印迹唇釉	35.06
圣罗兰	1978	口红、粉底	哑光复古小金条、黑管唇釉、恒颜无暇恒久粉底液	27.47
魅可	1985	口红、粉底	尤雾弹唇膏、定制无瑕粉底液、子弹头口红	22.22

资料来源：Euromonitor，品牌官网，天猫，国元证券研究所

表 5：代表性中国新锐彩妆品牌

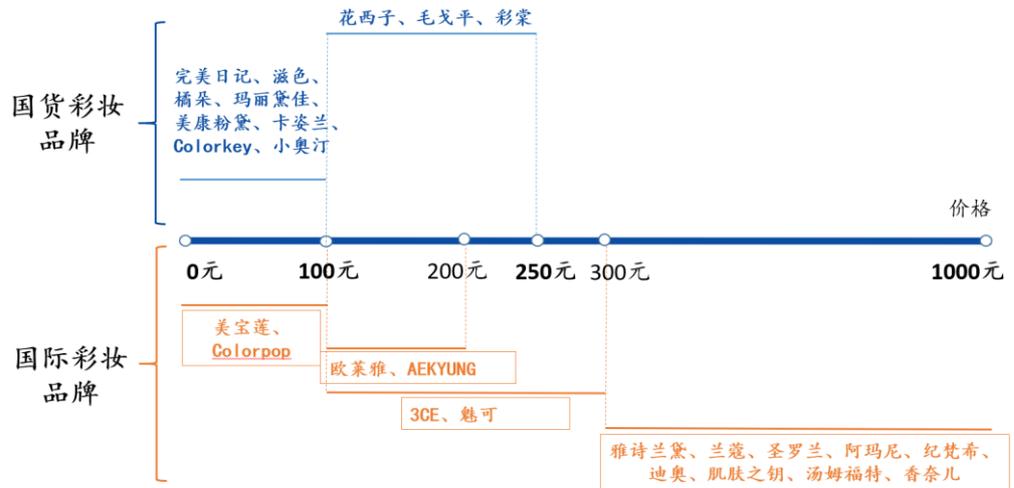
典型新锐国货彩妆品牌	创立时间	主打品类	主打产品	2020 年销售规模预估 (亿元)
完美日记	2017	口红、眼影	天鹅绒金丝绒唇釉口红、动物眼影盘	约 40
花西子	2017	散粉	空气散粉、蚕丝蜜粉饼	约 30
colorkey	2018	唇釉、眉笔	空气唇釉、小黑镜唇釉、小金筷眉笔	约 10
橘朵	2018	眼影、腮红	七巧板玩趣眼影盘、单色腮红	5-10
彩棠	2013/2020 再次发力	高光修容、粉底液	大师高光修容盘、燕窝粉底液	约 1

资料来源：品牌官网，天猫，爬虫数据，国元证券研究所（品牌规模根据公开资料、及爬虫数据估算）

2.2 定价：国货品牌定价集中于百元左右，海外品牌覆盖全区间价格带

国际品牌在不同价格段均有代表性品牌，国产品牌大多立足大众价格带，部分品牌差异化切入中档价格带。若将品牌定价分为大众、中、高三档，大众定价品牌核心产品定价 100 元以下，中档品牌核心产品定价 100-250 元，高档品牌核心产品定价 250 元以上。整体看，国货彩妆品牌定价多集中于 100 元以内，近年来花西子、毛戈平、彩棠等少数品牌尝试 100-250 元中档价格段。

图 20：各彩妆品牌核心价格带对比

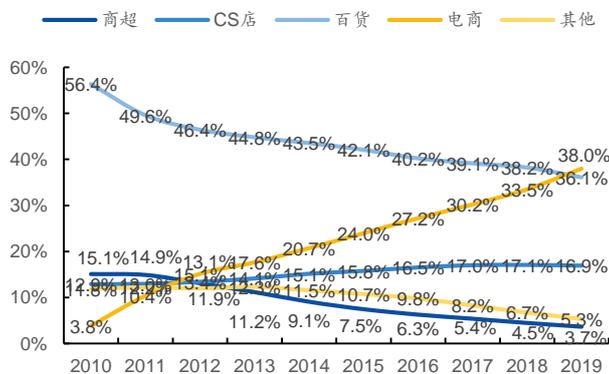


资料来源：各品牌天猫旗舰店，国元证券研究所

2.3 渠道：线上渗透率预计过半，彩妆集合店成为新风口

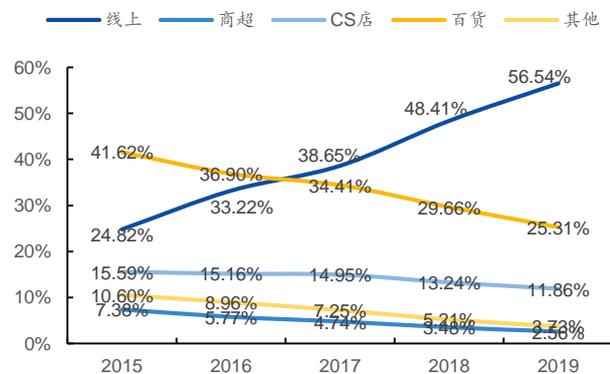
根据我们的测算，目前线上彩妆实际渗透率超 50%，为第一大销售渠道。彩妆销售渠道近几年发生重大变迁，根据欧睿数据，2010 年时百货渠道占据彩妆市场 56% 的份额，在彩妆渠道中处于绝对优势地位，同期深耕百货渠道的美宝莲、欧莱雅在彩妆市场中头部地位稳固。但随着电商的逐渐普及，同时彩妆因其强互动性的特性天然适合线上传播，各大品牌纷纷布局电商，同时新锐彩妆品牌直接从线上渠道起步，共同推动电商渠道快速增长，欧睿口径下电商渠道占比在 2019 年达到 38%。而我们认为实际电商销售占比应该更高，预计中国彩妆电商渠道占比在 2019 年已达到 56.54%。线下渠道中，多数业态受到冲击，百货渠道占比大幅下滑，部分品牌因业绩不佳逐渐开始撤柜，如 2020 年美宝莲宣布退出线下百货柜台渠道，商超渠道景气度也持续走低，仅有化妆品集合店（CS 店）维持较好增长。

图 21：欧睿口径中国彩妆市场分渠道销售占比



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 22：测算中国彩妆分渠道占比



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

2020 年新型线下彩妆集合店成为资本热点，新老玩家纷纷入局打造新型“沉浸式、

体验式”美妆集合店。在彩妆线下市场整体低迷的大环境下，CS店成为增长最快的线下渠道，同时依托互联网崛起的众多彩妆品牌缺乏线下渠道能力，在寻求持续增长路径时对线下渠道拓展有强烈诉求，带来了线下美妆店的大机会点。2019年由知名零售公司KK集团创立的The Colorist开始开店，并在2020年加速扩张，至2020年11月开店数已超过300家；2020年1月由名创优品创始人叶国富投资的彩妆集合店WOW COLOUR开出第一家店，不到一年时间总开店数也达到300家；此外，HARMAY话梅、H.E.A.T喜燃、NOISY Beauty、Only&Write等新型美妆集合店均受到资本与消费者关注。根据草根调研，以国际高端美妆产品为主打的HARMAY话梅单店面积250-500平米，部分单店月收入可达1000万元左右，毛利率25-30%，截至2020年7月已开设的前三家门店均实现盈利。除彩妆集合店外，规模超30亿的完美日记也加大线下门店拓展力度，截至2020年9月已在中国90多个城市开设了超200家线下门店。这类新兴门店区别于传统CS店，更注重设计感与体验感，大都力图打造沉浸式环境，为消费者提供区别于线上的消费及服务体验。

表 6：2020 年关注度高的美妆集合店信息汇总

店铺名称	创立时间	门店数量	创始团队背景	引入的核心品牌	店铺风格
WOW COLOUR	2020年1月	300（截至2020年9月）；2021年目标600家	母公司色界美妆获得赛曼基金战略融资10亿。赛曼创始人叶国富是名创优品联合创始人。	1) 新锐国货：colorkey、橘朵、vnk、girlcult、花知晓、hedone等；2) 国际护品牌的超大美妆集合店。在高颜值、开放式的设计基础上增加更多未来感、科技感的元素。	汇集国货彩妆+国际护肤+海外小众品牌，主打平价+轻奢的新彩妆集合平台；有网红打卡彩虹墙“美妆蛋墙”和“口红墙”。
The Colorist	2019年10月	300+（截至2020年11月）	母公司KK集团（广东快客电子商务有限公司）。	1) 新锐国货：橘朵、稚优泉、卡婷、滋色等；2) 美国、日韩、泰国开价品牌：Wet n wild、physicians formula、UNNY、Kiss me、canmake、Mistine等	主打平价+轻奢的新彩妆集合平台；有网红打卡彩虹墙“美妆蛋墙”和“口红墙”。
HARMAY 话梅	2017年5月	5家（北京、上海两家、香港、成都，截至2020年10月）	创始人王俊超有多年电商行业从业经验；吴幽2013年与薛蛮子共同成立了K天使创投，有多年美妆与电商行业从业经验。	1) 独家世界精品品牌 SG79 STHLM、LONDON、GRAINE DE PASTEL等；2) 代理了一些国外小众品牌奥伦纳素、德美乐嘉等。3) 大牌单品及大牌小样。	以场景美学和沉浸式体验探索美好生活；采用仓储式货架；通过大量大牌小样吸引眼球。货架错落有致，导视设计以简单的图形、文字为主，货架和展柜参照百货超市。
H.E.A.T 喜燃	2020年7月3日	8家（截至2020年12月24日）	创始人施启伟为原小红书电商负责人	重点集合新锐国潮品牌和海外小众品牌；目前门店彩妆品类占比45%，包括小奥汀、橘朵、完美日记等；深度合作品牌包括薇诺娜、HFP、谷雨等	注重沉浸式体验，门店采用极简低调风格，并设有化妆技巧与专业知识的BA和服务体验区域。
NOISY Beauty	2018年1月	20+家（截至2020年3月）	创始人 Alex，曾在华为全球行销、复星昆仲（VC）、厚朴投资工作	精准定位中端美妆市场，主要涵盖了护肤、彩妆、个护等五大核心品类。	定位中端美妆市场，打造一站式“美妆乐园”；门店分为次主力店（50平米）、主力店（150平米）和潮流概念店（300平米）三类。
Only&Write	2019年7月	5家（截至2020年12月）	创始人周建雷为美妆连锁CS店橙小橙创始人	彩妆区涵盖了当红国货品牌和小众国外品牌；小样区拥有各大品牌的小样产品；还有香水区和护肤区。	打造沉浸式的文化体系，杭州嘉里中心开设了“宇宙星际”概念店，采用了极具科技未来感的装潢设计。

资料来源：公司官网，品观公众号，36氪，国元证券研究所

2.4 供应链：彩妆代工体系成熟，新品开发周期可缩短至 1-3 个月

新锐彩妆品牌快速崛起的背后，离不开国内成熟的彩妆供应链支持，国内彩妆代工产业发达且运作灵活。彩妆品牌的爆发性强、消费需求量大、推陈出新的速度快，对产品的生产能力及反馈速度要求很高，因此国内外彩妆品牌基本均有采取委托代工的方式进行生产。从国家药品监督管理局的登记信息来看，以完美日记、花西子、橘朵等为代表的彩妆国货品牌，以及以美宝莲和欧莱雅为代表的国外彩妆国货品牌均与多个代工厂进行合作。目前国内头部彩妆代工厂包括科丝美诗、莹特丽、上海臻臣、臻信生物、苏州安特等，同一个代工厂往往同时为多个品牌服务和生产产品，如科丝美诗同时为完美日记、花西子、Colorkey、橘朵、小奥汀和美宝莲等多个品牌进行委托加工。

表 7：国内头部彩妆代工厂及其规模、品类、合作品牌

国内头部彩妆代工厂	行业地位/企业规模	主要代工品类	合作品牌
莹特丽中国	在中国设有 4 家独立公司，为中国最大的彩妆代工厂，2019 年中国收入约 10 亿元	彩妆(粉类、睫毛膏、眼线笔、唇膏、指甲油、粉底)、护肤	欧莱雅，雅诗兰黛，宝洁，科蒂，资生堂，雅芳，露华浓，花王，香奈儿等
科丝美诗中国	2019 年中国业务收入 28.5 亿元；2015 年销售额在全世界化妆品 OEM/ODM 行业中居首位	护肤(化妆水、乳液、膏霜、面膜、清洁类、精华) 彩妆(粉底遮瑕、蜜粉粉饼、眼影、睫毛膏、眼线、口红、妆前乳) 头发护理、功能性(防晒、美白)	欧莱雅、宝洁、联合利华、兰蔻、雅诗兰黛、资生堂、百雀羚、自然堂、卡姿兰等
上海臻臣	2017 年，臻臣的营收位居中国本土彩妆代工企业第一位；销售规模 5 亿左右	彩妆(唇膏、唇彩、粉饼、眼影、睫毛膏、粉底液等)	欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁、玉兰油、完美日记、小奥汀、橘朵

资料来源：公司公告，国家药品监督管理局，国元证券研究所

表 8：主要彩妆品牌及其代工厂

品牌	代工厂
完美日记	科丝美诗、臻信生物科技、华盛、蔻丝恩、臻臣、莹特丽、瀛彩、安诺科斯
花西子	科丝美诗、创元、永青、永力笔业、蔻诗曼嘉、欧润、安诺科斯、诺斯贝尔、索望、臻臣、华盛、臻信生物科技
橘朵	家诺华、麻沼、丽鑫生技、科丝美诗、东色日化、科维斯日化、臻臣、莹特菲勒
小奥汀	臻信生物科技、科丝美诗、臻臣、韵菲诗、中山中研、笔匠、安诺科斯、神采、丽鑫生技
美宝莲	丽鑫生技、创元、天美、尚美、西西艾尔、莹特丽、科丝美诗
欧莱雅	西西艾尔、尚美、爱美斯、栋方生物科技
圣罗兰	莹特丽、科丝美诗
兰蔻	莹特丽、科丝美诗

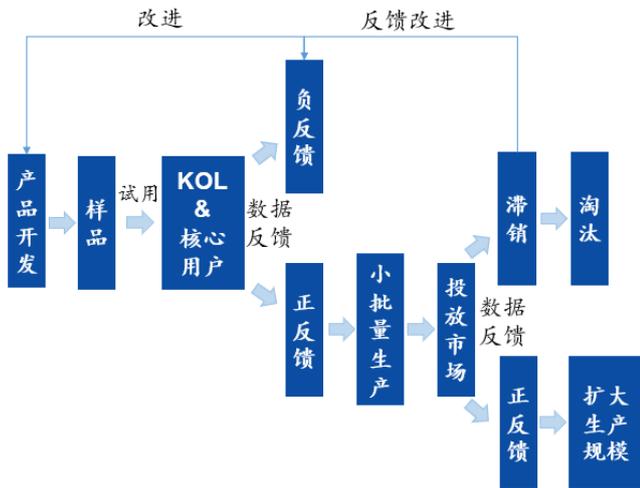
资料来源：国家药品监督管理局，公司公告，国元证券研究所

大数据驱动+代工厂柔性生产，彩妆产品开发周期可缩短至 1-3 个月。过去全球市场上的美妆品牌产品开发周期通常超过 1 年，而最先引领美妆快文化潮流的韩妆研发周期也达到 4-6 个月。近年来，互联网模式下品牌与消费者实现直接沟通，数据反馈也更加直接，叠加代工厂与品牌方灵活的 OEM、ODM 合作模式，国内彩妆新品开

发周期被进一步缩短至 1-3 个月。以完美日记在 2020 年 2 月底新推出的小狗盘眼影为例，这一产品与李佳琦宠物 Never 的合作在 2019 年 12 月末敲定，在 2020 年 2 月末上线，整个流程仅用时约 2 个月。初创品牌只要有想法、会营销、懂运营，就可以依靠代工，以轻资产的模式迅速扩张。

图 23：数字化柔性供应链生产流程

图 24：完美日记新品开发案例



资料来源：国元证券研究所

资料来源：李佳琦直播间，完美日记官方旗舰店，国元证券研究所

3. 剖析完美日记、花西子与彩棠，看新锐品牌成长路径

2017-2020 年为新锐国货彩妆品牌成长的窗口期，新品牌借助电商、短视频、直播迅速崛起并扩大体量，总结来看新锐品牌大多遵循“将高潜力单品打造成爆品，后累计第二、第三单品，通过高投放高声量推动品牌认知”的成长路径。互联网环境下，新锐品牌依靠电商平台、社交媒体等媒介，使营销与产品均能快速触达到广泛的消费者群体，在短时间内实现品牌规模的提升与认知的塑造。近几年依托电商迅速崛起的新锐品牌大都经历了以下路径：1) 选择几个高增长或市场相对空白的潜力品类，分别推出几款产品进行小范围营销投放。2) 小范围试错并对产品进行迭代后，选定 1-2 个核心产品进行大规模投放，将其打造成具有代表性的爆款产品（爆品评价标准通常为天猫平台细分品类 TOP3 单品）。3) 结合明星、KOL（包括超头主播）、IP 合作等方式，快速放大品牌影响力。4) 持续快速推新，打造第二、第三爆品，强化消费者心智并完善产品矩阵。

图 25：新锐彩妆品牌成长路径



资料来源：国元证券研究所

以完美日记与花西子两大新锐品牌为例，虽然二者依托的流量红利有所差异，但二者的成长路径均离不开“爆品打造”及“流量红利超前把握”。完美日记自 2017 年成立之初就聚焦眼妆、唇妆两大品类，推出多个 SKU 进行尝试；2018 年起集中发力眼影、口红、唇釉细分品类，重点通过小红书推广新品光影星河九色眼影/小黑钻口红/哑光唇釉，并官宣首位唇妆代言人朱正廷，实现教科书般的流量明星带货效果。2019 年重点推出十二色动物眼影盘、反重力唇釉、小金钻口红，打造新爆品并强化品牌在眼影与唇妆品类的市场地位，营销端全面利用小红书、抖音、淘宝直播等新兴社交媒介，实现品牌的全面增长。而花西子早期（2017-2018 年）曾在口红、眉笔、CC 气垫、散粉等品类进行产品尝试，于 2019 年聚焦空气蜜粉与雕花口红两大单品，通过抖音短视频投放、以及绑定淘宝直播超头主播李佳琦，成功将“花西子空气蜜粉”打造成为天猫散粉品类排名第一的爆品。2019 年 5 月起，花西子陆续签约鞠婧祎、杜鹃、周深为品牌代言人/大使，并于 2020 年推出苗族系列产品等，多重努力塑造“中国风”品牌形象。在散粉赛道占据头部地位后，花西子陆续打造出眉笔、卸妆湿巾、蜜粉饼、雕花彩妆盘等多个小爆品，深化品牌认知并推动品牌持续增长。

图 26：完美日记、花西子品牌发展路径梳理



资料来源：品牌官网，品牌微博，国元证券研究所

3.1 逸仙电商——新型头部互联网美妆集团

3.1.1 公司概况——聚焦 DTC 模式的新锐国货彩妆龙头

逸仙电商通过颠覆式的 DTC 模式、超低加价倍率，在 3 年内就将完美日记打造为中国线上头部彩妆品牌，后通过对小奥汀的收购、对完子心选的孵化等，成为国内头部互联网美妆集团。完美日记母公司逸仙电商成立于 2016 年，于 2017 年上线第一个彩妆品牌完美日记，通过对电商平台、互联网社交媒体的精细化运营，以及对上游供应链的整合，完美日记取得了爆发式的增长，在 2019 年拿下天猫双十一彩妆类 Top1。2019 年公司整体收入 30.31 亿元，其中完美日记单品牌收入 29.60 亿元。2019 年 6 月，逸仙电商收购了以天然、安全的指甲油起家的品牌小奥汀，并将其重定位为引领潮流的综合性彩妆品牌。2020 年 6 月，逸仙电商自主孵化护肤品牌完子心选。同年 10 月，公司公告拟收购法国 Pierre Fabre 旗下高端护肤品牌 Galénic。融资方面，2016 年创立不久公司即获得真格基金、弘毅创投天使轮投资；2018 年 5 月获得高榕资本 A 轮融资；2019 年 9 月获得高瓴资本、红杉资本、CMC 资本融资；2020 年 4 月、9 月分获 1 亿美元、1.4 亿美元两轮融资；2020 年 11 月公司成功 IPO，募集资金 6.17 亿美元。

图 27：逸仙电商及其品牌发展历程



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

公司当前矩阵中涵盖 4 个美妆护肤品牌，其中彩妆为强势品类，护肤为重点拓展方向。公司在 2017-2019 年以运营完美日记为主，并且重点聚焦彩妆品类，2019 年公司新收购的品牌小奥汀同样定位彩妆品类，且在营销端复制了完美日记的思路，2020 年小奥汀凭借眼线笔、睫毛膏等多款爆品实现爆发式增长，2020 年 9 月小奥汀已成为天猫彩妆类目成交额第五名。预计 2020 年完美日记与小奥汀两大彩妆品牌仍贡献公司超 90% 的收入。2020 年起，公司一方面自主孵化平价护肤品牌完子心选，另一方面通过收购，获得具备良好品牌背景的中高端护肤品牌 Galénic。整体看，公司在维持自身在彩妆类目的优势地位的同时，积极拓展护肤类目，逐渐形成涵盖不同品类、不同定位品牌的综合性美妆集团。

表 9：逸仙电商旗下品牌

品牌	品牌 LOGO	成立时间	品牌定位	主打品类	价格带	SKU 数量 (截至 2020Q9)	品牌规模
完美日记		2017	大众时尚彩妆	眼妆、唇妆、底妆、卸妆等	29.9~129.9	1363	2019 年 29.60 亿, 2020M1-9 26.11 亿
小奥汀		2013 创立/2019 年收购+重定位	引领潮流的彩妆	眼妆、唇妆、腮红等	59~150	402	二者合计 2019 年 0.71 亿, 2020M1-9 6.61 亿
完子心选		2020	温和舒缓的大众护肤品	面膜、水乳霜等	49.9~169.9	594	6.61 亿
Galénic		1970s 创立/2020 年拟收购	高端护肤	水乳霜等	299~599	135	当前未正式进入中国

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

三位合伙创始人为中山大学校友，且均具备丰富的电商从业经验。公司创始人兼 CEO 黄锦峰 2007-2010 年曾就职于宝洁，担任市场研究经理；后于 2011-2016 年就职于御家汇担任 COO，具备深厚的快消品+电商基因。另外两位合伙人陈宇文、吕建华均曾在以纯集团担任电商部门高管，同样具备电商经验。2020 年公司引入原唯品会

CFO 杨东皓担任公司 CFO。

表 10：逸仙电商高管及其履历背景

姓名	职位	履历背景
黄锦峰	董事会主席, CEO	2007 年获得中山大学国际经济与贸易学士学位, 并于 2017 年获得哈佛商学院的 MBA 学位。2007-2010 年曾就职于宝洁, 担任市场研究经理; 2011-2016 年担任御家汇 COO。
陈宇文	COO	2014 年获得中山大学 MBA 学位。2007-2013 年在广东证券股份有限公司担任投资经理, 2013-2016 年曾在以纯集团担任电子商务部总经理。
吕建华	首席销售官	2009 年获得中山大学物流管理学士学位。2009-2012 年在广州海达集团担任物流经理, 2012-2016 年曾在以纯集团担任电子商务总监。
杨东皓	CFO	1993 年获得南开大学国际经济学学士学位, 并于 2003 年获得哈佛商学院的 MBA 学位。2011-2020 年曾担任唯品会 CFO, 曾在多家公司担任高级行政和管理职务。
黄宣德	独立董事	目前是京东集团的高级顾问, 2013-2020 年担任京东集团 CFO。此前先后担任八百拜中国有限公司 (2004-2005)、东南融通金融技术有限公司 (2005-2006) 和文思信息(2006-2013)CFO。曾在纽约 KPMG 担任审计经理, 曾在纽约任职于花旗集团投资银行部。

资料来源: 招股说明书, 国元证券研究所

公司采用同股不同权的组织架构, 创始团队把握多数投票权。创始人团队黄锦峰、陈宇文、吕建华三人分别持股占比为 25.26%、7.59%、3.47%, 合计持股比例 36.31%, 由于三位创始人持有表决权占比高的 B 类股 (一股享有 20 票投票权), 股合计表决权权重高达 91.90%, 其中黄锦峰一人表决权权重达 63.76%, 拥有绝对话语权。此外, 其他持股比例 5% 以上的股东还包括机构投资者高瓴资本、真格基金、高榕资本。

表 11：逸仙电商主要股东持股情况

	此次发行后股东持股情况			
	A 类普通股	B 类普通股	持股占比	表决权比重
黄锦峰	5,736,314	666,572,880	25.26%	63.76%
陈宇文	-	201,982,762	7.59%	19.31%
吕建华	-	92,296,964	3.47%	8.82%
创始团队合计	5,736,314	960,852,606	36.31%	91.90%
主要机构投资者:				
高瓴资本	334,266,734	-	12.56%	1.60%
真格基金	254,121,144	-	9.55%	1.21%
高榕资本	222,785,737	-	8.37%	1.07%

资料来源: 招股说明书, 国元证券研究所

员工构成方面, 客服类人员合计占比超 65%, 数据与技术工程师超 200 人。截至 2020 年 9 月末, 逸仙电商共有员工 3355 人, 其中线上销售与客服人员、线下美容顾问占比分布达到 31.48% 与 35.65%, 主要由于公司旗下品牌以线上直销为主, 通过天猫、微信等电商平台需直接触达消费者, 此环节需要布局大量销售和客服; 同时, 2019 年完美日记大力拓展线下渠道, 至今已打造 200+ 线下体验店, 店内需要布局专业美容顾问。此外, 公司在数据与 IT 方面也配置了大量技术工程师, 至 2020Q3 共有 211 人, 占总员工数量的 6.29%。数据和技术工程师的大量布局, 有助于公司高效捕捉用户行为数据, 通过大数据并反向赋能研发-生产-营销-销售-售后全流程。研

发端可以把握用户需求和时尚潮流趋势，进行产品开发，根据招股说明书，公司能在6个月内完成从概念设计到线上发布的新品周期，显著快于同行业公司；生产端可以根据销售情况制定生产计划；营销端可通过提取用户画像并据此精准投放；销售端可根据消费者习惯偏好进行适时触达。

表 12：逸仙电商员工分布情况

功能	在职员工人数	百分比
配方研发、产品开发和供应链	113	3.37%
营销	249	7.42%
在线运营	183	5.45%
新零售业务发展与管理	81	2.41%
数据和技术工程师	211	6.29%
网上销售和客户服务	1056	31.48%
离线美容顾问	1196	35.65%
其他	266	7.93%

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

3.1.2 财务分析——收入持续放量，短期战略性亏损，依靠融资快速扩张

公司零售额与营业收入处于持续放量，2017-2019 年仅 3 年时间收入规模超 30 亿。2018、2019、2020Q1-Q3 逸仙电商零售额（以终端零售规模计算）分别为 8 亿元、35 亿元、38 亿元，2019 年与 2020Q1-3 同比增速分别为+363.70%与+70.20%，2020 年主要由于上半年受到疫情影响，增速有所放缓，但增长势头仍然强劲。由于公司以 DTC 销售模式为主，经销、代理模式占比很低，公司营业收入规模与零售额规模接近。2018、2019、2020 Q1-Q3 分别实现营业收入 6.35 亿元、30.31 亿元、32.72 亿元，2019 年与 2020Q1-Q3 分别同比增长+377.11%与 73.20%。

图 28：逸仙电商零售额及增速

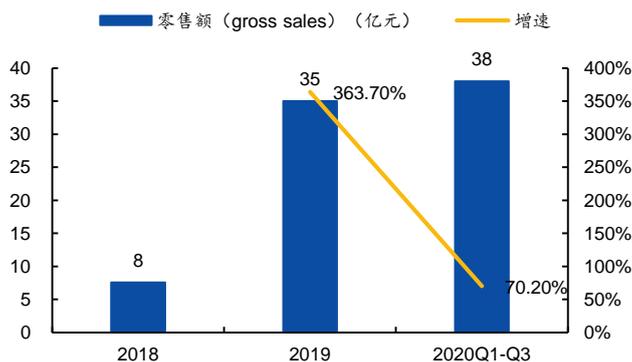
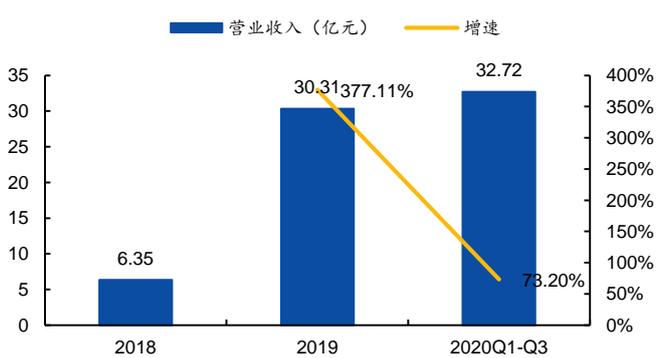


图 29：逸仙电商营业收入及增速



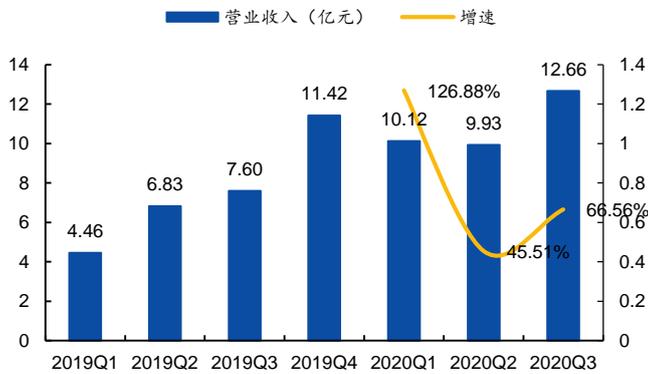
资料来源：招股说明书，国元证券研究所

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

分季度看，四季度由于大促活动集中销售，单季度收入占比超 35%。2019 年 Q1 至 Q4 公司营业收入稳步上升，2019 年 Q4 由于双十一、双十二等电商大促活动的集中销售效应，营收占比达到 37.68%。2020Q1 公司营业收入超过 10 亿，同比增长 126.88%，受疫情影响较小，主要由于公司营收基本依赖线上渠道（2019 年 90%以

上的营收来自于线上)，而疫情加速了线上渗透，线下销售部分向线上转移。2020Q2 由于疫情导致外出减少，彩妆销售受到压制，营收增速有明显下滑。Q3 疫情得到有效控制，公司增速有所恢复。

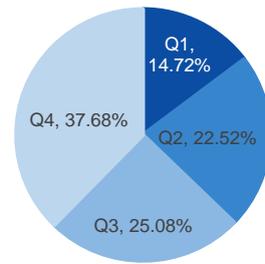
图 30：逸仙电商各季度营业收入



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

图 31：逸仙电商 2019 年各季度营业收入占比

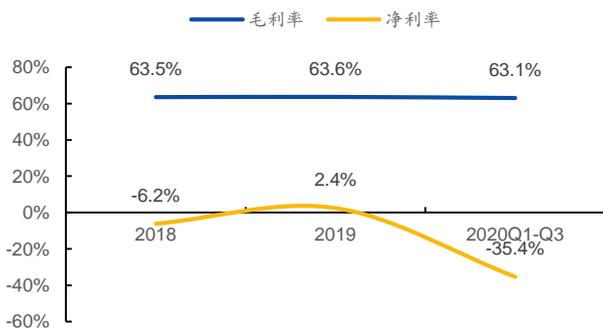
2019 年各季度营业收入占比



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

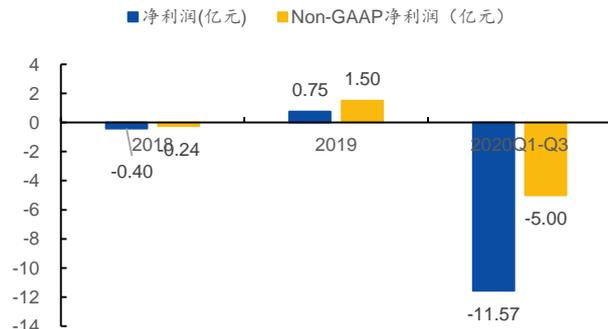
毛利率稳定在 63% 左右，2019 年盈利转正，2020 年受疫情+新品牌投入影响净利率承压。公司旗下主品牌完美日记主要采用 DTC 的短链路销售模式，主打低加价率、高性价比产品，因此公司毛利率处于行业中等水平，2018 年以来稳定维持在 63% 左右。净利率方面，逸仙电商采用互联网公司发展思路，前期通过高营销投入拓展规模，抢占市场份额，因此近几年公司销售费用投入较高，整体盈利能力较弱。2018 年公司净亏损 0.40 亿元；2019 年盈利转正，实现净利润 0.75 亿元；2020Q1-Q3 公司净亏损额达到 -11.57 亿元，主要由于疫情影响下为保持销售所需营销投放增加、同时公司对小奥汀跟完子心选两大新品牌初期投入较大，致使销售费用显著提升；此外股权激励费用从 2019 年 0.56 亿元增加到 2020 前三季度 6.57 亿元，带动管理费用大幅提升，均对净利润产生短期负面影响。

图 32：逸仙电商毛利率与净利率



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

图 33：逸仙电商净利润（亏损）与 Non-GAAP 净利润



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

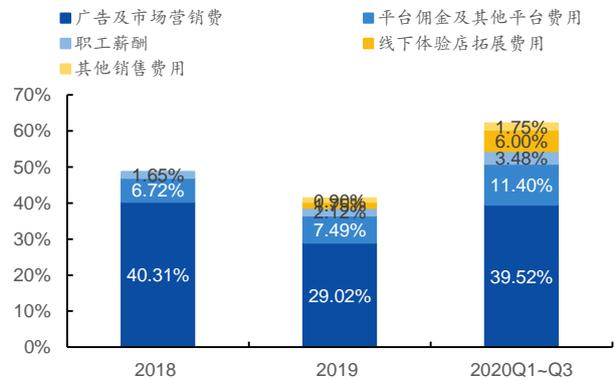
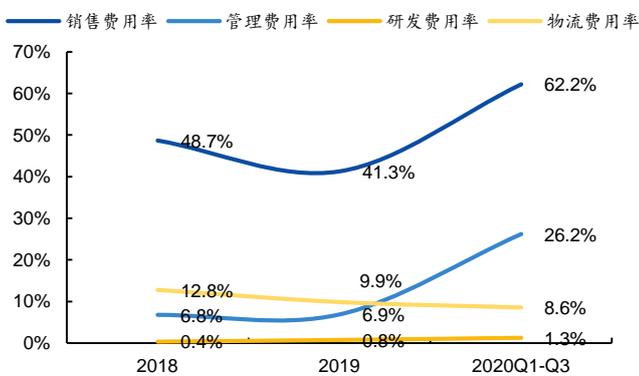
2020 Q1-Q3 受新品牌投入、线下多渠道拓展、股权激励费用增加等影响，销售费用率与管理费用率均处于高位。2018、2019、2020Q1-Q3 公司销售费用率分别为 48.7%、41.3%、62.2%，其中 2019 年销售费用率与同行线上业务占比较高的公司相近，但

2020Q1-3 销售费用率大幅提升，主要由于：1) 小奥汀、完子心选两大新品牌均处于孵化期，需要较高的营销推广投入；2) 主品牌完美日记需要持续的营销投入；3) 为应对疫情带来的彩妆市场低迷、及主要平台投放 ROI 的下滑，公司广告、营销和品牌推广支出增加，整体拉动期内广告及市场营销费率较 2019 年全年提升 10.5pct；同时，公司产品在电商平台与内容平台的推广与销售体量均有提升，平台服务费率较 2019 年全年提升 3.91pct；此外，2020 年公司线下门店拓展加速，线下体验店拓展费率提升至 6.00%。

公司管理费用率也由 2019 年的 6.9% 提升至 2020 前三季度的 26.2%，主要由于股权激励费用由 2019 年 0.56 亿元增加到 2020 前三季度 6.57 亿元，剔除股权激励费用后管理费用率为 6.11%，与 2018、2019 年基本持平。

图 34：逸仙电商期间费用率情况

图 35：销售费用占营业收入比例拆分



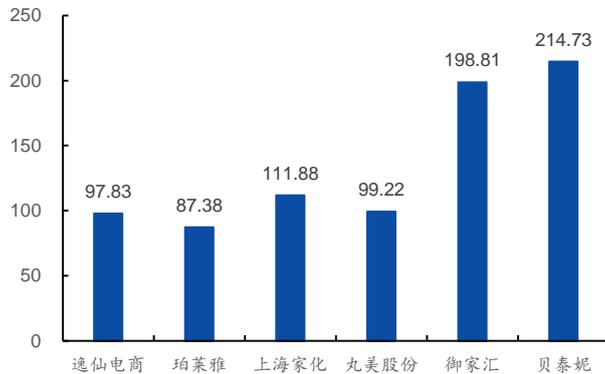
资料来源：招股说明书，国元证券研究所

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

2019 年公司存货周转天数为 97.83 天，与珀莱雅、丸美股份、上海家化等上市公司相近，显著快于御家汇、贝泰妮等同样以线上为主的化妆品公司，体现出公司较强的供应链管理能力和运营效率。

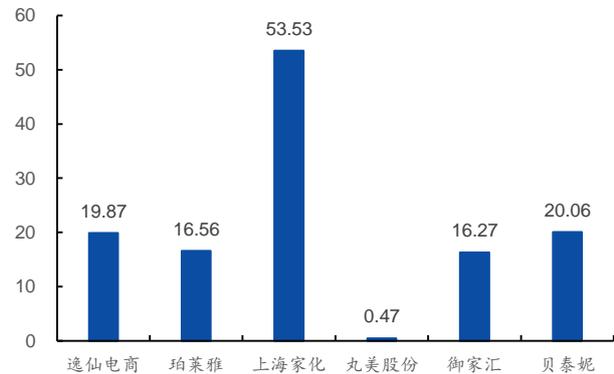
2019 年公司应收账款周转天数为 19.87 天，回款速度较快。应收账款周转情况主要受到下游渠道和销售模式的影响，逸仙电商以 DTC 销售模式为主，中间经销商环节少，应收账款周转较快。同业公司中，丸美和珀莱雅以经销为主，采用先款后货的模式，对应的周转较快，周转天数分别为 0.47、16.56 天；御家汇与贝泰妮线上直营销售占比较高，对应应收账款周转也较快；上海家化由于覆盖八大渠道，下游经销商等均存在信用账期，因而周转天数较高，达到 53.53 天。

图 36：2019 年逸仙电商与同业公司存货周转天数



资料来源：招股说明书，Choice，国元证券研究所

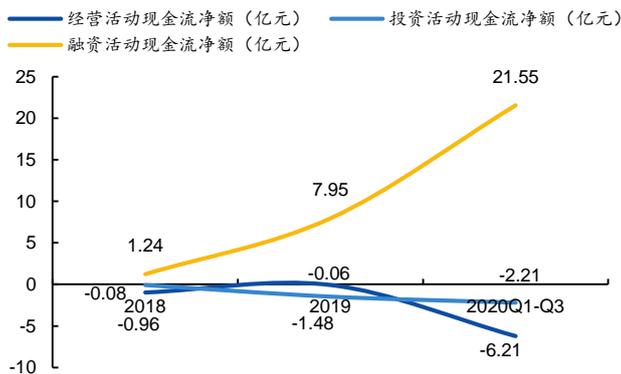
图 37：2019 年逸仙电商与同业公司应收账款周转天数



资料来源：招股说明书，Choice，国元证券研究所

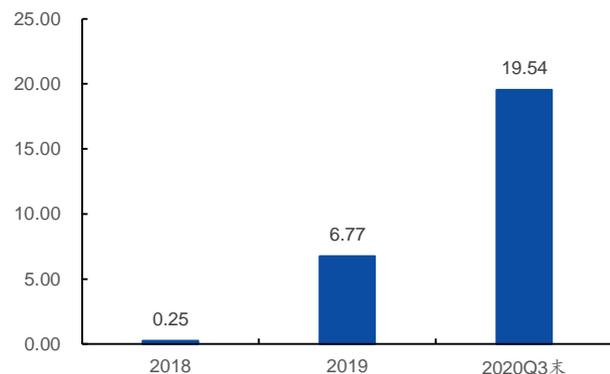
公司目前处于投入期，经营活动现金流持续为负，主要依赖融资进行业务扩张。公司 2018、2019、2020Q1-Q3 经营活动现金流分别为-0.96、-0.06、-6.21 亿元，处于烧钱投入的成长阶段。融资活动产生的现金流净额分别为 1.24、7.95、21.55 亿元。截至 2020 年 3 季度末，公司的现金及现金等价物达到 19.54 亿元。

图 38：经营活动、投资活动、融资活动现金流



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

图 39：逸仙电商现金及现金等价物

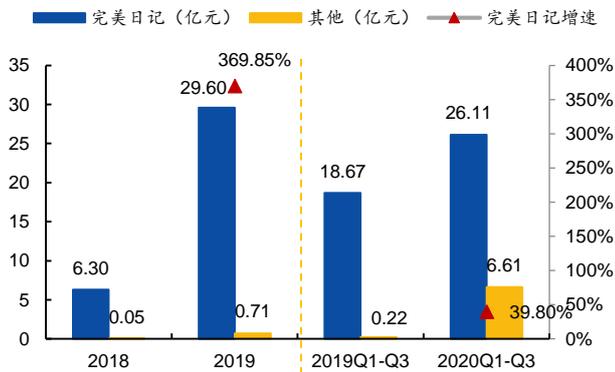


资料来源：招股说明书，国元证券研究所

3.1.3 公司业务拆分——彩妆为优势品类，2020 年逐步提高护肤占比

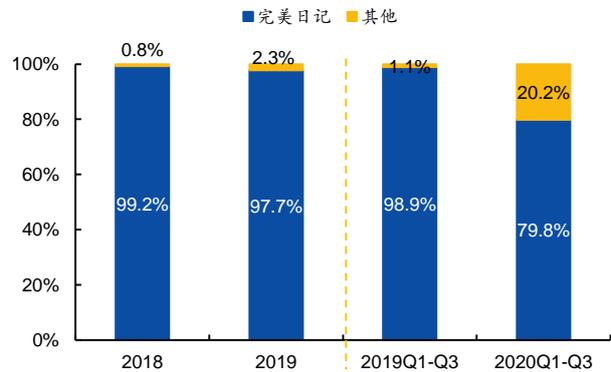
分品牌看，2017-2019 年公司收入主要依赖主品牌完美日记，2020Q1-Q3 随着新品牌小奥汀、完子心选的快速放量，完美日记营收占比下降至 79.8%。2020 年以前公司聚焦完美日记主品牌的打造，仅用三年时间，2019 年完美日记收入即达到 29.60 亿元，同比增长 369.85%；2020Q1-Q3，在上年品牌大基数叠加疫情影响下，增速下滑至 39.80%，仍快于行业平均。2020 年公司在新品牌的孵化上加大力度，一方面对 2019 年中收购的指甲油品牌小奥汀进行重定位，将其打造成以眼妆（眼线笔、睫毛膏）为主打的中端彩妆品牌；另一方面推出大众护肤品牌完子心选（Abby's choice），填补护肤市场空白，2020Q1-Q3 小奥汀与完子心选收入合计超 6 亿元，新品牌收入占比约达到 20%。2020 年 10 月末公司公告收购法国皮尔法伯集团旗下高端护肤品牌 Galénic，持续拓展品牌矩阵。

图 40：逸仙电商分品牌拆分营业收入



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

图 41：逸仙电商分品牌营业收入占比

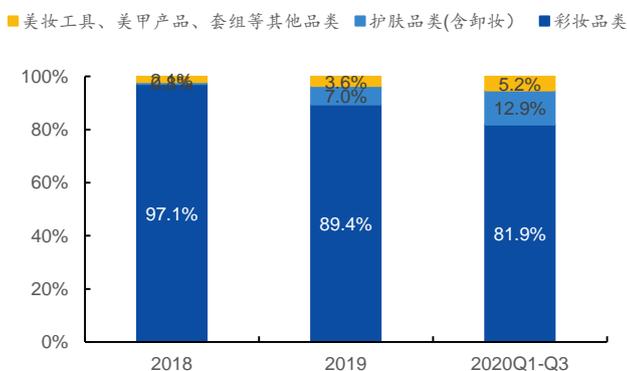


资料来源：招股说明书，国元证券研究所

分品类看，彩妆为公司优势品类，零售额占比 80%+，其中眼妆、唇妆为重点品类，合计占比超 60%。公司从彩妆品类起家，2018 年彩妆品牌占比高达 97.10%，后续随着公司的多品类扩张，彩妆占比略有下滑，至 2020Q1-Q3 为 81.9%。2018 年起完美日记开始开拓护肤类目，2019 年打造出白胖子卸妆水这个爆款产品，拉动公司护肤类目占比提升，2020 年公司推出功效型护肤品牌完子心选，推动公司护肤品类零售额占比提升至 12.9%。

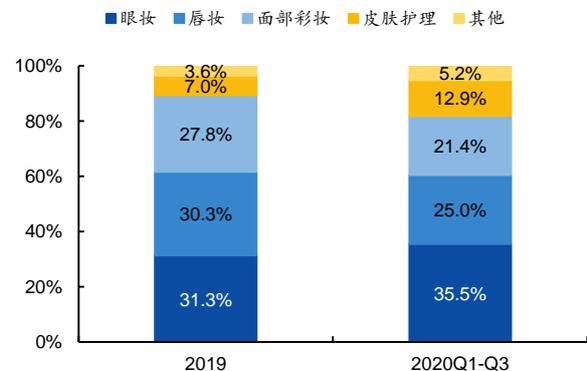
彩妆品类可进一步细分为眼妆、唇妆、面部彩妆，眼妆是完美日记与小奥汀的主打品类，2019 年、2020Q1-Q3 零售额占比分别达到 31.3%与 35.5%，呈上升趋势。其中完美日记以眼影类目为主打，小奥汀以眼线笔与睫毛膏为主打，二者差异竞争，共同抢占市场份额。唇妆是公司第二大品类，2019 年零售额占比也达到 30.3%，但 2020 年前三季度下滑至 25.0%，一方面由于上半年新冠疫情抑制口红唇釉消费，另一方面公司在四季度才推出小细跟口红这一重磅唇部产品，故前三季度占比相对较低。面部彩妆为公司第三大品类，2019 年、2020Q1-Q3 分别占公司总零售额的 27.8%与 21.4%，其中公司在高光（笑脸高光）、腮红（奶酪腮红）、粉饼（羽缎粉饼）等细分品类均有小爆品推出。

图 42：逸仙电商分品类零售额占比



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

图 43：二级细分品类零售额占总零售额比例

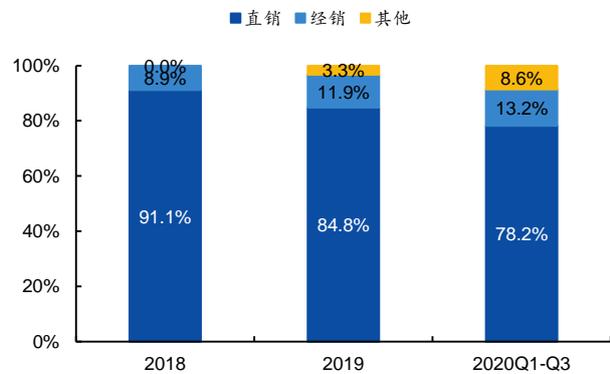
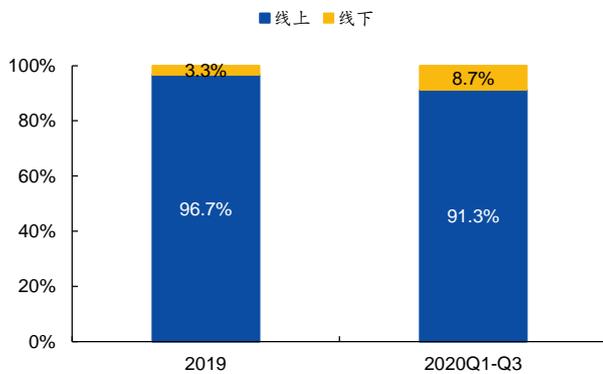


资料来源：招股说明书，国元证券研究所

分渠道看，电商是公司主要销售渠道，占比 90%+，2019 年起开始拓展线下体验店，截止 2020 年三季度末线下开店数量超 200 家。公司通过电商渠道起家，2018 年公司销售主要集中在网上，2019 年 1 月起公司开始拓展线下直营体验店，至 2020 年三季度末线下开店数量超 200 家，推动线下销售占比于 2020Q1-Q3 提升至 8.7%。销售模式上，公司主打 DTC 模式，故主要通过天猫店铺、微信商城等电商平台直接销售，直销模式 2018、2019 年销售占比分别达到 91.1%与 84.8%，2020Q1-Q3 略有下降至 78.2%。分销模式主要的销售对象是以京东、唯品会为代表的电商平台，2018、2019、2020Q1-Q3 公司分销收入占比分别为 8.90%、11.90%、13.20%，呈上升趋势。此外，其他模式主要包含公司通过线下体验店实现的销售，这一模式自 2019 年开始铺设以来，2020Q1-Q3 收入占比已达到 8.6%。根据公司的经营理念，未来销售模式仍将以 DTC 在线渠道为主。

图 44：逸仙电商线上线下渠道占比

图 45：逸仙电商各销售模式收入占比



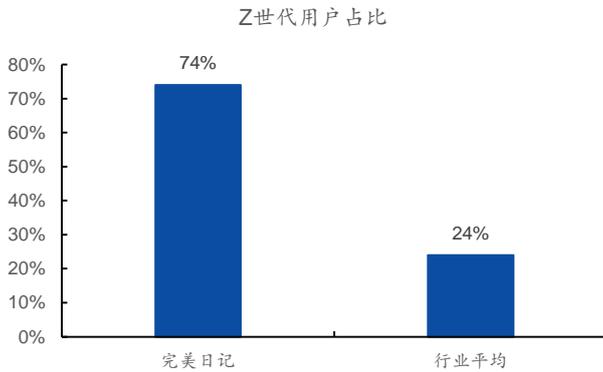
资料来源：招股说明书，国元证券研究所

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

3.1.4 用户概况——DTC 用户数持续增长，数据化赋能拉动客单价与复购率提升

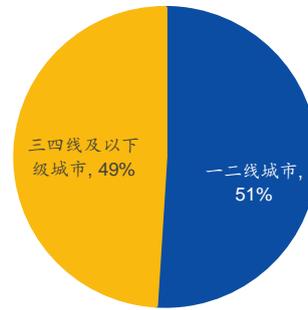
逸仙电商 74% 用户为 Z 世代（1996-2009 年间出生的人群），51% 的用户来自一二线城市。公司主品牌完美日记定位大众时尚彩妆，主要目标群体为 Z 世代与千禧一代的年轻人群，其中 Z 世代用户占比高达 74%，显著高于行业平均的 24%。同时，公司在推出新品牌时通过差异化定位向两端拓展目标群体，如小奥汀价格定位略高于完美日记，重点覆盖更加精致且价格敏感度更低的年轻女性；完子心选则侧重于覆盖更加年轻的学生用户。城市覆盖上，公司在各级城市的覆盖比较平均，根据 CIC 消费者调查，约 51% 的客户来一二线城市，其余客户来三四线及以下级城市。

图 46: 逸仙电商 Z 世代用户占比



资料来源: 招股说明书, CIC 报告, 国元证券研究所

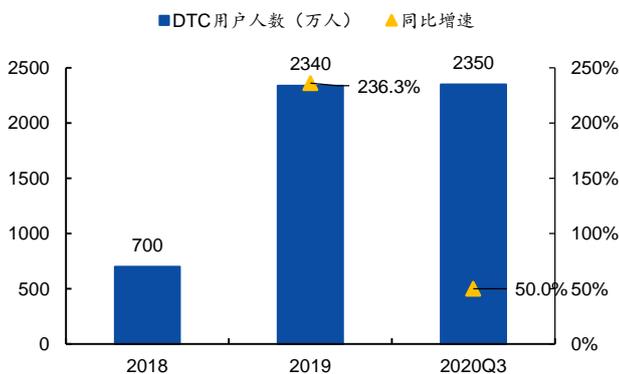
图 47: 逸仙电商用户城市分布



资料来源: 招股说明书, CIC 报告, 国元证券研究所

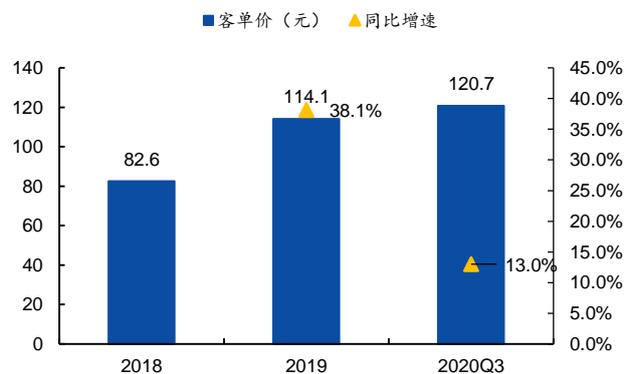
用户数与客单价保持良性增长, 2020 年增速有所放缓。公司主要采用 DTC 模式, 重视天猫、微信等电商平台的用户获取与用户运营。截至 2020Q3 公司拥有 DTC 用户 2350 万人, 较 2019 年同期增加 50%, 但较 2019 年末仅增加 10 万, 主要由于上半年受到疫情影响, 公司未在此期间推出重磅获客型产品。2020Q1-Q3 公司客单价升至 120.7 元, 同比提升 13.0%, 单客消费能力持续提升。

图 48: 逸仙电商 DTC 用户人数及同比增速



资料来源: 招股说明书, 国元证券研究所

图 49: 逸仙电商客单价及同比增速



资料来源: 招股说明书, 国元证券研究所

通过持续推新及私域连带销售, 推动复购率逐年上升。彩妆随潮流快速变化的品类属性导致单品复购率较低, 但逸仙电商通过持续推新+私域运营反复触达顾客实现了较高的复购率。2019Q3-2020Q2 期间, 公司复购率达到 41.5%, 较上年同期提升 2.6pct。公司在 DTC 模式下, 可以直接与数千万客户建立沟通, 例如消费者在完美日记首次购物后会收到附带的红包卡, 引导客户关注完美日记公众号和个人客服“小完子”, 进而引导入群。个人号“小完子”会以美妆顾问的形象, 通过微信社区、朋友圈反复触达用户, 引导其二次购买。

图 50: 逸仙电商 12 个月复购率

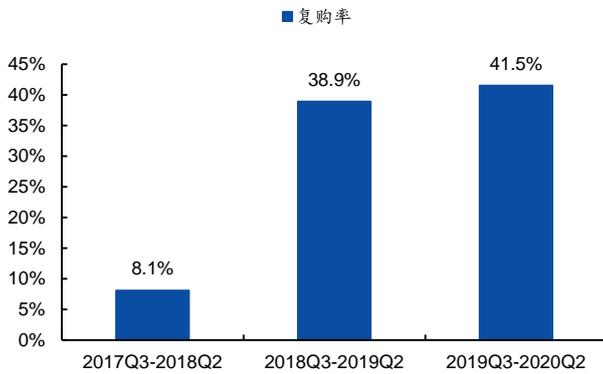


图 51: 完美日记微信私域运营



资料来源: 招股说明书, 国元证券研究所

资料来源: 微信, 国元证券研究所

3.1.5 品牌介绍——完美日记

完美日记主打大众价格带、高性价比的时尚潮流彩妆，成立仅三年即成为国货彩妆第一名。完美日记品牌于 2017 年上线，初期主要通过电商平台进行销售，于 2017 年 4 月入驻京东，2017 年 8 月入驻天猫，2017 年 9 月入驻小红书，2018 年进入唯品会并开始运营自有微信商城，全面布局主流线上渠道。通过对消费者需求的精准洞察、对电商平台的精细化运营、对小红书、抖音等社交媒体流量红利的精准把握，以及对上游供应链的高效整合，完美日记取得了爆发式增长，在 2019 年超越一众国际品牌拿下天猫双十一彩妆类 Top1，2019 年完美日记单品牌实现收入 29.60 亿元。

产品布局方面，完美日记 SKU 丰富，推新速度快，眼影、口红为优势品类。截至 2020 年 9 月末，完美日记共有 SKU 1363 个，显著多于传统彩妆品牌。品牌在推新速度与频率上也引领行业，根据招股书披露，公司从形成产品概念到产品上线时间可控制在 6 个月之内，在 2019 年、2020Q1-Q3 期间分别推出新 SKU 超过 800 个与 700 个，更新迭代速度业内领先。产品分布方面，根据对完美日记天猫旗舰店产品的统计，公司拥有全系列彩妆产品，包括眼部、唇部、面部彩妆，以及卸妆、美妆工具等周边产品，但多数 SKU 聚焦在色彩丰富度较高的眼部彩妆与唇部彩妆上。眼部彩妆聚焦眼影，陆续推出四个系列的眼影盘，经过测试后，公司选择了单品定价 119.9 元/盘的十二色动物眼影系列作为主打，在初期推出四个 SKU 后，陆续追加小狗盘、锦鲤盘、玉兔盘等，维持这一系列的竞争优势。唇部彩妆公司聚焦口红与唇釉两大类目，但不同于眼影的打法，品牌并未在原有系列中推出新 SKU，而是相继推出新的系列刺激销售。

表 13: 完美日记产品主要系列统计

品类	细分品类	主要系列/产品	SKU 数量
眼部彩妆	眼影	马赛克单色眼影系列、九色眼影系列、十二色动物眼影系列、十六色眼影系列	75
	眼线笔	眼线液笔	6
	睫毛膏	睫毛打底、睫毛膏	5
	眉笔	六角眉笔、三角眉笔、眉粉	19
唇部彩妆	口红	小黑钻系列、小金钻系列、小粉钻系列、小细跟口红系列	69
	唇釉	水光唇釉系列、金丝绒唇釉系列、哑光唇釉系列、反重力唇釉系列	85
	唇部打底	润唇膏、唇部打底膏	2
面部彩妆	粉底遮瑕	干皮本命粉底液、轻薄自然粉底液、磨皮清透粉底液、遮瑕	24
	妆前打底	干皮甄选-珍珠妆前乳、混油必备-柔焦控油妆前乳、丝柔光韵妆前乳	6
	定妆	定妆蜜粉、柔焦散粉、补妆粉饼	12
	高光	星芒高光、高光修容一体盘	14
	腮红	双色腮红、渐变腮红	18
卸妆	卸妆	眼唇卸、白胖子卸妆水、卸妆湿巾	3
护肤	护肤	洁面乳、洁面慕斯、补水面膜、修护安瓶	5
美妆工具	美妆工具	美妆蛋、化妆刷、睫毛夹、化妆棉、多功能棉柔巾、眉刀	11

资料来源：品牌天猫旗舰店，国元证券研究所

在维持眼妆与唇妆优势的同时，完美日记也积极尝试面部彩妆。面部彩妆中高渗透率+高增速的粉底遮瑕品类历来是国际知名美妆品牌争夺的高地，大众国货品牌通常较难在这一细分品类中突破。完美日记自成立后陆续推出小黑盖、小金盖、天赋粉底液三款粉底，在定价上也逐渐升级，从初期注重性价比的小黑盖（定价 59.9 元），逐渐升级为主打肤感、效果的天赋粉底液（定价 129.9 元）。2020 年 7 月品牌携手超头主播李佳琦推出共创底妆产品羽缎粉饼，并将产品开发过程以视频形式传达给消费者，借助专业美妆 KOL 的影响力与背书，提升品牌底妆产品在消费者心中的专业度。

图 52: 完美日记粉底液系列



资料来源：完美日记天猫旗舰店，国元证券研究所

图 53: 完美日记与李佳琦共创的羽缎粉饼



资料来源：完美日记官方微博，国元证券研究所

完美日记持续的爆品打造能力得到验证，目前单品销售占比基本不超过 20%。在社媒环境下，爆品打造成为新品牌成长的毕竟之路，但单一爆品的打造具备一定偶然性，部分新锐品牌也因为缺乏连带的爆品能力而在短暂的辉煌后迅速陨落。完美日记作为新锐品牌的代表，一个显著的优势为具备持续的爆品打造能力。目前完美日记已经成功打造出动物眼影盘、天鹅绒金丝绒唇釉、小细跟口红等多款大爆品，同时有哑光唇釉、白胖子卸妆水、羽缎粉饼、小黑钻口红等多款小爆品。根据淘数据的统计，2020 年单一爆品占比均低于 20%，整体产品矩阵比较健康。其中自 2020 年 10 月开始推出的大单品小细跟口红，在推出后的 11、12 月销售额占比迅速提升至品牌整体店铺销售额的 13.47%，验证公司有效的、可持续的爆品打造能力。

图 54：2020 年天猫旗舰店单品销售额占比

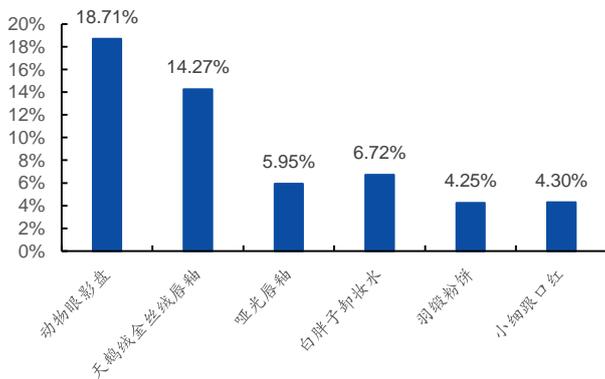
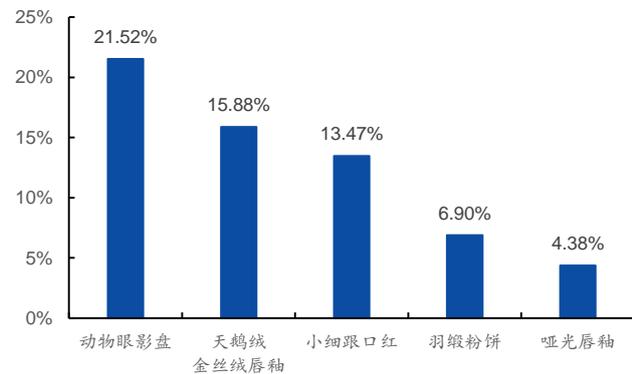


图 55：2020 年 11 月+12 月天猫旗舰店单品销售额占比



资料来源：爬虫数据，国元证券研究所

资料来源：爬虫数据，国元证券研究所

产品推广节奏上，完美日记新品推出与营销多集中于电商大促前 1-3 个月，密集种草后在大促期间进行收割。根据完美日记官方微博，品牌自 2017 年成立之初就推出了覆盖眼妆、唇妆、面部彩妆的全套产品；2018 年下半年开始集中发力眼影、口红、唇釉等产品，7/8/9 月分别重点推广新品光影星河九色眼影/小黑钻口红/哑光唇釉，其中小黑钻口红凭借与朱正廷的“饭圈营销”合作实现小幅爆发。2019 年 3 月重磅推出十二色动物眼影盘，联手众多明星、美妆博主在微博、小红书等平台种草推广，将其打造为品牌代表性的爆品之一。7/8/9/10 月相继推出新品马赛克单色小方块眼影/动物眼影大小熊猫盘/小酒馆水光唇釉/小粉钻口红/十六色地理眼影等，并于双十一期间重点聚焦眼影、口红、唇釉的推广。2020 年 3 月携手淘宝头部主播李佳琦推出动物眼影小狗盘、猫咪盘，5/9 月续推锦鲤盘、玉兔盘，持续丰富动物眼影系列。10 月重磅推出新品小细跟口红，配合周迅的代言官宣，在双十一期间再一次成功爆发登顶天猫彩妆销售额 TOP1。整体看，品牌推新集中于每年 3/4 月和 7/8/9 月，依靠小红书、微博、抖音等社媒平台充分营销种草后，利用 618 和双 11 的电商大促进行收割。

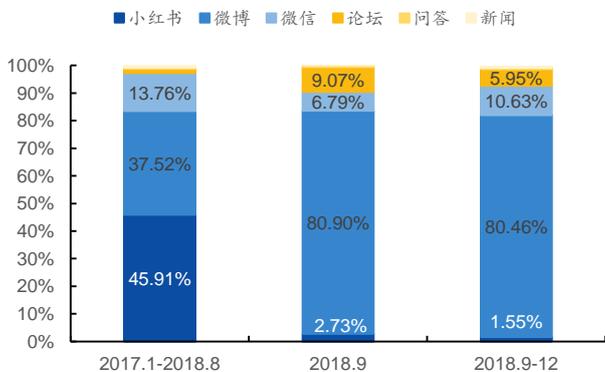
图 56：完美日记旗舰店成交额及对应的产品/营销事件



资料来源：品牌官网，品牌官方微博，品官方微博国元证券研究所

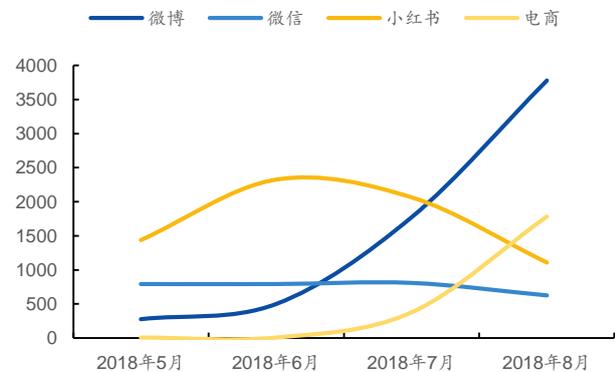
营销端，完美日记积极捕捉全平台流量机会，在小红书、微博、抖音、淘宝直播的布局均快人一步。完美日记踩中的第一波流量红利为小红书平台，在2018年8月之前，小红书为完美日记流量的主阵地，品牌声量占比高达45.91%，通过小红书广泛的KOL试色贴投放，品牌初步打开知名度。2018年8月，完美日记微博官宣唇妆代言人朱正廷，借力综艺《偶像练习生》的高热度，完成教科书级的“饭圈营销”，带动其在微博声量迅速提升。与此同时，2018年起完美日记就开始通过淘宝直播来发布新品、直播化妆教程；2018年7月官方账号发布第一条抖音视频，并差异化的通过粉丝属性寻找达人进行投放；2018年8月开通Bilibili的品牌账号，三个月涨粉过万。在抖音、淘宝直播、B站等多个平台的早期入局，为其在后期成功把握的流量机会打下了良好基础。

图 57：完美日记品牌初期声量变化



资料来源：用户说，国元证券研究所

图 58：完美日记2018年5-8月各平台声量变化



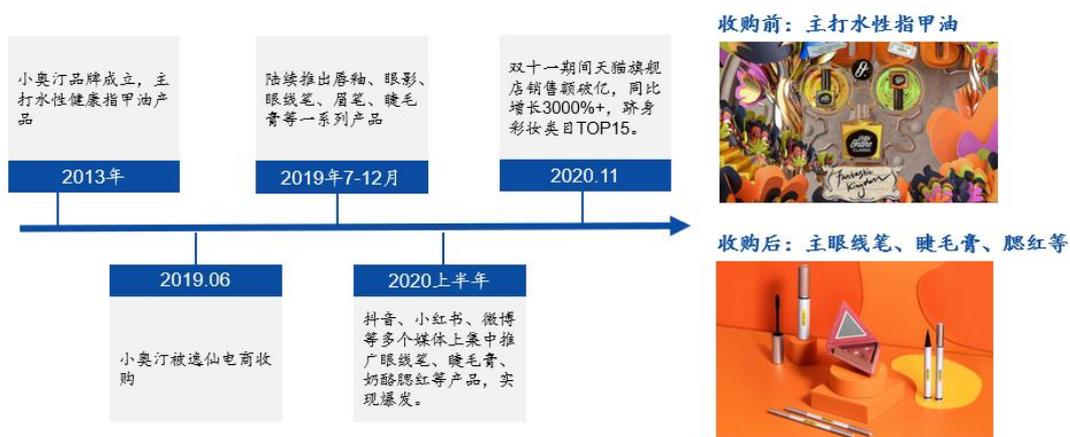
资料来源：用户说，国元证券研究所

率先布局私域运营，在提升顾客复购率的同时，将私域客群渠道化。完美日记于 2018 年开始运营微信商城，微信平台的获客方式主要为公域流量导流，即品牌通过给消费者发货时夹带的卡片，引导用户扫码领取红包并关注公众号、进入私域社群。在微信平台中，完美日记一方面有微信公众号和小程序矩阵，可对用户进行针对性的内容分发；另一方面有统一的客服人设“小完子”及相应的微信群进行信息沟通。通过微信平台的反复触达，不仅能够强化品牌的曝光度，也更容易引导顾客复购。此外，“小完子”还会在微信社群中发布其他品牌产品的优惠购买链接，如 Abby's Choice 的护肤线产品、小奥汀彩妆、AMIRO 化妆镜、素士的吹风机和电动牙刷等，使“小完子”成为一个高性价比的渠道。此外，私域客群还可以为品牌后续规划铺路，可以通过社群调研获得产品反馈、通过用户聊天内容寻找新的营销思路、通过新品派样进行新产品、乃至新品牌的“内测”等。

3.1.6 品牌介绍——小奥汀

小奥汀品牌以美甲产品起家，被逸仙电商收购后转型全系列潮流彩妆。小奥汀品牌创立于 2013 年，初期以水性健康指甲油为主打。2019 年 6 月被逸仙电商收购后，公司对其品牌形象及产品品类进行重定位，从单一指甲油品类向全系潮流彩妆转型，其中重点打造眼线笔、眼影、腮红、高光、唇釉等产品，核心消费人群为 20-29 岁的年轻 95、00 后。在 2020 天猫双十一期间，小奥汀天猫旗舰店销售额破亿，同比增长 3000%+，正式运营仅一年不到即跻身天猫双十一彩妆品类 TOP15。

图 59：小奥汀品牌发展历程



资料来源：品牌官网，品牌官方微博，品牌天猫旗舰店，国元证券研究所

重点聚焦眼线笔、睫毛膏、腮红等细分品类，走“玩妆”潮酷路线。小奥汀虽然定位全系彩妆，自 2019 年 7 月起陆续推出全系列眼妆及腮红、高光、散粉等面部彩妆，但在细分品类的侧重上，小奥汀并未重点推广完美日记的优势品类眼影与唇釉，而是差异化的聚焦眼线笔、睫毛膏、腮红、高光等小而美的细分品类。品牌深谙消费者痛点，眼线笔与睫毛膏不仅是彩妆的刚需产品，而且非常考验产品对新手的友好度，新手们常会频繁试错直到找到适合自己的产品，极易被 KOL 引导消费，因此品牌重点通过小红书、抖音等媒体进行大规模 KOL 投放，并打破常规推出“彩色”眼线笔与睫毛膏，涵盖鲜艳大胆的红棕色、墨蓝色等，塑造出彩妆潮牌形象。2020 年 12 月品牌天猫旗舰店显示眼线笔月销 20 万+，睫毛膏月销 9 万+，眉笔月销 7 万+，腮红月

销 4 万+。

表 14：小奥汀产品线推出节奏

时间	新品推出
2019 年 7 月	小白棒雾感唇釉
2019 年 10 月	小光碟眼影盘
2019 年 10-12 月	不 NG 眼线液笔+不会钝眉笔+根根丰盈睫毛膏 电眼妆组合
2020 年 4 月	小奥汀*猫和老鼠联名奶酪腮红
2020 年 6 月	冰雾持妆散粉
2020 年 7 月	持妆多色眼线油画眼线胶笔
2020 年 9 月	反转魅力高光
2020 年 11 月	轻盈匀色「AIR」染眉膏

资料来源：小奥汀官方微博、国元证券研究所

借鉴完美日记的营销打法，明星代言+全媒体 KOL 推广+IP 联名快速积累品牌声量。小奥汀在营销打法上与完美日记类似，在短时间内合作多个 KOL，集中引爆品牌声量。根据卡思数据统计，截至 2020 年 10 月 13 日，共计有 3500+KOL/KOC 发布关联小奥汀商品的视频，数量达近万只。同时，在直播风口上，小奥汀也快准狠地投入，其抖音上的关联直播场次多达 1700 场。明星代言上，不同系列的产品选择不同的流量明星进行代言推广，2019 年 9 月官宣火箭少女 101 的 Sunnee 为唇妆代言人，2020 年 8 月官宣新生代演员陈飞宇为品牌代言人，9 月官宣王霏霏为高光大使，加上众多明星玩家实力推荐，极大提高了品牌曝光度。此外品牌积极进行热门 IP 联名，先是合作猫和老鼠 IP 推出“奶酪腮红”，后又与潮玩品牌泡泡玛特共同推出了彩妆盲盒，热门 IP+创意趣味产品帮助品牌在短时间内塑造起深刻的消费者心智。

图 60：小奥汀代言人



资料来源：品牌官网国元证券研究所

图 61：小奥汀与泡泡玛特联名推出彩妆盲盒



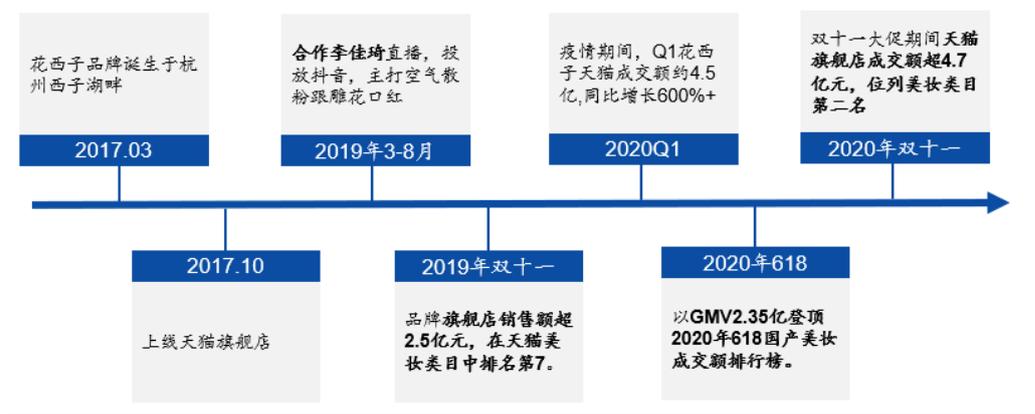
资料来源：品牌天猫旗舰店，国元证券研究所

3.2 花西子——国风定位的中高端新锐彩妆品牌

花西子凭借“东方彩妆，以花养妆”的差异化国风定位，成为首个在中高端彩妆市场站稳脚跟的新锐国货彩妆品牌，2020 年品牌规模预计达到约 30 亿。花西子品牌 2017 年创立于杭州，定位中高端东方美学彩妆。品牌借国潮之风，克服以往时尚彩妆品牌较难与传统文化相融合的难度，辅以优质良心的产品设计与精美的外观视觉创意，在

强大团队的运营下，成功突围并实现爆发式增长，在 2019 年进入天猫双十一彩妆类目 TOP10；2020 年 618 期间花西子超越完美日记及一众国际大牌成为天猫彩妆类目 TOP1；2020 年双十一以 4.5 亿+的成交额获得天猫彩妆类目第二名，预计 2020 全年品牌规模将跃升至 30 亿左右，成为规模仅次于完美日记的国货彩妆品牌。

图 62：花西子品牌发展历程



资料来源：品牌官网，品牌官方微博，国元证券研究所

品牌创始人花满天曾为百雀羚、水密码天猫旗舰店的运营负责人，有着丰富的国货美妆品牌操盘经验。花满天自 2010 年前后开始进行国货美妆品牌的线上运营，2010-2014 年就任于壹网壹创，担任百雀羚天猫旗舰店的运营总监，在任期间将百雀羚旗舰店日销售额从 0.4 万元提升至 210 万元，同时参与百雀羚旗下副牌三生花的孵化。百雀羚旗下三生花彼时定位“花+东方美感”，与花西子“以花养妆”的定位有相似之处。2014 年 8 月起，花满天创立杭州至美营销策划有限公司开始为水密码旗舰店进行代运营，期间构建起超配式组织进行精细化运营，带动水密码店铺日销售额从 5 万提升至 105 万，店铺排名也从 58 名升至 TOP3，2017 年全店销售额为 3.8 亿。在天猫美妆大会上同时获得了“最具成长力店铺”、“最具爆发力店铺”、“最佳品牌创新”三大奖项。凭借多年对国货美妆的运营经验，以及对美妆行业的深刻洞察，花满天于 2017 年创立了花西子。目前花西子暂未进行公开融资。

品牌与效果两手抓，成功踩中直播电商风口，辅以优质品牌定位、产品研发、多媒体营销投放，三年内成长为国内头部彩妆品牌。成立初期（2017 年末-2018 年）花西子曾推出口红、眉笔、CC 气垫、散粉等多个产品并进行小范围推广尝试，并在早期就与李佳琦建立合作关系，2018 年 10 月即在李佳琦直播间进行了新品首发。2018 年双十一期间空气散粉这一单品崭露头角，成为当年双十一店铺销量第一名，共售出 2 万+件。2019 年为花西子爆发式成长的关键节点，一方面品牌确立空气散粉与雕花口红两个主推产品，另一方面与超头主播李佳琦形成深度绑定。依托李佳琦、淘宝直播、及抖音等新媒体流量红利，成功推动品牌出圈，并将“花西子空气蜜粉”打造成为天猫散粉品类第一名，同时雕花口红成功引领雕刻类口红潮流，品牌规模与知名度同步提升。2020 年花西子更加注重品牌形象塑造与可持续增长能力，一方面持续推出蜜粉饼、粉底液等新品，另一方面合作杜鹃、周深等具备东方气质的明星，同时与超头主播李佳琦达成合作共创关系，在重大节庆日推出特别版本产品（e.g.苗族印象系列），奠定国内头部中高端彩妆品牌地位。

图 63：花西子旗舰店成交额及对应的产品/营销事件



资料来源：花西子官方微博，女子刀法公众号，国元证券研究所

我们认为，花西子一贯的品牌定位、聚焦的产品策略、品牌+效果同步重视的营销策略，以及背后创始人及团队的强大执行能力，是其获得成功的重要因素。

➤ 品牌定位

确立高辨识度的品牌定位，并将这一定位贯穿在产品与营销策略中。花西子在创立之初就明确定位于东方美学彩妆，从品牌官方微博来看，2017年品牌推出之际就通过发布古诗词和古典美人妆容的博文，塑造国风品牌形象。后续随着故宫文创的出圈，国潮文化进入主流视野，花西子捕捉趋势对产品与品牌全面升级，包装端以黛绿色与粉色为主色调，辅以东方特色美学设计；产品端通过雕花、浮雕等工艺，将东方美学图案同样体现在产品端；此外在营销端也注重选择与品牌调性相符的明星（鞠婧祎、杜鹃）、KOL 合作。从品牌到产品，从营销到服务，所有与消费者沟通的触点均保持了一致的东方美学调性。

图 64：花西子“东方美学彩妆”的品牌定位贯穿在产品与营销策略中



资料来源：花西子天猫旗舰店，国元证券研究所

➤ 产品策略

产品矩阵上，花西子重点聚焦面部彩妆与唇部彩妆，在打造出月销近百万件的空气蜜粉后，持续推出底妆类与口红类产品。截至 2021 年 1 月，花西子天猫旗舰店中共有 SKU134 个，显著少于以完美日记为代表的大众时尚彩妆品牌。品类端，花西子聚焦面部与唇部彩妆，但并未选择市场规模最大的粉底遮瑕类产品做主打，而是首先聚焦散粉这一规模较小、但相对空白的细分品类，2019 年成功将“空气散粉”打造成超级爆品，仅 2019 年双十一期间即售出超 70 万盒。2020 年花西子在巩固散粉类产品地位的同时，积极拓展粉底遮瑕、口红这两大大型彩妆品牌必争的赛道，陆续推出了玉容三花遮瑕盘、蚕丝蜜粉饼、玉容养肤持妆粉底液、玉容睡莲养肤气垫等多款底妆类产品，以及同心锁口红、陶瓷口红等口红类产品。

表 15: 花西子天猫旗舰店产品统计

品类	细分品类	产品	SKU 数量
面部彩妆	粉底遮瑕	翡翠气垫、玉容养肤持妆粉底液、玉容养肤气垫、玉容三花遮瑕盘	16
	妆前打底	玉容山茶养肤妆前乳	2
	定妆	空气蜜粉、冰蜜粉、蚕丝蜜粉饼、抗氧化定妆喷雾	10
	高光修容	高光修容盘、花露凝釉高光液	4
	腮红	胭脂腮红膏	8
唇部彩妆	口红	雕花口红、同心锁口红、陶瓷口红、冰淇淋口红、鲜花口红	32
	唇釉	花露唇釉	9
	唇膜	花润参养唇膜	1
眼部彩妆	眼影	百鸟朝凤盘、七色凤凰舞翎盘、四色珍珠眼影盘	5
	眼线笔	首乌眼线笔、松烟眼线笔	4
	睫毛膏	松烟睫毛膏	2
卸妆	眉笔	眉笔、砍刀眉粉笔、0.9 丝描眉笔	15
	卸妆	卸妆湿巾、卸妆膏	3
美妆工具	美妆工具	化妆棉、美妆蛋、化妆刷、睫毛夹、棉签、粉扑、粉扑清洁液、清洁海绵、	23

资料来源：花西子天猫旗舰店，国元证券研究所

采用爆品策略，前期产品小范围测试+快速迭代，发掘潜力产品后集中资源进行打造，2020 年 TOP1 单品空气散粉销售额占比约 30%。2017、2018 年经过小范围测试后，2019 年花西子聚焦空气散粉与雕花口红两大单品投入资源，通过李佳琦直播、代言人助力、抖音信息流推广等多个媒体营销，成功打造出第一大爆品“空气散粉”。后续连带蚕丝蜜粉饼、三角眉笔等第二、第三爆品，使头部单品占比逐渐下降，产品结构逐渐优化。根据第三方爬虫数据，2020 年花西子旗舰店中，空气散粉单品占比销售额占比约 31.87%，排名第二的蚕丝蜜粉饼销售额占比约 12.43%，三角眉笔、雕花口红、卸妆湿巾等小爆品分别占比 7.35%、5.19%、4.93%，TOP5 单品合计占比超 60%。分月度看，2020 年上半年空气散粉销售额占比稳定在 35-40% 区间，下半年随着新品蚕丝蜜粉饼的推广，空气散粉销售占比逐渐降低至 30-35%，12 月由于以礼盒销售为主，空气散粉单品销售额占比较低。

图 65: 2020 年花西子旗舰店爆款单品销售额占比

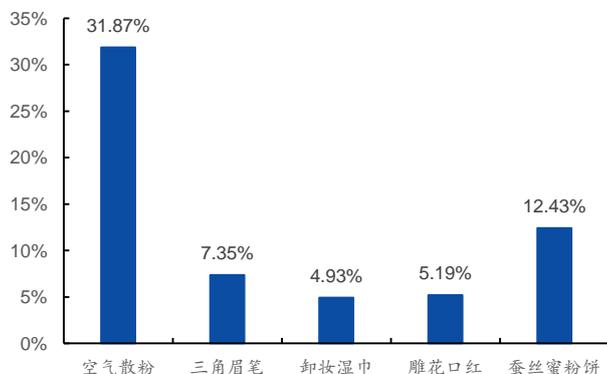
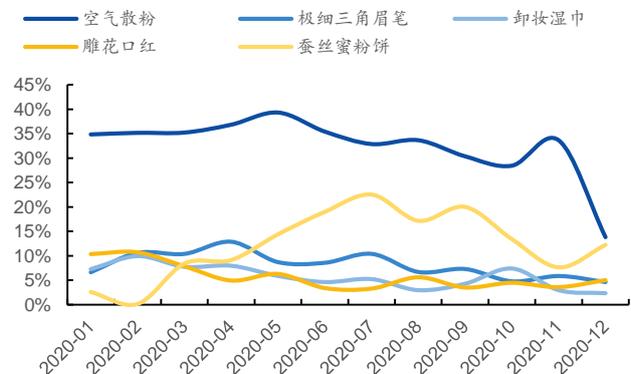


图 66: 花西子单品销售额占比变化



资料来源：爬虫数据，元证券研究中心

资料来源：爬虫数据，国元证券研究所

注重产品的优化与升级，根据消费者需求反馈多次迭代已有产品。品牌对产品打造追求精益求精，自 2017 年创立至今旗下主流 SKU 都经历了多轮迭代升级，如明星产品空气蜜粉经历了 4 代更新，从包材设计、到粉扑选择、到内容料体优化等，均根据消费者需求不断改进；明星产品眉笔完成 7 代更新，最新的眉粉笔可以兼顾眉笔的线条感和眉粉的柔雾感。此外眼线笔、蜜粉饼、卸妆湿巾等产品也均进行了多次迭代升级。

图 67：花西子产品迭代



资料来源：花西子官方微博、国元证券研究所

➤ 营销投放策略

品牌营销+效果投放有机结合，借力流量红利的时候，坚持品牌建设与文化塑造。花西子崛起依托的最重要的流量红利为直播电商，但其背后一贯的品牌形象、品牌文化塑造，是其成功必不可少的软实力。

效果投放上，花西子早期即绑定头部主播李佳琦，形成合作共创关系，充分享受直播电商爆发红利。花西子官方微博早在 2018 年 10 月就开始与李佳琦进行互动，在直播还未大幅普及前即押注了这一模式。2019 年随着淘宝直播的爆发和李佳琦的出圈，花西子成为最早一批享受到直播红利的品牌，当年品牌天猫旗舰店销售额从 2019 年 1 月的 1000 万+，暴增至 2019 年 11 月的 2.5 亿+，2019 年 9 月品牌邀请李佳琦担任首席推荐官，并开始在产品端进行共创。据统计，2020 年花西子与李佳琦每月至少合作 4 次直播，在 618、双 11 等大促前一个月为直播次数达到高峰。从单品直播次数来看，全年 TOP1 爆款空气蜜粉直播次数高达 20 次；卸妆湿巾及蚕丝蜜粉饼位列二三，直播次数 15+ 次，两款眉笔全年直播 8 次。

图 68：2020 年李佳琦直播花西子次数

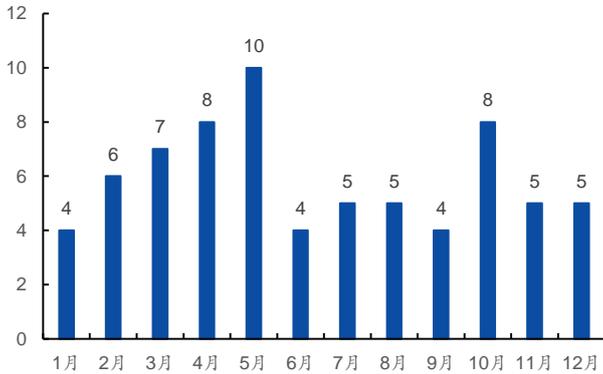
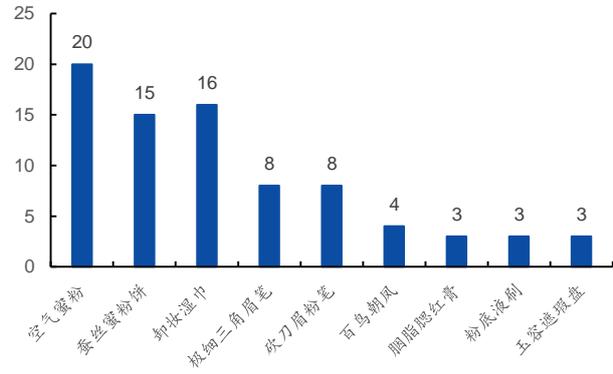


图 69：2020 年单品直播次数(李佳琦直播间)



资料来源：淘宝直播、国元证券研究所

资料来源：淘宝直播、国元证券研究所

除直播外，花西子在抖音、小红书、B 站等多个社媒平台均有营销投放，运用定制化内容渗透多平台多圈层用户。不同社交、内容平台的用户属性与行为习惯有差异，品牌需要匹配定制化种草内容才能更高效的触达用户并建立心智。花西子根据不同平台特色，匹配适合的营销投放策略。例如，B 站中品牌首先针对核心国风垂直圈层精准投放二次元、仿妆、华服展示等，然后逐渐从国粉圈向外破圈传播；抖音方面，花西子一方面投放开屏广告塑造品牌形象，另一方面主要投放美妆和服饰时尚垂类达人，并推出开箱视频、发起“卸妆卸出脸谱妆”挑战赛等，多维度进行种草；小红书以新品种草、测评、试色以及妆容教程为主，偏向于口碑积累；微信、微博等泛用户社交平台以活动宣发和上新预告为主，种草内容相对较少；快手平台由于人群重合度较低，则以带货为主。

表 16：花西子营销投放策略

内容平台	社交平台
<p>B 站 多领域共振： 在汉服、二次元、歌舞、仿妆等国风粉丝垂直渗透领域，搭载优质内容传播品牌文化</p>	<p>微信 活动宣发、上新预告等： 例如抽奖互动、体验官招募、代言人活动等</p>
<p>抖音 美妆达人和服饰时尚类达人为主要投放目标： 推出开箱视频、发起“卸妆卸出脸谱妆”挑战赛、创意测评等</p>	<p>小红书 侧重体验分享： 对彩妆有一定经验和审美要求的博主，分享产品使用教程和评价等信息</p>
<p>快手 侧重带货： 国风圈层用户集中度相对较低，种草能力较弱</p>	<p>微博 活动宣发、上新预告等： 例如抽奖互动、体验官招募、代言人活动等</p>

资料来源：增长黑盒，国元证券研究所

品牌营销侧，花西子合作文渊团队，输出极具东方高级美感的形象。花西子注重品牌创意、品牌形象塑造，公司自身设有创意中心，包含影视、产品、文创、插画、品牌视觉等职能，其中花隐星穹口红和百鸟朝凤浮雕眼影盘均是出自创意中心产品部之手，具备强劲的创意能力。同时品牌与业内知名文化创意团队文渊团队合作（在设计平台上拥有 300W+人气，多次登上站酷首推），文渊团队帮助花西子设计了《点翠琉璃页》、西湖定制礼盒、知音难觅礼盒、东方佳人妆奁等多个产品礼盒，以及花伴节插画、花西子&鞠婧祎宣传视频、花西子&朱洁静《她的名字，叫百鸟朝凤》视频、

花西子苗银篇视频等多个等宣传素材，助力公司形成品牌形象的一惯性。

此外，花西子在代言人、APP 开屏广告、线下电梯广告、民族文化合作上均有广泛的品牌营销。一方面，花西子在代言人的挑选上十分注重与品牌形象的匹配度，2019 年 5 月官宣鞠婧祎为首位代言人，契合品牌“欲把西湖比西子，淡妆浓抹总相宜”的定位；2020 年 2 月品牌官宣杜鹃为代言人，杜鹃的古典面庞以及清冷气质也十分符合花西子“东方佳人”的形象。另一方面，在其他新锐品牌均以效果投放为主的时候，花西子坚持投放大量品牌广告。例如，品牌在抖音、微博等多个平台投放开屏广告，在梯影传媒投放视频广告，同时结合民族传统文化推出“苗族印象高定系列”，融合苗族非遗文化特色，契合品牌东方彩妆定位，并将海报在美国纽约时代广场、日本东京等地区展示。

图 70：花西子品牌营销主要方式



资料来源：站酷网，文溯团队主页，抖音，国元证券研究所

➤ 多品牌矩阵拓展

在彩妆赛道取得初步成功后，花西子母公司推出中高端护肤品牌 OGP 时光肌，积极布局多品类、多品牌矩阵。OGP 时光肌是以抗衰修护为核心目标的生物活肤品牌，产品涵盖护肤品与美容仪器，护肤产品由“中国肽库”科研团队——慧康生物研究中心研发，具备较强的功效背书；美容仪器研发团队平均研发经验超 10 年，曾为 400 余家医院、高端美容院提供院线用美容仪器，拥有专业的美容仪器研发技术。品牌致力于将院线仪器的技术利用到家用美容仪中，加乘活肤品的功效，达到活肤品+美容仪 1+1>2 的效果。品牌核心护肤品价格带在 149-499 元之间，主推元气瓶喷雾、精华露、修护赋活霜、紧致面霜和盐水袋面膜；美容仪器价格在 2699-3299 元之间，主要包括活肤仪和超声射频仪，通过活性护肤品+美容仪的组合，重点突出品牌的科技感与高功效。目前这一品牌仍处于培育期，体量规模较小。

图 71： OGP 时光肌主要产品介绍

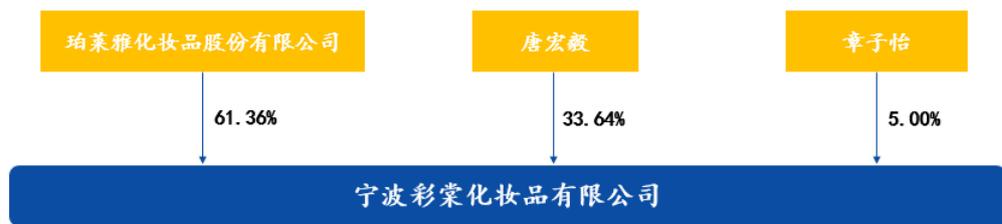


资料来源： OGP 时光肌天猫旗舰店， 国元证券研究所

3.3 彩棠（珀莱雅）——化妆师+国货大厂联合培育的新锐专业彩妆品牌

彩棠定位为“专为中国面孔定制”的中高端国货彩妆品牌，创始人为知名彩妆师唐毅，2019 年获得上市公司珀莱雅投资，并开始重点打造。彩棠品牌诞生于 2014 年，创始人唐毅具有二十多年的美妆经验，曾任职巴黎欧莱雅彩妆总监，也曾多次为章子怡、赵薇、姚晨等影视明星提供化妆造型。创始人希望以自创品牌为纽带，向每一位爱美人士分享其多年积累的化妆理念与技巧，将彩妆产品以外的妆容技法、妆容设计与中国面容特点更好地结合。2019 年珀莱雅入股彩棠后，为其提供供应链、产品、运营、人员、营销等多方支持，助力品牌在 2020 年实现爆发。

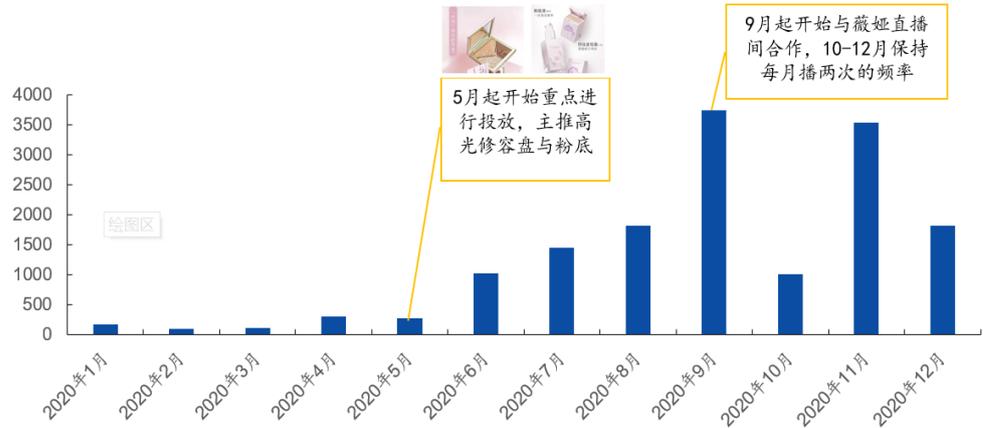
图 72： 彩棠品牌母公司股权结构



资料来源：企查查，国元证券研究所

创始人充当 KOL+超头直播+爆品投放，助力彩棠于 2020 年开始爆发，全年品牌销售体量预计超过 1 亿。彩棠品牌创始人唐毅天然为背书强大 KOL，与众多知名美妆博主共同打造化妆教程视频，可将产品自然植入其中，具备较强说服力。同时品牌联合超头主播薇娅，自 9 月起每月定期邀请唐毅共同进行“美妆薇课唐”直播，形成产品效合一的营销传播，短期内使品牌及产品高效触达目标消费者。与此同时，品牌在抖音、小红书等平台也积极进行核心产品的种草投放，将单品“高光修容盘”、“燕窝粉底液”迅速打造成为爆品。根据其天猫旗舰店数据的跟踪，品牌自 6 月起开始爆发式增长，月销规模由过往的 100 万+迅速成长至 2000-3000 万，预计 2020 年去全年销售规模超一亿元。

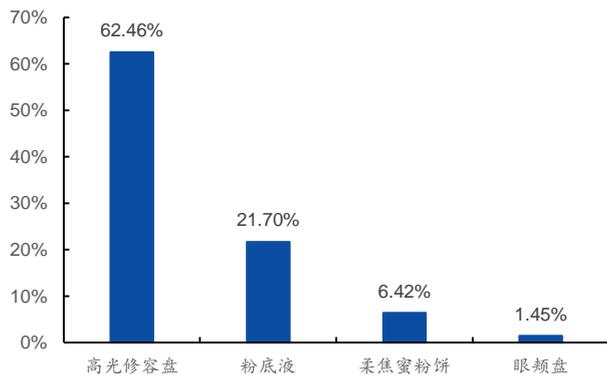
图 73：彩棠天猫旗舰店成交额（单位：万元）



资料来源：彩棠天猫旗舰店，爬虫数据，国元证券研究所

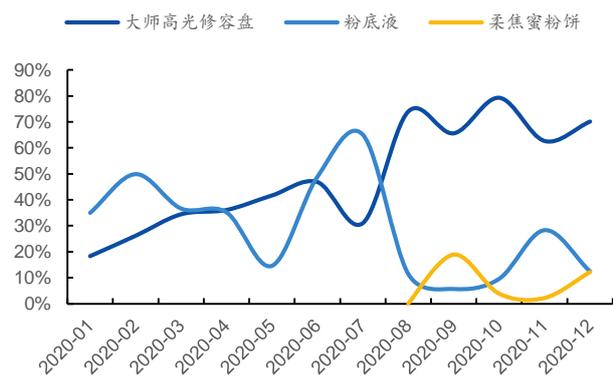
目前彩棠 SKU 少而精，2020 年爆品高光修容盘销售占比 60%+，未来有望通过产品线扩充持续扩大品牌规模。截至 2020 年 1 月，彩棠天猫旗舰店共有单品 SKU19 个，其中高光修容盘、粉底液、蜜粉饼为三大重点产品，2020 年三者合计贡献彩棠天猫旗舰店 90%以上的销售额，其中高光修容盘自 8 月起销售占比稳居 TOP1，单品全年销售额占比超 60%。不同于多数彩妆品牌，彩棠在产品端根据中国消费者需求有所创新，其中高光修容盘创新性的将哑质高光、细闪高光和柔和阴影三种功能集中于一个产品，配合唐毅老师的教学视频/直播，充分凸显出产品的实用性与性价比；粉底液采用粉底液+遮瑕膏二合一的设计，将轻薄妆效与高遮瑕结合，契合消费者使用场景。目前品牌重点布局的主要为面部彩妆品类，对于眼妆、唇妆品类还处于探索期，未来有望通过产品线的扩充，延伸第二、第三爆品，实现品牌扩张。

图 74：2020 年彩棠单品销售额占比



资料来源：爬虫数据，国元证券研究所

图 75：2020 年月度彩棠重点单品销售额占比



资料来源：爬虫数据，国元证券研究所

4、投资逻辑

彩妆市场规模接近千亿，且高增长确定性较强，但行业随潮流变化快，产品同质化强，品牌在营销端、价格端竞争激烈。整体看近三年国际高端品牌与国货新锐品牌表现突出，未来在消费升级与线上化的大趋势下，预计新锐国货品牌仍为重要增长点。目前成功跨越 10 亿规模的新锐彩妆品牌仅有完美日记与花西子，二者 2020 年规模预计均超 30 亿，均在三年内成为国内头部彩妆品牌。我们认为，率先跑出来的头部品牌具备一定先发优势：供应链端公司拥有更多头部代工厂资源，且可依靠规模优势压低成本，具备更强的议价能力；产品端已在重点细分品类占据优势，后来者若想打破这一局面所需的资金能力、投放效率通常更高；营销端拥有更多数据储备与头部 KOL 资源，在投放精准度与时效性上更具优势；资金端具备更丰富的融资途径，资金实力通常更为雄厚。此外，头部品牌公司有望依托现有的运营、营销经验持续培育新品牌，构建集团化品牌矩阵，实现强者恒强。建议关注对流量玩法精通，多次前瞻性的把握行业趋势，同时成功在短时间内培育出第二、第三品牌的国货彩妆龙头**逸仙电商**；以及在彩妆品牌孵化上初获成功（彩棠+insbaha）的大众护肤龙头**珀莱雅**。

逸仙电商：精通电商运营与互联网流量玩法，在小红书、微博、抖音、淘宝直播、私域等营销渠道的布局均具备前瞻性，多次精准把握行业趋势，捕捉流量红利，创立三年收入体量即超 30 亿元。同时 2020 年公司成功在短时间内孵化培育出小奥汀、完子心选两大新品牌，验证自身运营、孵化能力的可复制性。目前公司已形成相对灵活的、互联网化的大中台、小前台的组织架构，并初步构建覆盖完美日记、小奥汀、完子心选、Galénic 等多个美妆护肤品牌的矩阵。我们看好公司在互联网运营、多媒体营销、及品牌建设方面的能力，预计短期现有品牌增长+新品牌纳入仍将驱动公司高速增长。预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 55.02/78.34/100.02 亿元，净利润为 -15.49/-9.26/-6.92 亿元，Non-GAAP 净利润为 -6.75/-1.43/2.10 亿元，对应 EPS 为 -2.33/-1.39/-1.04 元/股，给予“增持”评级。

珀莱雅：彩棠控股公司珀莱雅是国内大众化妆品龙头，公司在维持主品牌稳健发展的同时积极培育新品牌。2020 年公司加大对彩棠、印彩巴哈等新锐彩妆品牌的投入力度，合资品牌彩棠成功打造出高光修容盘、粉底液两大单品，月销售额最高达到 3000 万元左右，全年销售额预计突破 1 亿元；内部孵化品牌 insbaha 开始独立运营（开出独立天猫旗舰店），推出了第一套系列产品，未来有望在彩妆类目中继续高速增长。同时，公司为少有的具备互联网思维与能力的传统美妆公司，组织架构灵活，执行能力强。我们持续看好公司主品牌的升级以及多品牌矩阵的布局，预计 2020-2022 年 EPS 为 2.34/2.86/3.55 元/股，对应 PE 为 79/64/52x，维持“买入”评级。

5、风险提示

彩妆行业变化快，品牌未能及时把握行业趋势；品牌价格、营销端竞争激烈，盈利能力较差；新品牌培育不达预期。

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188