



商业贸易

优于大市（维持）

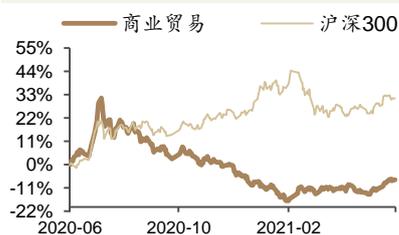
证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

1.《医美行业深度：颜值经济乘风起，医美产业相辉映》，2021.5.21

618 热度不减，国货表现亮眼

投资要点：

- **电商平台促销力度增加，618 活动热度不减。**天猫 618 活动较往年进行三大升级：预售提前 4 小时，活动时间持续近 28 天；以往满 300 减 30，今年满 200 元减 30 元，折扣力度加大；首次推出小二推荐榜、销售榜、热搜榜等实用榜单。根据淘数数据显示，2021 年 5 月护肤品类 GMV 为 110.23 亿元，同比-21.28%，环比-9.57%；彩妆类 GMV52.59 亿元，同比-5.17%，环比+11.67%，618 大促对五月份的销售影响有限。618 预售首日，李佳琦、薇娅直播间销售额 26.93 亿、21.85 亿，主播带货直播仍为重要渠道，多个品牌自播远超去年同期，华熙生物、贝泰妮、完美日记等品牌高管参与直播活动，呈现新玩法。
- **海外品牌持续领跑，国货品牌表现亮眼。**护肤品领域中，海外品牌保持领先，欧莱雅领跑市场，欧诗漫、玉泽、薇诺娜、珀莱雅、自然堂等国货品牌表现突出，销售量位列行业前十名；销售额角度来看，前五名均为海外品牌，国货品牌薇诺娜、玉泽位列第 7、第 10 名，国货销量可观但客单价仍有待提高。彩妆领域中，3ce、ysl、雅诗兰黛等海外品牌以高客单价排名靠前，但销量一般；按销售量计，国货品牌在 6 月彩妆品类热门品牌 Top10 中占据七席，color key、完美日记、橘朵等新锐品牌表现居前，产品具有高性价比，花西子以 146 元的客单价位列国货美妆客单价榜首。较 2020 年双 11 相比，薇诺娜、珀莱雅、丸美股份、御泥坊、夸迪等多品牌实现客单价的增长，润百颜和夸迪的平均客单价在国货品牌中保持领先。
- **618 成为新品发布窗口期，品牌强化大单品战略。**润百颜首发瓷敏大白管大白联名款、玉泽推出臻安润泽修护蓝铜胜肽精华液、珀莱雅与中国航天跨界联名，多品牌在 618 前夕首发新品并在日常销售中取得亮眼成绩，同时佰草集、一叶子官宣代言人，新品发布叠加明星营销，迎合 618 活动大促，将为品牌造势。薇诺娜明星单品防晒霜预售首日的预定量接近 10 万套；珀莱雅双抗精华液持续发力，防晒霜表现突出。6.1-6.3 日，玉泽的积雪草面膜销售额累计超过 8000 万；夸迪两大核心单品次抛原液总销售额占比达 87.33%，大单品战略取得亮眼表现。
- **投资建议：**建议关注贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、上海家化。敏感肌龙头企业贝泰妮，功能性护肤品赛道空间广阔，产品力优势突出，渠道具有深厚壁垒；珀莱雅：“6xN”战略赋能孵化品牌矩阵，把握抖音等新兴渠道机会，大单品策略将驱动品牌持续升级；华熙生物：全球透明质酸产业龙头，从原料业务向医疗器械、化妆品、食品等领域延伸，润百颜、夸迪等品牌 GMV 高速增长；上海家化：“简化”+“聚焦”助力盈利能力持续改善，品牌梳理彰显成效，玉泽品牌销售亮眼。
- **风险提示：**行业景气度下降风险；竞争加剧风险；新品研发、营销效果不及预期。

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级	
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	上期	本期
300957.SZ	贝泰妮	1.51	1.88	2.60	160.4	128.8	93.1	/	/
603605.SH	珀莱雅	2.37	2.97	3.68	74.5	59.4	48.0	/	/
688363.SH	华熙生物	1.35	1.69	2.28	171.2	136.8	101.4	/	/
600315.SH	上海家化	0.63	0.76	1.15	89.8	74.5	49.2	/	/

资料来源：德邦研究所

注：2021 及 2022 年 EPS 来自 wind 一致预期，采用 2021 年 6 月 7 日收盘价对应的 PE



内容目录

1. 电商平台促销力度增加，618 活动热度不减.....	4
2. 海外品牌持续领跑，国货品牌表现亮眼.....	5
3. 618 成为新品发布窗口期，品牌强化大单品战略	7
4. 投资建议.....	8
5. 风险提示.....	8

图表目录

图 1: 2021 年天猫、京东、拼多多 618 活动时间轴	4
图 2: 2021 年天猫及京东平台 618 大促规则及变化	5
图 3: 阿里全网护肤品类销售额 (亿元)	5
图 4: 阿里全网彩妆类销售额 (亿元)	5
图 5: 2021 年 6 月护肤品类热门店铺前十名	6
图 6: 2021 年 6 月彩妆类热门店铺前十名	6
图 7: 2021 年重点店铺 618 整体销售情况 (6.1-6.3 销售情况)	7
图 8: 618 成新品发布的重要窗口期	7
图 9: 2021 年重点店铺 618 产品销售情况 (6.1-6.3 销售情况)	8

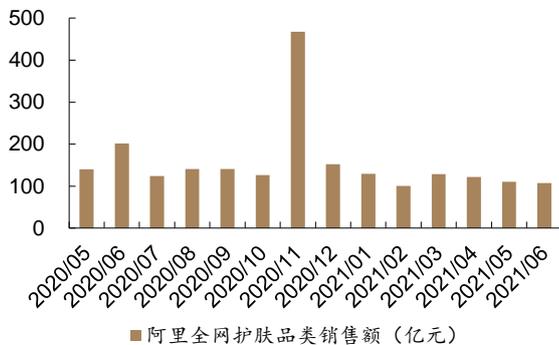
图 2：2021 年天猫及京东平台 618 大促规则及变化

天猫		
2021年规则	相较于2020年11.11变化	相较于2020年6.18变化
<p>预售期：5月24日20:00 - 5月31日</p> <p>开门红：6月1日 - 6月3日</p> <p>品类日：6月4日 - 6月13日</p> <p>预热期：6月14日 - 6月15日</p> <p>爆发期：6月16日 - 6月20日</p>	<p>相较于2020年双11的两波预售，2021年6.18仅一波预售；</p> <p>不用等到零点才开始支付定金，20点过后即可</p>	<p>相比于2020年预售提前，且不用到零点，20点即可开始付定金</p>
<p>跨店满200减30</p> <p>20天狂补100亿</p> <p>88VIP会员每人至少再领520元红包</p>	<p>2020年双11为跨店满300减40，2021年降低跨店满减门槛</p>	<p>2020年为跨店满300减40，2021年降低跨店满减门槛</p>
<p>商品预售标价≤商品现货标价，预售商品现货期不得优惠加码，</p> <p>报名多段活动，价格需保持统一</p>	<p>保证双11期间商品价格保持稳定</p>	<p>保证6.18期间商品价格保持稳定</p>
<p>正式推出天猫官方购物指南“天猫榜单”</p>		
京东		
2021年规则	相较于2020年11.11变化	相较于2020年6.18变化
<p>预热期：5月24日 - 5月31日</p> <p>专场期（开门红）：6月1日 - 6月3日</p> <p>专场期（品类日）：6月4日 - 6月15日</p> <p>爆发期：6月16日 - 6月18日</p> <p>续售期：6月19日 - 6月20日</p>	<p>相较于2020年双11的两波预售，2021年6.18仅一波预售</p>	<p>相比2020年预售周期缩短4天，去掉了第二波预售</p>
<p>满200减30</p>	<p>2020年双11为每满300减40和每满1000减60</p>	<p>2020年6.18为满300减40</p>
<p>超9成商品提供价保服务</p> <p>联动超300万家线下实体店</p>	<p>保证双11期间商品价格保持稳定</p>	<p>保证6.18期间商品价格保持稳定</p>
<p>百万预售订单享小时级/日级（偏远地区）送达</p> <p>部分预售订单可享分钟级送货</p>		

资料来源：天猫、京东、德邦研究所

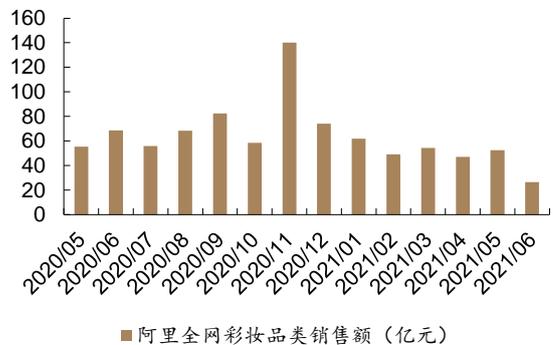
五月阿里全网销售数据表现较为平稳。根据淘数据显示，2021年5月护肤品类GMV为110.23亿元，同比-21.28%，环比-9.57%；彩妆类GMV52.59亿元，同比-5.17%，环比+11.67%，618大促对五月份的销售影响有限。

图 3：阿里全网护肤品类销售额（亿元）



资料来源：淘数据、德邦研究所
注：2021年6月数据采用6.1-6.5

图 4：阿里全网彩妆类销售额（亿元）



资料来源：淘数据、德邦研究所
注：2021年6月数据采用6.1-6.5

主播带货直播仍为重要渠道，品牌自播呈现新玩法。据 ECdataway 数据统计，618 预售首日，李佳琦直播间销售额 26.93 亿，销量 849.86 万件，观看人数达 1.06 亿；薇娅直播间销售额 21.85 亿，销量 617.42 万件，观看人数达 1.04 亿。6 月 1 日品牌自播销售情况来看，雅诗兰黛、兰蔻、欧莱雅等品牌分别位列全网第 2、5、7 名，多个品牌自播远超去年同期；今年活动的另一看点在于多位总裁参与直播活动，例如华熙生物副总经理李慧良、薇诺娜董事会成员董俊姿、完美日记创始人之一吕建华等，直播打开新玩法。

2. 海外品牌持续领跑，国货品牌表现亮眼

护肤品类海外品牌保持领先，国货品牌紧随其后。根据淘数据平台 6 月护肤品类热门品牌排名，欧莱雅一骑绝尘，以 247 万销售量、7.0 亿销售额领跑 6 月护肤品类消费。欧诗漫、玉泽、薇诺娜、珀莱雅、自然堂等国货品牌表现突出，在

热门品牌 Top10 中占据五席；销售额角度来看，前五名均为海外品牌，国货品牌薇诺娜、玉泽位列第 7、第 10 名，国货销量可观但客单价仍有待提高。

图 5：2021 年 6 月护肤品类热门店铺前十名

排名	品牌	销售量			市占率	品牌	销售额			
		销售量 (万份)	销售金额 (万元)	单价 (元)			销售量 (万份)	销售金额 (万元)	单价 (元)	市占率
1	欧莱雅	247	70,237	284	4.51%	欧莱雅	247	70,237	284	6.56%
2	玉兰油	102	30,424	300	1.85%	雅诗兰黛	81	48,130	594	4.49%
3	欧诗漫	95	8,209	86	1.74%	兰蔻	68	36,709	540	3.43%
4	薇诺娜	93	22,955	246	1.70%	后	37	30,815	826	2.88%
5	悦诗风吟	92	8,856	96	1.69%	玉兰油	102	30,424	300	2.84%
6	玉泽	92	20,097	219	1.68%	修丽可	27	27,160	1022	2.53%
7	珀莱雅	88	12,998	148	1.60%	薇诺娜	93	22,955	246	2.14%
8	芙丽芳丝	81	13,106	161	1.49%	海蓝之谜	13	20,681	1607	1.93%
9	雅诗兰黛	81	48,130	594	1.48%	蒂佳婷	54	20,520	382	1.92%
10	自然堂	73	8,702	120	1.33%	玉泽	92	20,097	219	1.88%
CR10		1,044	243,713	233	19.08%		813	327,728	403	30.59%

资料来源：淘数据、德邦研究所

注：数据为 6.1-6.5

彩妆品类海外品牌以高客单价排名靠前。根据淘数据显示，按销售额记，Top10 是海外品牌的天下，3ce、ysl、雅诗兰黛、阿玛尼等国际知名大牌以高客单价与强品牌力撬动市场份额，雅诗兰黛、阿玛尼、兰蔻的客单价均在 300 元以上，显著高于国货品牌。而按销售量计，国货品牌在 6 月彩妆品类热门品牌 Top10 中占据七席，其中新锐品牌 color key、完美日记、橘朵等表现不俗，客单价基本上未过百但销售量十分可观，用极高性价比的彩妆产品收获消费者青睐；而花西子以 146 元的客单价位列国货美妆客单价榜首。

图 6：2021 年 6 月彩妆类热门店铺前十名

排名	品牌	销售量			市占率	品牌	销售额			
		销售量 (万份)	销售金额 (万元)	单价 (元)			销售量 (万份)	销售金额 (万元)	单价 (元)	市占率
1	color key	205	14,262	69	6.14%	color key	205	14,262	69	5.38%
2	完美日记	129	8,840	68	3.87%	3ce	81	12,152	150	4.58%
3	3ce	81	12,152	150	2.43%	ysl	30	10,541	351	3.98%
4	橘朵	66	3,240	49	1.98%	完美日记	129	8,840	68	3.33%
5	unny club	65	2,900	44	1.95%	雅诗兰黛	25	8,707	343	3.28%
6	花西子	56	8,206	146	1.68%	花西子	56	8,206	146	3.09%
7	尔木萄	56	1,979	35	1.68%	阿玛尼	22	7,748	356	2.92%
8	健美创研	43	595	14	1.29%	魅可	33	6,768	204	2.55%
9	美宝莲	39	5,171	134	1.16%	兰蔻	17	5,898	337	2.22%
10	花洛莉亚	36	596	17	1.06%	美宝莲	39	5,171	134	1.95%
CR10		777	57,941	75	23.25%		639	88,293	138	33.30%

资料来源：淘数据、德邦研究所

注：数据为 6.1-6.5

多品牌客单价明显提升，成交情况略有分化。根据淘数据显示，本次 618 活动多个品牌实现了客单价的增长，较 2020 年双 11 相比，薇诺娜、珀莱雅旗下的珀莱雅和彩棠、丸美股份、御泥坊、夸迪等多个品牌均实现客单价的增长，润百颜和夸迪的平均客单价为 449 元、490 元，在国货品牌中保持领先。6.1-6.3 日成交情况来看，薇诺娜以 2.14 亿 GMV 保持领先，玉泽 GMV 为 1.98 亿/YOY+1274%，夸迪达 0.98 亿/YOY+21307%；玉泽、夸迪等品牌销售量超过去年双 11 同期水平，整体销售量略有分化。

图 7：2021 年重点店铺 618 整体销售情况（6.1-6.3 销售情况）

	2021年618累计成交			较2020年双11变动			较2020年618变动		
	销量 (万份)	销售额 (万元)	平均单价 (元)	销量 (%)	销售额 (%)	平均单价 (%)	销量 (%)	销售额 (%)	平均单价 (%)
贝泰妮 薇诺娜官方旗舰店	76.25	21,369	280.23	-68%	-59%	30%	124%	309%	82%
珀莱雅 珀莱雅官方旗舰店	75.65	11,533	152.45	-60%	-55%	12%	247%	300%	15%
珀莱雅 彩棠旗舰店	3.38	619	183.21	-63%	-63%	1%	850%	882%	3%
合计	79.03	12,152	153.76	-60%	-55%	11%	256%	312%	16%
佰草集官方旗舰店	6.79	1,409	207.59	-64%	-72%	-22%	213%	181%	-10%
玉泽官方旗舰店	89.12	19,820	222.40	4%	-22%	-25%	951%	1274%	31%
上海家化 高夫官方旗舰店	2.64	381	144.50	-78%	-77%	2%	18%	41%	19%
启初旗舰店	7.51	591	78.76	-76%	-81%	-18%	55%	122%	43%
合计	106.06	22,202	209.34	-28%	-37%	-12%	498%	794%	49%
丸美股份 丸美旗舰店	8.27	2,503	302.72	-65%	-64%	4%	97%	138%	21%
御泥坊旗舰店	20.43	3,074	150.48	-65%	-68%	41%	97%	192%	-40%
水羊股份 小迷糊旗舰店	11.88	726	61.13	-29%	-50%	-30%	91%	29%	-32%
合计	32.31	3,801	117.63	-70%	-66%	14%	43%	72%	20%
perfectdiary旗舰店	139.05	8,425	60.60	-75%	-83%	-31%	90%	61%	-15%
逸仙电商 小奥汀旗舰店	25.60	1,959	76.51	-68%	-74%	-16%	40%	37%	-2%
合计	164.64	10,384	63.07	-74%	-82%	-29%	80%	56%	-13%
润百颜旗舰店	12.73	5,716	448.93	-51%	-51%	-1%	315%	369%	13%
夸迪旗舰店	20.10	9,846	489.95	182%	318%	48%	16211%	21307%	31%
华熙生物 medrepair旗舰店	5.47	841	153.71	22%	17%	-4%	192%	199%	2%
biomeso旗舰店	7.00	1,582	226.02	120%	103%	-8%	1525%	1583%	4%
合计	45.30	17,985	397.04	12%	16%	4%	724%	997%	33%

资料来源：淘数据、德邦研究所

3. 618 成为新品发布窗口期，品牌强化大单品战略

618 成新品发布的重要窗口期，大促期间为新品助力引流。润百颜 4 月 1 日首发瓷敏大白管大白联名款，全店 24 小时销售额超 4280 万，获得天猫国货美妆单日第一名，618 大促期间销售 2.95 万件，销售量排名店铺第一名。玉泽 5 月 5 日推出臻安润泽修护蓝铜胜肽精华液，510 天猫国潮日单日 GMV 近 1500 万，当天成交数近 4 万套，成交额位列国货美妆 TOP1、美妆类目 TOP2。珀莱雅与中国航天跨界联名，推出定制款双抗精华及羽感防晒霜。多品牌在 618 促销活动前官宣品牌代言人，例如佰草集官宣张小斐、一叶子与迪丽热巴合作等。新品发布叠加明星营销，迎合 618 活动大促，将为品牌造势。

图 8：618 成新品发布的重要窗口期



资料来源：各品牌官方微博、德邦研究所

重点品牌持续强化大单品战略，产品取得亮眼表现。6 月 1 日第 1 小时内有 1700 个品牌成交额超过 2020 年，包括 Ulike、薇诺娜、珀莱雅、玉泽、逐本、COLOR KEY、润百颜等品牌，以薇诺娜为例，5 月 24 日预售当日，薇诺娜清透防晒乳预定量即接近 10 万套，6 月 1 日薇诺娜官方旗舰店开售 37 分钟，销售额

即超过去年全天水平。珀莱雅的双抗精华液 2.0、红宝石精华液 2.0 抗皱标杆等持续发力，明星单品羽感防晒霜表现突出。6.1-6.3 期间，玉泽的积雪草面膜销售额超过 8000 万，夸迪焕颜次抛原液销售额达 5529 万元、战痘次抛原液销售额达 3069 万元，两大核心单品占总销售额的 87.33%，大单品战略取得亮眼表现。

图 9：2021 年重点店铺 618 产品销售情况（6.1-6.3 销售情况）

店铺	产品	销售量 (万份)	销售金额 (万元)	单价 (元)
薇诺娜官方旗舰店	薇诺娜清透防晒乳 50g*2	12.53	4711.02	376
	舒缓修护冻干面膜 2 盒	6.03	1706.35	283
	舒敏保湿特护霜 50g*2	4.63	2482.27	536
珀莱雅官方旗舰店	烟酰胺面膜	28.43	3115.75	110
	羽感防晒霜	10.44	1451.65	139
	双抗精华液 2.0	5.29	1424.25	269
佰草集官方旗舰店	佰草集新七白美白套装	0.63	369.54	589
	佰草集新七白冻干粉	2.59	246.05	95
玉泽官方旗舰店	积雪草安心修护干面膜*1 盒	50.27	8093.39	161
	皮肤屏障修护保湿霜 50g	17.35	3974.18	229
	屏障水乳霜套组水 200ml 乳 100ml 霜 50g	6.75	4379.00	649
	神经酰胺调理乳 100ml	3.89	1096.98	282
九美旗舰店	蝴蝶眼膜多重胜肽提拉紧致眼周眼角纹抗皱	4.11	1513.92	368
	小红笔眼霜	0.99	422.71	428
御泥坊旗舰店	氨基酸泥浆精华面膜	8.63	1724.89	200
	果莓面膜	2.67	240.03	90
perfectdiary 旗舰店	名片唇釉雾面哑光新色唇彩	14.38	1005.45	70
	哑光唇釉雾面丝绒柔雾唇蜜	14.15	564.70	40
	天鹅绒唇釉莫奈红丝绒金丝绒口红	10.81	755.79	70
润百颜旗舰店	玻尿酸屏障调理次抛敏感肌精华原液瓷敏大白管	2.95	1471.00	499
	377 小灯管 VC 精华液次抛 5D 玻尿酸安瓶原液	1.60	750.40	469
夸迪旗舰店	夸迪 5D 玻尿酸焕颜次抛精华原液 30ml	9.91	5529.33	558
	5D 玻尿酸战痘次抛精华原液 30ml	8.34	3068.79	368

资料来源：淘数据、德邦研究所

4. 投资建议

建议关注贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、上海家化。敏感肌龙头企业贝泰妮，功能性护肤品赛道空间广阔，产品力优势突出，渠道具有深厚壁垒；珀莱雅：“6xN”战略赋能孵化品牌矩阵，把握抖音等新兴渠道机会，大单品策略将驱动品牌持续升级；华熙生物：全球透明质酸产业龙头，从原料业务向医疗器械、化妆品、食品等领域延伸，润百颜、夸迪等品牌 GMV 高速增长；上海家化：“简化”+“聚焦”助力盈利能力持续改善，品牌梳理彰显成效，玉泽品牌销售亮眼。

5. 风险提示

（1）行业景气度下降风险

借助化妆品行业红利公司快速发展，若经济下滑、投资者需求下降，将对整体经营环境带来不利影响。

（2）行业竞争加剧风险

化妆品竞争越发激烈，尤其是线上渠道，多个化妆品品牌积极推进敏感肌护理细分领域的相关产品，行业竞争格局趋于恶化。

（3）新品研发、营销效果不及预期

品牌新品开发未能贴合市场需求，研发情况不及预期，营销投入效果差，影响公司经营情况。

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：酒店、免税、人力资源、餐饮、旅游、医美、化妆品、茶饮、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
	2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入
增持			相对强于市场表现 5%~20%；
中性			相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持			相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。