



从流量时代到品牌时代，寻找中国的头部美妆集团

——颜值经济之化妆品行业深度之七

报告要点：

● **行业：下半年短期增速有所调整，品类渗透率提升、人均消费额增长的双重逻辑依旧未变，长期景气无忧**

2021年1-10月，限额以上单位商品零售同比增长15.1%，其中化妆品类同比增长16.7%，跑赢整体大盘。下半年以来行业增速略有调整，主要受去年前低后高的基数、化妆品新规、疫情反复下彩妆增速下滑等因素的影响，长期来看，化妆品行业景气无忧，品类渗透率提升、人均消费额增长的双重逻辑依旧未变。

● **品牌：新锐进入品牌时代，资本助力本土美妆集团崛起**

2015-2021年新锐品牌现象级爆发，呈现出多、快、细、资本涌入的特点。新锐品牌多采用“一带多”的爆品策略，集中优势选择一个SKU“打爆”再带动整个品牌增长，在品类红利和流量红利双重加持下快速崛起。当前时点品类红利转弱、流量红利下滑以及化妆品新监管时代的共同作用推动新锐品牌加速过渡到“品牌时代”，新锐品牌面临洗牌。另一方面，本土规模化美妆集团上市进程有加速的趋势，2020年以来明显加大研发投入并积极调整产品结构，资本助力下，美妆集团整体多品牌的布局趋势逐渐明朗，未来3-5年中国市场将会迎来多个突破百亿的化妆品集团。

● **渠道：线上渠道分散化，线下求变**

展望2022，我们认为线上平台将持续分散化，抖音以直播电商切分淘系美妆份额，京东疫情之后整体GMV增长良好。线下传统渠道后疫情时代缓慢恢复同时集体求变，而线下新锐美妆集合店、医美渠道等逐渐兴起成为一股新力量。

● **投资建议**

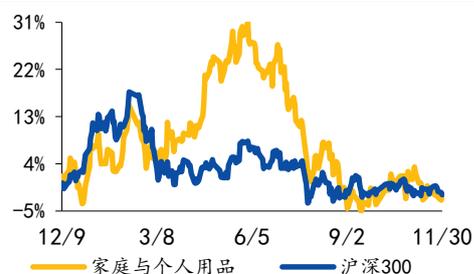
从投资角度来看，美妆上市公司20年二季度后迎来一波集中上涨，行业估值达到高位，2021年7月以来整体回调。展望明年上市美妆集团多品牌成长曲线将会越加明晰并在业绩上支撑公司持续成长，行业渠道的分化也会较大。建议：（1）积极布局渠道延展能力优、多品牌布局的公司。重点推荐：珀莱雅、贝泰妮、华熙生物。同时关注：上海家化、鲁商发展、逸仙电商、丸美股份。（2）上游制造端：今年原材料价格上涨导致制造端利润承压，明年随新品推出成本压力逐渐消化，上游盈利有望修复。推荐关注：青松股份。（3）美妆代运营方面，分散化的线上渠道格局也为代运营商提供新的渠道机遇，重点推荐：丽人丽妆、壹网壹创。

● **风险提示**

行业景气度下滑，疫情反复影响，海外品牌冲击

推荐|维持

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-化妆品行业双十一点评报告之二：淘系双十一增速放缓，国货护肤与彩妆分化》2021.11.16

《国元证券行业研究-化妆品行业2021年10月数据跟踪：大促前虹吸效应明显，薇诺娜、珀莱雅双十一第一阶段表现亮眼》2021.11.11

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 徐熠雯
 邮箱 xuyiwen@gyzq.com.cn

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 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
300957.SZ	贝泰妮	买入	205.69	87130	1.28	1.89	2.63	160.31	108.63	78.31
603605.SH	珀莱雅	买入	195.19	39235	2.37	2.93	3.62	82.47	66.58	53.90
600315.SH	上海家化	买入	42.44	28844	0.63	0.75	1.23	66.88	56.68	34.52
300740.SZ	水羊股份	买入	16.79	6902	0.34	0.54	0.90	49.19	31.36	18.73
605136.SH	丽人丽妆	买入	23.68	9520	0.85	1.08	1.22	27.90	21.89	19.47
603983.SH	丸美股份	增持	30.83	12388	1.16	0.64	0.78	26.62	48.11	39.40
300132.SZ	青松股份	增持	11.25	5812	0.89	0.24	0.78	12.61	46.34	14.45
300792.SZ	壹网壹创	增持	49.97	11928	1.30	1.70	2.18	38.47	29.38	22.96

资料来源：Wind，国元证券研究所

目 录

1.行业：短期略有调整，长期景气无忧	6
2.品牌：新锐进入品牌时代，资本助力本土美妆集团崛起	8
2.1 国货新锐：新锐进入“品牌时代”	11
2.2 本土美妆集团：分化加剧，寻找中国本土大集团	14
3.渠道：线上分散化，线下求变	22
3.1 线上：线上渠道分散化，淘系比重下降	23
3.1.1 淘宝天猫：美妆增长放缓，超头主播话语权加大	24
3.1.2 京东：加速品牌引入，美妆增长提速	26
3.1.3 抖音：起量迅速，生态逐步完善	27
3.1.4 快手：战略转型引入品牌及服务商，国货表现佳	29
3.2 传统线下：疫情后缓慢恢复，渠道求变	31
3.3 新型线下：新型美妆集合店兴起，但下沉难度不小，医美药店等渠道已成规模	33
3.4 旅游零售：对高端品牌尤为重要，和国内市场存在跷跷板效应	38
4.投资建议	41
5.风险提示	42

图表目录

图 1：限额以上企业商品零售总额当月同比增速及化妆品类当月同比增速（单位：%）	6
图 2：2020 年美妆个护细分赛道市场规模（亿）及同比增速	7
图 3：2020 年主要化妆品国家护肤品、彩妆人均消费额	7
图 4：2020 年全球 TOP 美妆个护市场及代表集团	8
图 5：2020 年全球 TOP10 美妆个护集团	8
图 6：主要化妆品国家本土品牌市场份额对比	9
图 7：我国化妆品市场不同国家的市场份额	9
图 8：主要化妆品国家大众本土品牌市场份额对比	9
图 9：主要化妆品国家高端本土品牌市场份额对比	9
图 10：80 年代以来海外品牌及本土品牌演进历程	10
图 11：天猫大促登顶细分类目 TOP1 的新锐品牌数量	11
图 12：2021 年 1-9 月部分美妆品牌大额融资	11
图 13：2015 年以来代表红利社媒渠道及美妆个护品牌	12
图 14：天猫平台头部新锐护肤及彩妆起量速度对比	13
图 15：2020 年 9 月-2021 年 9 月中国淘系彩妆一级类目及二级类目分析	13
图 16：爆款、大单品及品牌力关系模型	14
图 17：2020 年美妆成分搜索趋势	16
图 18：各类品牌对畅销品贡献占比（本土购买）	16
图 19：珀莱雅产品迭代	16

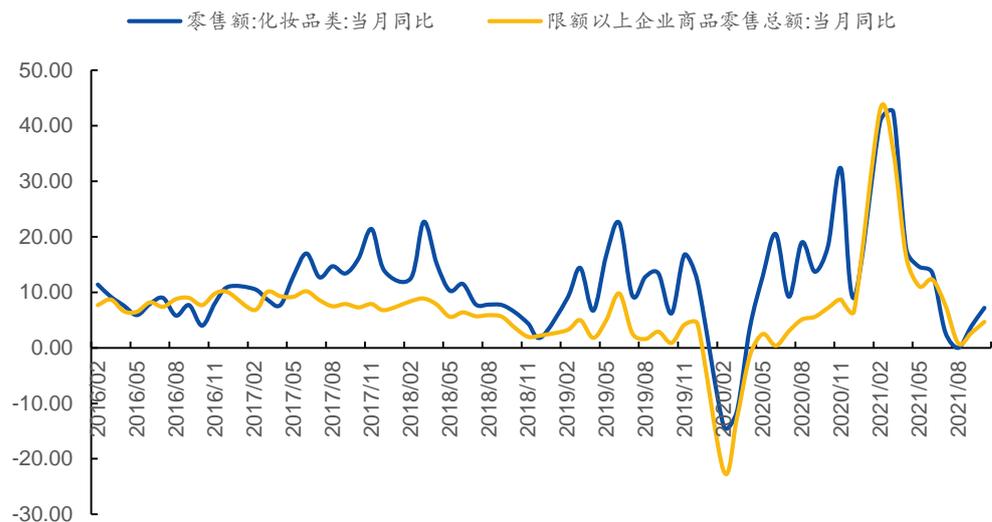
图 20: 韩国本土企业美容个护市占率	17
图 21: 国内部分创新产品形态	17
图 22: 头部美妆集团代表品牌天猫增速	19
图 23: 天猫 GMV 占整体零售额的比重	19
图 24: 2020 年化妆品零售终端各渠道同比增速 (%)	22
图 25: 2020 年度及 2021 前三季度部分上市公司分渠道增速	22
图 26: 2020 年及 2021 年 1-10 月国内主要电商平台美妆产品 GMV (亿元) 及同比增速 (%)	23
图 27: 2020 年及 2021 年 1-10 月国内主要电商平台美妆销售份额 (%)	23
图 28: 天猫 GMV 季度增速及阿里中国零售商业客户管理收入季度增速情况	24
图 29: 天猫双十一 GMV (亿元) 及增速情况	24
图 30: 淘系美妆大盘及彩妆、护肤成交额整体增速	24
图 31: 2021 天猫护肤及彩妆成交额月度同比增速	24
图 32: 近三年双十一预售首日李佳琦薇娅销售额 (亿元)	25
图 33: 2020 年、2021 年双十一预售首日起头直播间品类结构 (按链接数量)	25
图 34: 2021 年双十一预售首日起头直播间护肤品类销售金额及占比 (%) .	25
图 35: 19Q1-21Q3 京东收入 (亿元) 及同比增速	26
图 36: 19Q1-21Q3 京东产品、服务收入 (亿元) 及同比增速	26
图 37: 19Q1-21Q3 京东百货商品销售收入 (亿元)、同比增速及收入占比 ..	26
图 38: 19Q1-21Q3 京东平台和营销服务收入 (亿元)、同比增速及收入占比	26
图 39: 2021 年 1 月-2021 年 10 月京东美妆同比增速	27
图 40: 2019 年-2020 年 9 月月度京东美妆购买人数	27
图 41: 2021 年 M1-M10 抖音电商 GMV (亿元)	28
图 42: 抖音电商 2021M1-M10 护肤+美妆大盘	28
图 43: 2021 年 10 月抖音电商、淘宝天猫护肤类目不同年龄段用户成交画像 (以成交额为口径)	28
图 44: 抖音电商与淘宝天猫美妆成交均价 (元)	28
图 45: 2019Q3-2021Q3 快手电商 GMV (亿元)	30
图 46: 2019-2021.9 快手电商复购率 (%)	30
图 47: 快手与抖音美妆人群城市线级分布对比	30
图 48: 快手与抖音美妆人群年龄分布对比	30
图 49: 不同规模 CS 店 2020 年营收跌幅	31
图 50: 屈臣氏营业收入及增速	31
图 51: 2019-2021 年 51 个城市百货渠道护肤和彩妆销售额月度同比增长率	32
图 52: 2020 年化妆品品牌百货渠道柜台数量变化及变化类型占比	32
图 53: 2020 年化妆品品牌柜台数变化率分布	32
图 54: 中国新型美妆集合店市场规模及增速	33
图 55: 新型美妆集合店 THE COLORIST 调色师	35
图 56: 新型美妆集合店 HAYDON 黑洞	35
图 57: 调色师门店数量	36

图 58: 调色师 GMV 及增速	36
图 59: 调色师关店情况	37
图 60: WOW COLOUR 陆续有门店关闭	37
图 61: 专业皮肤护理产品市场规模	38
图 62: 2019 年中国消费者在全球免税市场消费金额	39
图 63: 2018 年全球免税业品类结构	39
图 64: 2015-2021Q1-3 海南离岛免税销售	39
图 65: 2015-2021Q1-3 海南离岛免税购物人次	39
图 66: 欧莱雅集团全球旅游零售业务收入 (亿欧元)、同比增速及占总收入比重	40
图 67: 雅诗兰黛集团中国区旅游零售业务收入 (百万美元)、同比增速及占总收入比重	40
图 68: 资生堂集团全球旅游零售业务收入 (亿日元)、同比增速及占总收入比重	40
图 69: 科蒂集团全球旅游零售业务收入 (百万美元)、增速及占总收入比重	40
表 1: 天猫美妆类目 21 年初至双十一期间 TOP15 的新锐品牌	12
表 2: 本土代表性头部美妆集团	15
表 3: 本土美妆集团近期研发布局	18
表 4: 本土美妆集团最新多品牌布局	20
表 5: 本土化妆品企业高端线布局	21
表 6: 国内代表的医用敷料产品对比	21
表 7: 美妆个护主要渠道及规模	22
表 8: 2021 年 2-10 月抖音电商美妆类目 TOP20 品牌旗舰店	29
表 9: 部分 CS 渠道门店数量变化、近期动态	31
表 10: 传统与新型美妆集合店商业模式对比	34
表 11: 新型美妆集合店品牌介绍	34
表 12: 2019-2021 年美妆集合店行业融资情况	35
表 13: 新型美妆集合店与传统美妆集合店单店模型对比	37

1.行业：短期略有调整，长期景气无忧

21年下半年行业短期增速有所调整，品类渗透率提升、人均消费额增长的双重逻辑依旧未变，长期景气无忧。2021年1-10月，限额以上单位商品零售同比增长15.1%，其中化妆品类同比增长16.7%，跑赢整体大盘。但从7月开始化妆品类增速由两位数迅速滑落，我们认为有以下原因导致：第一、2020年化妆品销售受到疫情影响呈现前低后高的局面，不少企业上半年尤其是一季度，受到疫情冲击下半年加大折扣力度来保证全年业绩，因而整体去年下半年基数相对较大。第二，今年5月1日起，《化妆品分类规则和分类目录》、《化妆品功效宣称评价规范》等法规正式实施，同时化妆品新注册备案平台也同步启用，化妆品行业正式进入功效时代，政策调整下新品推出速度在年中及三季度受到一定程度影响。第三，今年核心化妆品渠道天猫流量势能加速转弱，对部分品牌产生影响。第四，彩妆品类的社交属性较重，受到疫情反复以及去年高基数影响，短期增速回落。长期来看，化妆品行业景气无忧，品类渗透率提升、人均消费额增长的双重逻辑依旧未变。

图 1：限额以上企业商品零售总额当月同比增速及化妆品类当月同比增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 2：2020 年美妆个护细分赛道市场规模（亿）及同比增速

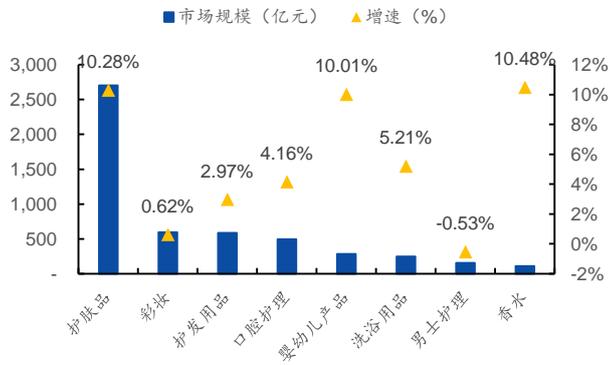
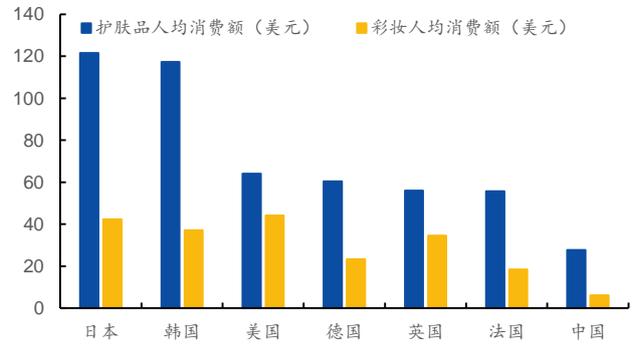


图 3：2020 年主要化妆品国家护肤品、彩妆人均消费额



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

2.品牌：新锐进入品牌时代，资本助力本土美妆集团崛起

头部前五大市场中，除中国外，均孕育出了全球前十的美妆企业，而中国美妆赛道本土大企业长期空缺。全球范围来看，美国、中国、日本、巴西、德国是世界前五的化妆品大国，美妆个护市场分别为 909/753/351/237/193 亿美金，头部前五大市场中，除中国外，均产出了全球前十的美妆企业，其中规模最大的美国拥有雅诗兰黛、宝洁、高露洁、强生四大集团，第三大市场日本拥有资生堂集团，巴西拥有这两年凭收购雅芳快速增长的 Natura&CO，而德国则拥有拜尔斯道夫，其 2020 年美妆收入 60 亿美金，而中国美妆赛道本土大企业一直处于空缺。

图 4：2020 年全球 TOP 美妆个护市场及代表集团

排名	国家	市场规模 (亿美金)	本国进入世界 TOP10 的美妆集团
1	美国	909	雅诗兰黛、宝洁、高露洁、强生
2	中国	753	空缺
3	日本	351	资生堂集团
4	巴西	237	Natura&CO
5	德国	193	拜尔斯道夫

图 5：2020 年全球 TOP10 美妆个护集团

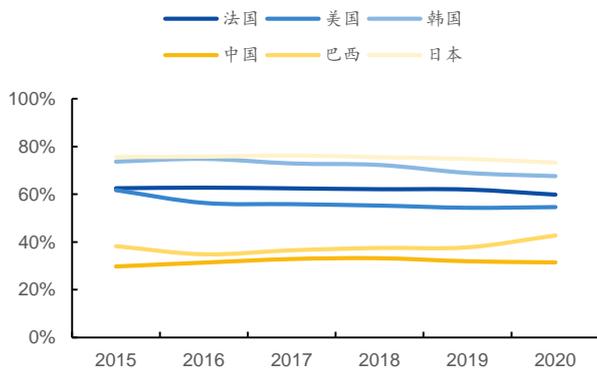
排名	国家	2020 年化妆品销 售额 (亿美金)	市值 (亿美金)
1	法国	319	2611
2	英国	241	1339
3	美国	142	1257
4	美国	138	3598
5	美国	136	655
6	日本	86	248
7	美国	76	4219
8	巴西	72	69
9	德国	65	275
10	法国	60	4122

资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

我国本土品牌市场份额显著低于日韩、美国、法国、巴西等化妆品大国，国货市占率提升缓慢，其中大众市场本土品牌市占率近年来持续提升但依然有差距，高端市场则一直未能有效突破。可统计范围内美妆个护赛道中国市场中本土集团的市占率为 31.38%，对比海外其他化妆品大国，日本/韩国/法国/美国/巴西在 2020 年本国化妆品集团市场份额占比分别达到 73%/68%/60%/55%/43%，均显著高于中国。2015-2018 年中国本土化妆品品牌市场份额小幅提升，而在 2019、2020 年，整体国货市场份额未能进一步扩大。拆分结构来看，大众市场本土品牌市占率持续提升但依然有差距，高端市场一直未能有效突破。2020 年，我国大众/高端化妆品市场本土品牌市占率分别为 45%/10%，近 10 年来大众市场上本土品牌市占率持续提升，但高端市场则一直在 10%~13%徘徊。对比全球其他化妆品大国，大众市场来看，日本/韩国/巴西/美国/法国的本土市占率分别为 77%/79%/52%/51%/56%，均超过 50%；高端市场来看，日本/韩国/美国/法国的本土市占率分别为 72%/59%/43%/83%，我国高端本土市占率远低于日韩、美国及法国。

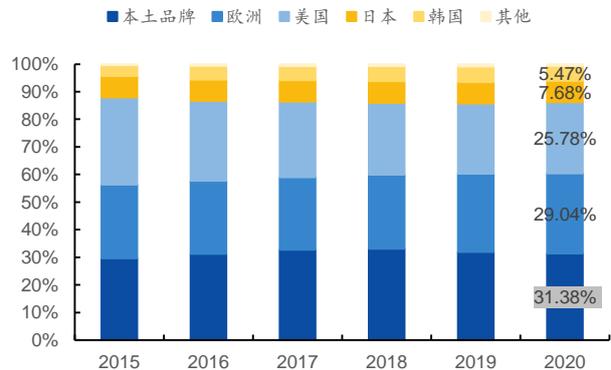
图 6：主要化妆品国家本土品牌市场份额对比



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

注：仅计算欧睿可统计范围内本国与海外品牌市场份额占比，与实际情况可能存在误差

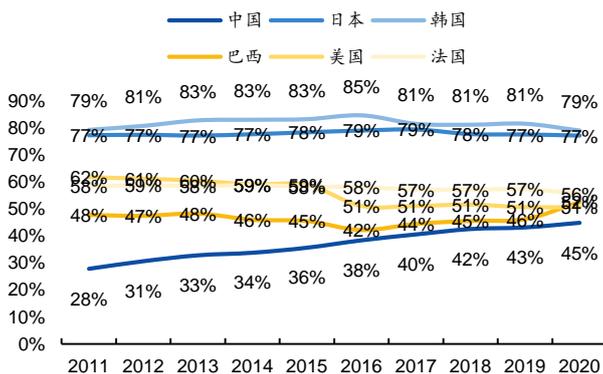
图 7：我国化妆品市场不同国家的市场份额



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

注：仅计算欧睿可统计范围内本国与海外品牌市场份额占比，与实际情况可能存在误差

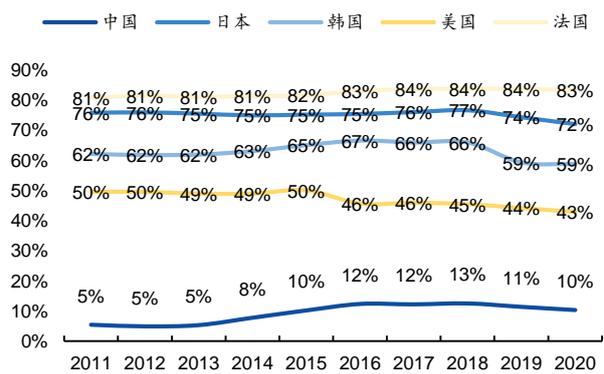
图 8：主要化妆品国家大众本土品牌市场份额对比



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

注：仅计算欧睿可统计范围内本国与海外品牌市场份额占比，与实际情况可能存在误差

图 9：主要化妆品国家高端本土品牌市场份额对比



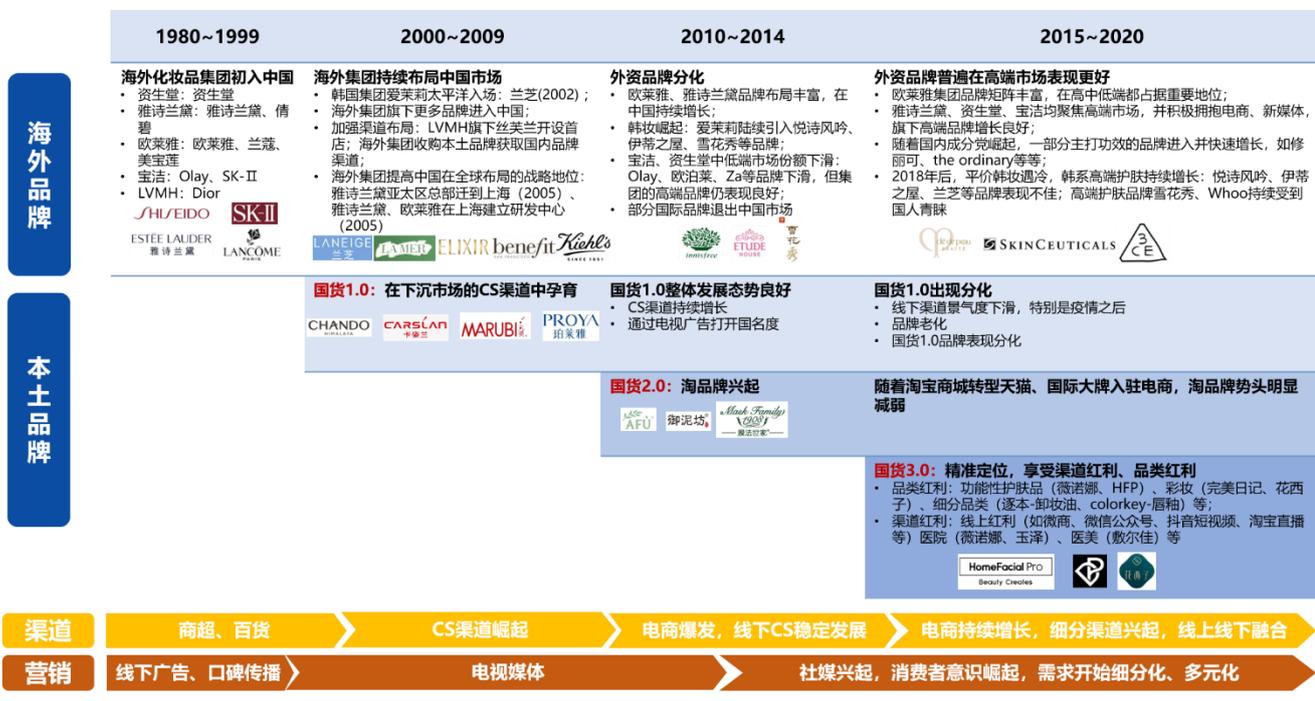
资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

注：仅计算欧睿可统计范围内本国与海外品牌市场份额占比，与实际情况可能存在误差

本土市占率较低，究其原因，我们认为：早期外资通过收购获取渠道资源、兼并竞争对手使得 80 年代前强势的国货品牌逐渐退出历史舞台，目前本土一线品牌成立时间基本集中在 2000 年以后，历史不过 20 年。而这 20 年中，国货内部面临了渠道、营销以及客群的剧烈变化，同时品牌的成长历程中长期伴随外资品牌的竞争，因而本土整体实力分散。（1）中国化妆品发展史可以追溯到 1829 年“谢馥春”品牌，上世纪 30 年代“双妹”、“百雀羚”等品牌快速发展，1962 年美加净品牌诞生，1986 年大宝品牌诞生、1992 年小护士成立，国内化妆品市场在 80 年代前由国货占据主导，但是整体行业规模较小，根据聚美丽数据，1987 年中国化妆品产值仅 19 亿元，生产企业约 100 家。从 20 世纪 80 年代开始，资生堂（1981）、强生（1985）、宝洁（1989）、联合利华（1989）、LVMH（1992）、雅诗兰黛（1993）、欧莱雅（1996）

等一批海外集团陆续进入中国，迅速抢占原来空缺的高端化妆品市场，并在国内通过并购的方式获取市场份额渠道资源、兼并竞争对手，典型案例包括2003年、2004年欧莱雅先后收购小护士和羽西，08年强生收购大宝，11年科蒂收购丁家宜。由此中国化妆品行业进入到了外资主导的阶段。(2) 2000年前后，中国化妆品迎来了第一次品牌潮(国货1.0)。2000年前后，在外资狙击大背景下，一部分国货品牌定位植物、草本或者东方文化与海外品牌形成差异化，如佰草集(1998)相宜本草(1999)、自然堂(2001)等；另一部分品牌则学习、借鉴国际品牌的营销方式、包装设计，但与国际品牌在价格、渠道上错位竞争，代表品牌有丸美(2000)、卡姿兰(2001)、韩束(2002)、珀莱雅(2003)等。这一阶段CS渠道成为了众多国内品牌的“母渠道”，由于海外品牌下沉困难，大量国产品牌错位竞争借助CS渠道，主打“农村包围城市”战略，借助低线城市做大。(3) 2010年后，我国电商渠道迎来爆发式增长，淘品牌兴起(国货2.0)。代表品牌包括阿芙(2003)、御泥坊(2006)、膜法世家(2007)等，凭借淘宝商城(天猫)的流量红利快速崛起，但快速增长后淘品牌随即面临从渠道品牌转型的压力，14/15年天猫加大对于国际品牌的引入和扶持，流量红利下滑，淘品牌面临增长压力。(4) 2015年以后，细分赛道红利、渠道红利带动新锐品牌(国货3.0)开始爆发。2015年以后，一方面，消费者需求逐渐多元化、细分化，带来了细分赛道红利；渠道方面，线上的社媒流量变迁带来红利，细分的微商渠道、医院、医美渠道等也在快速增长。双重红利孕育了一大批新锐品牌(国货3.0)，包括HFP(2016)、完美日记(2017)、花西子(2017)等等。

图 10：80 年代以来海外品牌及本土品牌演进历程



资料来源：各大公司官网，聚美丽，国元证券研究所

从近两年的变化来看，资本推动下新锐品牌加速崛起，并逐渐向真正的品牌时代进行过渡。而本土的美妆集团上市进程也有加速的趋势，行业的并购整合或将加快，同时本土大型美妆集团的多品牌的布局趋势逐渐明朗，未来3-5年中国市场将会迎来

多个突破百亿的化妆品集团。当前时点，我们认为应积极把握本土美妆大集团的崛起机会，布局多渠道多品牌能力强的美妆集团。

2.1 国货新锐：新锐进入“品牌时代”

2015-2021 年新锐品牌现象级爆发，呈现出多、快、细、资本涌入的特点。（1）**多：**新品牌极速涌现，21 年双十一，700 多个新品牌成为细分赛道第一，2021 年 618 共有 459 个新品牌登顶天猫细分类目 TOP1，2020 年 618 仅有 26 个，而在 2019 年双十一仅 11 个。今年双十一天猫美妆赛道共有 6 个破亿新品牌，分别是 Colorkey、逐本、至本、HBN、溪木源、瑗尔博士。（2）**快：**大量新品牌在成立后极短的时间内即完成了 1 亿销售额的突破，并实现快速放量。例如 Colorkey18 年成立，当年破 3 亿，19 年破 10 亿。根据 CBNDATA 2020 年新锐美妆增速高达 78%，远超整体美妆 23% 的增速。（3）**细：**聚焦细小品类、人群及场景，以细分爆品为切入点。（4）**资本快速涌入。**根据化妆品观察不完全统计，近三年来国内化妆品投融资事件从 2019 年的 15 起增长到 2020 年的 46 起，截止 2021 年上半年化妆品行业投资超 49 起，三年实现超 3 倍增速。

图 11：天猫大促登顶细分类目 TOP1 的新锐品牌数量

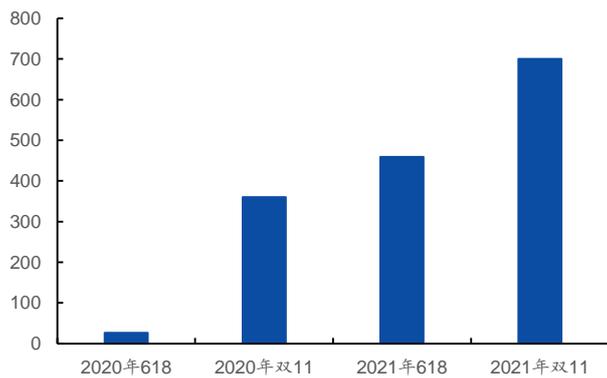


图 12：2021 年 1-9 月部分美妆品牌大额融资

品牌商	品牌类型	融资轮次	融资金额	投资方
溪木源	敏感肌肤护理	C 轮	3 亿人民币	Coatue Management, H Capital, 高鹞资本
AOEO	植物系护肤	A 轮	数亿人民币	红杉资本中国, Tiger 老虎基金
理然	男士化妆护肤	B+ 轮	3 亿人民币	Tiger Global 领投, 五源资本等跟投
蘭LAN	纯净护肤	A 轮	2 亿人民币	源码资本, 天图投资, 内向基金
雪玲妃	自然植物护肤	A 轮	数亿人民币	凯欣亚洲投资 Crescent Point
逐本	疗愈洁颜	B 轮	5000 万美元	元生资本领投, 元璟资本等跟投
花知晓	少女彩妆	A 轮	1 亿人民币	坤言资本
美尚股份	千禧一代潮酷彩妆、科研护肤	B 轮	4 亿人民币	金磁资本领投, 高盛等跟投

资料来源：天猫官方榜单，国元证券研究所；注：天猫对新品牌的定义为入驻天

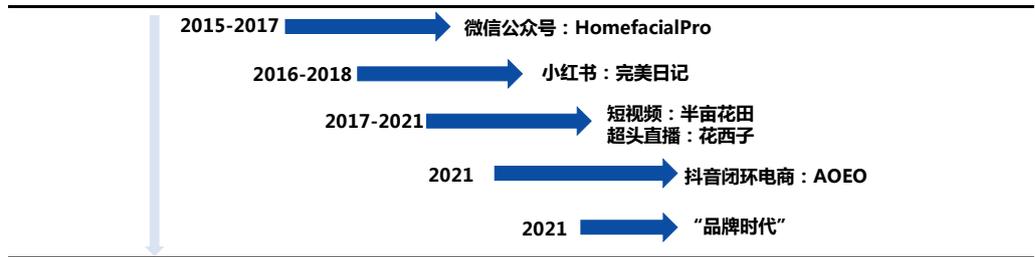
资料来源：艾瑞咨询，IT 桔子，国元证券研究所

猫不到三年，并且店铺类型为品牌旗舰店的品牌

爆品机会=品类红利 x 流量红利，新锐品牌多采用“一带多”的爆品策略，集中优势选择一个 SKU “打爆”再带动整个品牌增长。赛道的选择上，过去的五年，整个化妆品赛道有许多细分品类渗透率非常低，具备巨大潜能，例如彩妆、次抛精华品类、身体护理、香氛等，同时各个品类下蕴藏了不同价格带之间结构机会，例如成熟品类众多所谓“大牌平替”的产品及品牌跑出来。流量及渠道方面，此轮的新锐品牌兴起，流量的红利分别经过微商、微信公众号、小红书、短视频、超头直播、抖音闭环电商，线下渠道方面医美机构、医院药店等带来新的化妆品场景需求，这些都为品牌的成长提供了机会。以 AOEO 为例，该品牌成立于 2019 年，2020 年 5 月开始集中推广，2020 年公司天猫旗舰店破亿，成立一年整体规模突破 3 亿。21 年目前单天猫旗舰店销量已突破 3 亿。AOEO 以百元下的山茶花洁面乳作为首先突破的品类，虽然洁面是成熟品类但再细分“高性价比氨基酸洁面”属于需求高的蓝海品类且洁面品类消费者选择门槛不高。渠道方面，AOEO 抓住抖音直播流量红利，并借助与

KOL 阿纯的深度绑定实现销售的快速增长。

图 13：2015 年以来代表红利社媒渠道及美妆个护品牌



资料来源：国元证券研究所整理

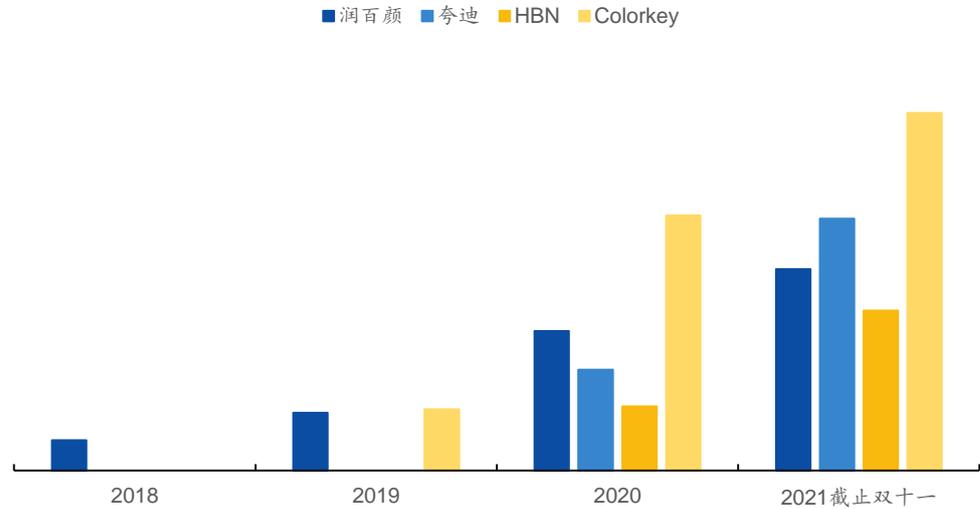
TOP15 的新锐品牌来看，彩妆爆发性更强，迅速占领高地，而护肤新锐则相对较慢且基本全部崛起于“成分党”。我们统计观察了淘内 TOP15 美妆护肤头部新锐品牌，其中彩妆品牌起量更快，短短 3-4 年时间，头部三大品牌中花西子、完美日记实现 0-30 亿的突破，Colorkey 预计 21 年也有望达到 30 亿。彩妆虽然爆发性强，但在品类特点上看彩妆产品迭代快速特别是色彩类产品，销售增长更加依赖于推新，整体消费者决策门槛低、忠诚度同样较低。护肤品牌相对彩妆起量更慢，爆发性略逊色，但用户忠诚度高于彩妆，特别是高阶品类。头部新锐护肤品牌 HomeFacialPro 天猫销售规模 20 年约为 15 亿左右，而排名靠前的新锐品牌润百颜预计今年整体全渠道规模达到 10 亿体量，整体头部护肤新锐体量小于彩妆。另一方面护肤赛道头部新锐品牌基本全部聚焦于“成分党”，不论是最早切入成分党赛道的 HFP、背靠华熙生物的夸迪、润百颜，背靠福瑞达的瑷尔博士，还是专注于敏感肌的成分党至本，护肤赛道中成分、科技力产品力显得至关重要。

表 1：天猫美妆类目 21 年初至双十一期间 TOP15 的新锐品牌

排序	品牌	成立时间	策略和品牌特色	天猫旗舰店今年至双十一累计 GMV
1	花西子	2017 年	空气散粉大爆品+李佳琦直播间红利+品牌定力	25 亿+
2	完美日记	2017 年	早期小红书流量红利+全域流量布局+快速推新	18 亿+
3	Colorkey	2018 年	空气唇釉爆品+全域营销能力	10 亿+
4	夸迪	2014 年	华熙原料背书+玻尿酸次抛爆品+李佳琦直播间红利	7 亿+
5	HomeFacilPro	2014 年	成分党+微信公众号红利	6 亿+
6	润百颜	2016 年切入护肤	华熙原料背书+故宫口红/玻尿酸次抛爆品	5 亿+
7	至本	2012 年	特色皮肤咨询服务+敏感肌成分党+洁面乳爆品	5 亿+
8	dralva	2018 年	创新微生态护肤+背靠福瑞达生物	5 亿+
9	逐本	2016 年	卸妆油爆品+李佳琦直播红利	5 亿+
10	半亩花田	2010 年	磨砂膏爆品+抖音短视频红利	5 亿+
11	HBN	2019 年	成分党，A 醇	4 亿+
12	PMPM	2019 年	以全球各地主题成分进行系列开发	4 亿+
13	橘朵	2016 年	彩妆红利赛道，单色眼影切入+小红书红利	4 亿+
14	AOEO	2019 年	抖音直播红利+氨基酸洁面大爆品	3 亿+
15	小奥汀	2013 年成立 2019 年逸仙电商收购	聚焦眼线笔睫毛膏细分品类，明星代言+全媒体 KOL 推广+IP 联名快速积累品牌声量	3 亿+

资料来源：天猫平台，淘数据，用户说，国元证券研究所

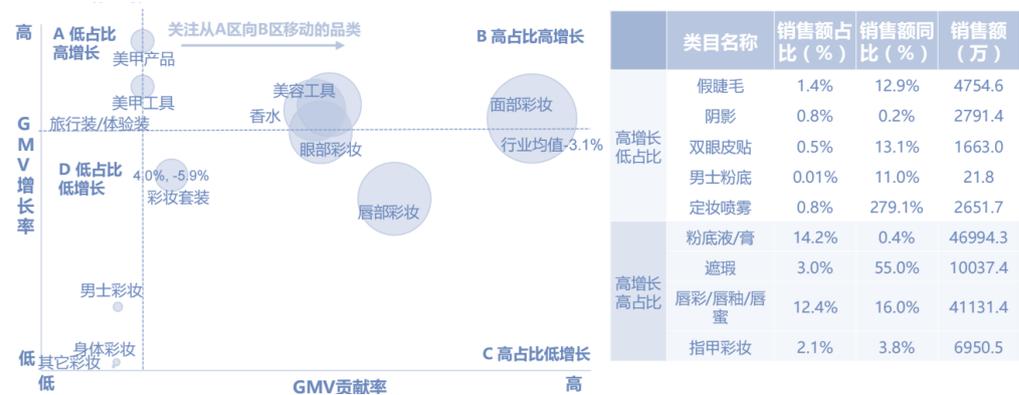
图 14：天猫平台头部新锐护肤及彩妆起量速度对比



资料来源：淘数据，国元证券研究所

值得警惕的是现阶段大品类红利减少，流量红利有所转弱。进入 2021 年底，我们看到品类的红利转弱。以彩妆为例，根据艾瑞咨询的数据 2020 年 9 月至 2021 年 9 月，彩妆护肤一级类目行业增长均值为-3.1%，其五大品类中底妆、唇部彩妆、香水、美妆工具、眼部彩妆中，除了美容工具表现相对较好外，其他大品类都出现了一定程度的下滑或增速回落。在经过前几年浩浩荡荡的彩妆创业潮后，彩妆赛道头部品牌格局基本稳定，花西子、完美日记、Colorkey 作为前三领跑国货彩妆赛道与其他国品牌拉开差距，彩妆品牌大规模跑马圈地时期已过。流量方面，在经历过微博、微信公众号、小红书、抖音短视频等流量平台红利之后，目前抖音与快手直播电商存在一定的流量机会，但全域社媒的运营已成为大多数品牌标配，时间差红利越来越少。

图 15：2020 年 9 月-2021 年 9 月中国淘系彩妆一级类目及二级类目分析

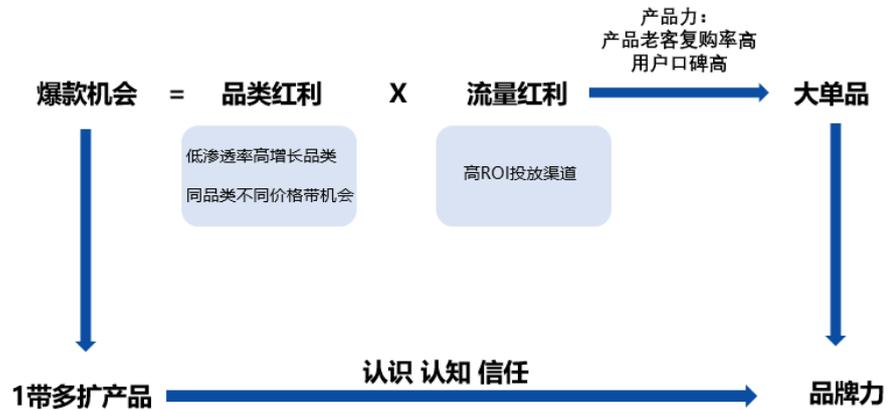


资料来源：艾瑞咨询，生意参谋，国元证券研究所

另一方面，我们认为爆品不等同于大单品，销量不等于品牌，不少新品牌将面临从渠

道品到品牌的考验。爆品依赖于新客，拉新尤为重要。而大单品依赖于新客叠加老客的持续复购，高口碑、高复购，整体单品利润率会随老客占比提升持续走高。同时销量的增长并不等同于品牌力的增长，我们认为只有随着大单品由 1-N，消费者形成从认识到认知再到信任，品牌力才算真正建立起来。

图 16：爆款、大单品及品牌力关系模型



资料来源：国元证券研究所

2022 年新锐或将逐渐进入品牌时代，部分新锐借助过去几年的渠道及品类红利晋升大型美妆集团，过去几年浩浩荡荡的化妆品创业潮或将逐渐降温（特别是彩妆板块），新锐面临洗牌。品牌的长期增长和价值由基本盘和增量共同决定，过去的几年新锐品牌的成长往往聚焦于做增量，而品类红利和流量的红利恰巧契合了新锐做增量的特点，当前时点品类红利减弱、流量红利的逐渐消退以及化妆品新监管时代的共同作用将推动新锐品牌加速过渡到“品牌时代”，新锐品牌面临洗牌。过去过度依赖于渠道和营销，靠不断拉新做大销量缺乏复购，缺乏产品力的新锐品牌将面临淘汰，头部新锐在资本的助推下已然步入头部美妆集团行列，而其他众多小而美的新锐品牌也为后续行业整合、并购提供基础。

2.2 本土美妆集团：分化加剧，寻找中国本土大集团

传统本土美妆集团面临渠道线上化、品牌年轻化、集团多品牌化的三重考验，疫情影响下线下渠道承压，转型窗口期缩短，头部品牌表现分化。根据欧睿数据，2020 年前五的本土化妆品（护肤+彩妆）集团分别为百雀羚集团、伽蓝集团、上海家化、上海上美及珀莱雅，而逸仙电商、贝泰妮作为新势力凭借彩妆和功能性护肤品两大细分赛道强势崛起进入前十。近年来传统本土强势品牌均面临共同的三大问题，即品牌年轻化、渠道线上化以及集团多品牌化。从集团增长角度来看，2020 年及 2021 年，整体国货头部集团表现分化，百雀羚、伽蓝集团欧睿口径下集团分别增长 1.52% 及 1.91%，未能跑赢化妆品（护肤+彩妆）大盘 8.40% 的增速。上海家化 21 年前三季度营业收入相较于 2019 年增长 1.66%，品牌及渠道持续调整中。上美整体在 18 及 19 年面临增长压力，公司从 2019 年 9 月 1 日开始改革调整，全面发力线上。而珀莱雅近年来年轻化和线上化转型表现不俗，线上的快速增长弥补了线下的下滑，21 年前三季度珀莱雅线上增速高达 74.25%。贝泰妮作为新进的美妆头部集团则开拓了一条截然不同的崛起之路，由医院药店渠道起家并依托于天猫放量，进入本土品牌前

十，随后开始拓展屈臣氏、连锁药店等新渠道，2020 年营业收入增长 35.64%，2021 年前三季度增长 49.05%，晋升为本土大型美妆集团。逸仙电商则通过完美日记品牌快速做大 GMV，今年陆续收购 Galenic、EVELOM、Dr.WU，跨越式布局多品牌矩阵。

表 2：本土代表性头部美妆集团

头部本土美妆集团	代表护肤及彩妆品牌	核心渠道	2020 年集团 护肤+彩妆零售额 (亿)	增速
百雀羚集团	百雀羚草本、三生花、气韵、海之秘、小雀幸、百雀羚男士	商超、屈臣氏	113	2%
伽蓝集团	自然堂、美素、植物智慧、春夏、珀芙研、COMO	百货、CS 渠道	106	2%
上海家化（已上市）	玉泽、佰草集、美加净、高夫、典翠、双妹	百货、线上	46	-15%
上美集团（待上市）	韩束、一叶子、红色小象、BiO-G	CS 渠道、线上	43	6%
珀莱雅（已上市）	珀莱雅、彩棠、悦芙媿、INSBAHA、CORRECTORS	线上、CS 渠道	40	14%
逸仙电商（新进，已上市）	完美日记、小奥汀、完子心选、EVELOM、GALENIC、Pink Bear、Dr Wu	线上	38	38%
贝泰妮（新进，已上市）	薇诺娜、薇诺娜宝贝、Beauty Answers、痘痘康	线上、药店	37	40%

资料来源：Euromonitor，各集团官网，国元证券研究所

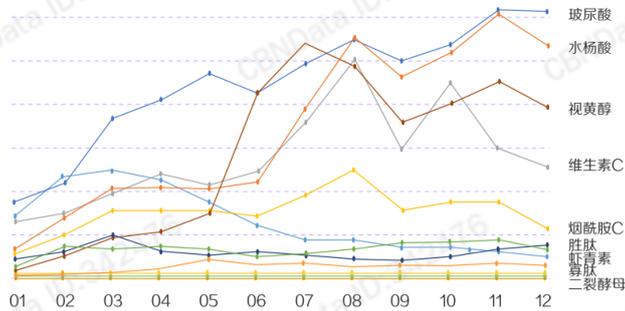
（1）产品：功效当道，品牌需要积极调整产品策略应对消费需求变动，构建产品壁垒，推进大单品策略。近年来我国化妆品赛道的产品趋势伴随人群发生变化，“成分党”崛起，90 后及 Z 时代的消费者成为推动化妆品增长的主要动力人群，同时他们在社媒渠道中占据高地，整体的产品和品牌认知对于其他年龄段消费群体影响广泛。

一、功效当道，消费者特别是年轻消费者对于功效的追求成为大趋势，有效成分随之备受追捧，2020 年美妆成分中，玻尿酸持续走高，水杨酸、视黄醇、维生素 C、烟酰胺排名靠前；增速上来看玻色因、二裂酵母、尿素酸、氨甲环酸、曲酸增长最为迅速。

二、产品即品牌。电视广告时代不少头部品牌采取基于品牌认知而非产品认知的打法，取得成功。而现阶段营销场景的分散化以及品效合一的营销模式下，品牌等于商品，聚焦资源的单品和单品类的突破变得极为重要，品牌需要通过产品实现连带，完成品牌心智塑造与维护。

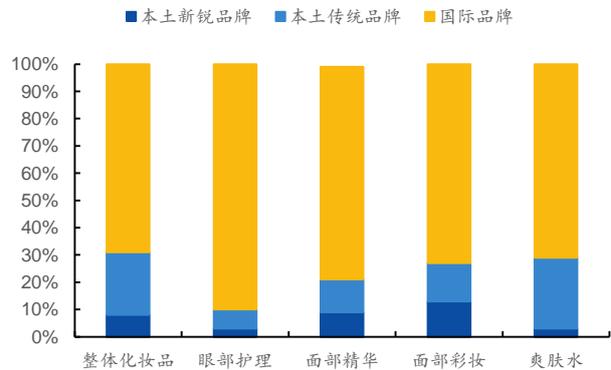
三、大单品策略。根据巨量算数，2020 年化妆品畅销品贡献了 25% 的销售额，且畅销品的平均销售额贡献持续提升，强有力的单品愈加成为品牌稳固市场份额的重要支撑。在大单品上，国际品牌根基稳固，而本土传统品牌则相对表现不足。品类上，国际品牌在 2020 年长效品种销售额占比扩张至 7 成，在眼部护理、面部精华、面部底妆等核心阵地上具备稳固根基，王牌单品深入人心。而国货品牌结构上基本以水乳霜等基础品类为主要优势，虽有不俗的群众基础，但是难言增量。

图 17：2020 年美妆成分搜索趋势



资料来源：巨量算数，国元证券研究所

图 18：各类品牌对畅销品贡献占比（本土购买）



资料来源：巨量算数，CBNDATA，国元证券研究所

注：畅销品指当年各子类消费者购买渗透率前 1% 的产品

对比本土美妆集团的核心单品，薇诺娜特护霜已建立超强心智，单品进入天猫 TOP3，传统头部美妆集团不断进行产品结构调整。以双十一为例，核心单品双十一销量占比往往较高，用户粘性强，从今年 11 月 TOP100 的护肤单品上来看，贝泰妮旗下薇诺娜单品表现极佳，特护霜单月销售额破 3 亿，在所有单品中排名前三，其他产品包括清透防晒乳、舒缓修护冻干面膜、保湿丝滑面膜也均取得的破亿或者接近破亿的成绩，整体薇诺娜大单品采取逐个突破的方法，成绩在国货集团中最为突出。珀莱雅今年的凭借对于早 C 晚 A 趋势的精准把握以及大单品策略的调整，也取得了不错的表现，其精华产品 11 月破亿，带动公司单月天猫成交额超 7 亿。而其他头部国货品牌，如欧诗漫、百雀羚、自然堂、相宜本草，在双十一期间多以面膜作为主推爆品，而面膜品类整体在积累用户心智方面稍显不足。

图 19：珀莱雅产品迭代

套盒系列 适合线下	流量爆品 拉新破圈		尝试大单品 留存复购				升级迭代大单品 提价收割		
	2018年及以前	2019年上半年	2020年2月	4月	7月	11月	2021年2月	4月	4月
以适合于线下CS店渠道的水乳霜套盒产品为主	泡泡面膜销量迅速崛起，在抖音美容护肤榜排名第一，天猫面膜销售第一，月销售额6000w+	INSBAHA粉底液，月销30w+件，双十一销量35w+	红宝石精华，核心成分2%麦角硫因+虾青素+肌肽+Collrepair，麦角硫因	双抗精华，核心成分2%麦角硫因+虾青素+肌肽+Collrepair，麦角硫因	双抗小夜灯眼霜，双抗配方的基础上，添加高浓度Meiview芽孢杆菌提取物、Rovisome复合咖啡因，具有提亮眼周、祛黑眼圈功效	红宝石面霜，核心成分5%四重信号肽、5%神经肽，轻盈版、滋润版两种质地满足不同肤质需求	源力修护精华，核心成分Seadermium芽孢杆菌提取物+德国BASF专研Perlaura寡肽根提取物	双抗精华2.0，采用2%麦角硫因+虾青素+EUK134+LIPOCHROMAN-6抗氧成分矩阵，以及1%脱羧肌肽+Collrepair抗糖成分，提升抗糖、抗氧功效，同时肤感更水润、铝材包装显示科技感	红宝石精华2.0，将六胜肽-8更换为六胜肽-1，抗皱效率提升10倍，添加维A醇Booster，进一步强化抗皱功效，提高稳定性，并减少配方冗余成分，同时采用真空包装锁鲜防污染

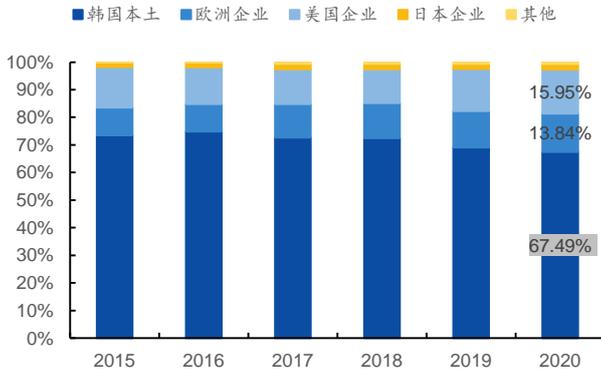
资料来源：珀莱雅官方公众号，国元证券研究所整理

本土化产品、本土化的核心成分以及契合本土需求的微创新有望帮助本土企业在产品上取得成功。回顾韩国本土集团的崛起，同样面临着欧美日品牌的强势竞争，但韩国美妆企业依然在高端和大众渠道上均取得了最高的市场份额，我们认为有以下经验值得借鉴：一、聚焦本土成分，以爱茉莉太平洋集团为例，公司一直致力于本土植物原料的研究开发，其核心的人参、绿茶、豆类等本土原料为雪花秀、悦诗风吟、吕

等品牌奠定了品牌基础。二、契合本土需求的产品创新，包括气垫、睡眠面膜等创新产品形式，带动韩国本土化妆品企业的增长。从我国市场来看，次抛精华、冻干面膜等创新的产品形式，广泛受到消费者青睐，且本土品牌受益明显。本土成分如薇诺娜的青刺果、马齿苋也为品牌提供较强背书。

图 20：韩国本土企业美容个护市占率

图 21：国内部分创新产品形态



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

资料来源：天猫旗舰店，国元证券研究所

注：公司份额为欧睿可统计范围内企业中各地企业的市场份额，不包含欧睿无法抓取的公司，与实际情况存在误差。

(2) 研发：研发实力+本土需求的精准把握将构建本土美妆集团核心护城河，“功效时代”本土企业对于研发重视程度明显提升，规模企业在研发投入上具备优势。过去中国化妆品集团被认为“重营销而轻研发”、“重应用研究轻基础研究”，今年以来我们看到本土美妆集团对于研发重视程度明显提升，特别是在 5 月 1 日新化妆品分类规则及功效宣称规范等法规生效后，整个化妆品行业进入高功效时代。上市公司中珀莱雅与全球原料头部厂商帝斯曼（中国）有限公司、德国巴斯夫（BASF SE）、亚什兰（Ashland）签署战略合作协议，同时引入前上海家化首席科学家魏少敏负责基础研究。逸仙电商搭建 Open Lab 开放型研发体系，以逸仙电商为主导，将原料端、研发端、生产端等全球顶尖合作伙伴纳入其中，目前深度合作中科院化学研究所、华中科大国家纳米药物工程技术研究中心、森馨科技集团、法国里昂大学医学院 3D 皮肤研究所、法国植物干细胞培养机构 Naolys 等机构，同时今年与上海瑞金医院共同组建医学护肤联合实验室，双方将以医学护肤临床研究和产学研领域为主开展转化和研究合作。贝泰妮方面，长期坚持医研共创的模式，与皮肤科头部医院开展合作，并依托于植物王国云南开发高功效的天然成分，今年公司在昆明投资设立全资子公司云南特色植物科技有限公司聚焦云南特色植物深入研究开发功效性产品，注册资本为 1 亿元。相比于海外大牌，国产品牌有望凭借对于本土需求的精准把握叠加研发投入提升，构建自身核心护城河。

表 3：本土美妆集团近期研发布局

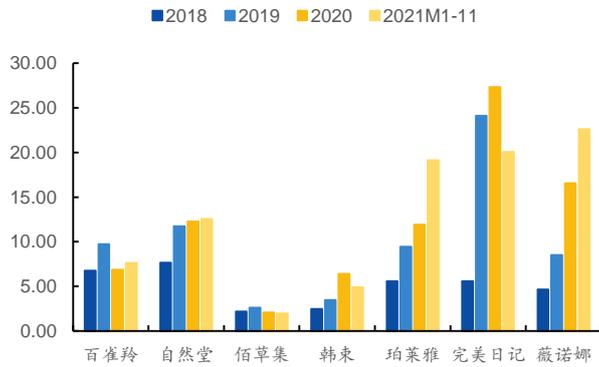
公司	布局
贝泰妮	拟于昆明斥资 1 亿元设子公司开展试验技术研究等相关业务
珀莱雅	1) 与全球原料头部厂商帝斯曼（中国）有限公司、德国巴斯夫（BASF SE）、亚什兰（Ashland）签署战略合作协议； 2) 与两家尖端海洋生物技术研究院——法国海洋生物技术专家 CODIF、法国国家海藻研究机构 CEVA 形成了战略合作关系，并挂牌成立了海洋护肤研究中心； 3) 引入前上海家化首席科学家魏少敏负责基础研究 4) 发行可转债，募集资金 7.5 亿，其中 1.945 亿用于龙坞研发中心建设项目
丸美股份	1) 推进与路博润、CRODA 禾大、DSM 帝斯曼等国际知名原料商的战略合作，从皮肤微生态、绿色护肤和抗敏抗衰等领域展开研究； 2) 联合中山大学光华口腔医院、广东省农科院、哈尔滨工业大学等高校、科研院所，分别在口腔护理、生物材料和超分子等领域展开合作研究； 3) 与暨南大学基因工程药物国家工程研究中心校企共创重组人源化胶原蛋白，成功应用于新生物科技抗衰品牌“美丽法则”并推向市场。
上海家化	与全球领先的化工公司巴斯夫确立科技创新合作关系，将获取符合市场需求的全球尖端创新技术、独家订制的先进原料和解决方案
诺德溯源	正式与基因工程药物国家工程研究中心达成战略合作，双方共同建设的功能性护肤联合实验室揭牌成立。
浙江宜格	1) 与科丝美诗联合成立子公司； 2) 全新综合研发中心正式投入使用
逸仙电商	1) 与华中科技大学国家纳米药物工程技术研究中心共建联合实验室； 2) 与上海瑞金医院共同组建医学护肤联合实验室

资料来源：品观 APP，聚美丽，国元证券研究所

(3) 渠道：头部集团需要有跨越渠道周期的能力，并且具备抓住渠道红利的能力。

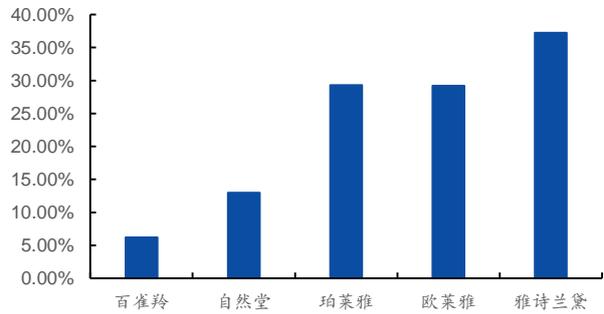
回顾海外头部的美妆集团，布局合适的渠道，同时抓住新渠道增长的机会，是品牌做大做强的重要条件。目前国内的头部美妆集团形成两大阵营，一类以传统线下起家，拥有较为强大的线下经销体系和销售网络，但近年来面临着线下渠道景气度下滑的困境。目前中国前五大本土集团均起家于线下，其中百雀羚在大型连锁商超（大润发、沃尔玛、家乐福等）及屈臣氏等渠道占据较大份额，自然堂则在百货渠道、CS 渠道有较强优势，上海家化过去的渠道布局最为全面，但内部调整导致品牌负重前行。珀莱雅、上美则均起家于 CS 渠道。这些传统强势品牌共同面临几大问题：线上客群和线下客群差异较大、品牌定位的割裂、多渠道的控价问题等。从目前来看，珀莱雅线上化较为成功，以天猫 GMV 占零售比重看，珀莱雅和欧莱雅接近，远高于自然堂及百雀羚，把握住了这几年线上渠道的高增长。而另一类头部国产品牌则成立或者快速发展于 10 年以后，包括贝泰妮集团、逸仙电商，这类规模企业的线上占比较高，近年来不断加大线下布局，扩大销售大盘，目前来这类品牌主要是错位进入新型美妆集合店、自建单品牌店、根据品牌错位进入医美院线、月子会所等新线下渠道。

图 22：头部美妆集团代表品牌天猫增速



资料来源：淘数据，生意参谋，国元证券研究所

图 23：天猫 GMV 占整体零售额的比重



资料来源：Euromonitor，淘数据，生意参谋，国元证券研究所

注：仅统计品牌护肤+彩妆的规模，未包括美发、个护等品类。其中品牌总零售额选取自欧睿数据，与实际销售额可能存在差异。

(4) 集团多品牌化：孵化与并购并举，资本加速多品牌集团化，上市公司具备优势。
 从海外美妆的发展历程来看，多品牌策略是美妆集团做大做强的必由之路，欧莱雅集团超 30 个品牌绝大多数靠并购纳入，资生堂则侧重于本土自有孵化，雅诗兰黛集团则品牌孵化+并购并举。当前对于头部本土美妆企业多品牌的发展成为核心课题，从目前品牌表现来看，拥有两个和两个以上 30 亿+品牌的本土美妆集团空缺，而拥有两个及两个以上 10 亿+品牌的规模企业仅上美及广州环亚，大多数的美妆集团依然以单品牌为主。近两年来，整体美妆集团上市进程加快，为自有孵化及并购品牌提供了资本支持，同时新锐品牌逐渐成熟也为未来国内市场的并购整合带来更多可选标的，上市美妆集团有望加快多品牌布局。

表 4：本土美妆集团最新多品牌布局

	护肤品牌							彩妆品牌			个护品牌	其他品牌
	高档高端 (1000元以上)	高档中端 (500元以上)	大众高端 (250-500元)	大众中端 (100-250元)	大众低端 (100元以内)	功效性护肤品牌	婴童品牌	高档 (300元以上)	中档 (100-300元)	大众 (100元以内)		
珀莱雅		科瑞肤	珀莱雅	悦芙媞					彩棠	insbaha		
贝泰妮						薇诺娜 痘痘康、 Beauty Answers、 资润	薇诺娜宝贝					
华熙生物		夸迪	润百颜	肌活		米蓓尔						
上海家化		双妹	佰草集 典萃	高夫	美加净	玉泽	启初				六神	汤美星 家安
丸美股份			丸美	春纪						恋火		
鲁商发展			善颜	途润		颐莲 瑗尔博士			UMT		伊帕尔汗	
上海上美				韩束	一叶子	高肌能	红色小象					
伽蓝集团		美素		自然堂 植物智慧	春夏	珀芙研				COMO		
广州环亚			即肤	美肤宝	法兰琳卡						滋源	MOR、妙 芙谜、 KEEPY
百雀羚				百雀羚	三生花							三生花
相宜本草				相宜本草								

资料来源：各公司官网，公司公告，Euromonitor，国元证券研究所整理

注：其中

- 代表 20 年品牌零售额 60-100 亿
- 代表 20 年品牌零售额 30-60 亿
- 代表 20 年品牌零售额 10-30 亿
- 代表 20 年品牌零售额
- 代表 20 年品牌零售额 1-5 亿
- 代表 20 年品牌零售额不到 1 亿

从品牌布局上看，我国本土集团长期在高端布局不足，今年不少集团开始尝试布局高端，同时一些新品牌通过错位进入医美医院等新渠道，推出消费者接受度高的本土高价格带产品。长期以来我国本土化妆品牌主要以大众为主，在高端布局的品牌有限，近年来本土美妆集团也在不断加大对于高端品牌的布局，补充品牌矩阵的空缺。贝泰妮明年计划推出新的抗衰品牌，价格带在 1000 元左右，华熙生物旗下高端品牌夸迪今年放量迅速，珀莱雅也推出了定位中高端的功能性护肤品牌科瑞肤。另外，不

少品牌以医美、医院渠道进行布局，整体价格带也进入高端水平，且在封闭的医美术后渠道中，消费者对于高价格带产品接受度高，并与欧美品牌形成错位竞争。

表 5：本土化妆品企业高端线布局

公司	布局计划/进展
伽蓝集团	旗下自然堂品牌陆续推出高端系列产品，如金钻微雕、喜雪系列等等
贝泰妮	明年计划推出高端抗衰品牌
珀莱雅	旗下科瑞夫品牌为高功效型的中高端护肤品牌。
华熙生物	旗下夸迪品牌为致力于“冻龄·抗初老”的高端品牌。
上海家化	旗下双妹为老牌高端品牌； 公司对佰草集的品牌形象做了全新升级，推出佰草集太极高端系列

资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

表 6：国内代表的医用敷料产品对比

	敷尔佳	创福康	可复美	芙清		
产品图片						
产品名	敷尔佳医用透明质酸钠修护贴（II类）	胶原贴敷料（III类）	胶原贴敷料（II类）	类人胶原蛋白敷料（II类）	医用促愈功能性敷料（II类）	卡波姆湿性修复功能性敷料（II类）
产品单价	白膜 27.7 元/片； 黑膜 36.8 元/片	39.6 元/片	35.6 元/片	39.6 元/片	33.6 元/片	33.6 元/片
核心成分	玻尿酸，黑膜玻尿酸分三螺旋活性胶原，接近人体胶原结构，III类 子更小	款胶原浓度大于 1000ug/ml	类人胶原蛋白原液	玻尿酸，含十三肽专利成分，起到抑菌抗炎、调理油脂等作用	含低聚原花青素 OPC 与 γ -聚谷氨酸成分，起到抑制黑色素、加速皮肤循环作用	
功能功效	适用于医美术后，以及轻中度痤疮，可促进创面愈合与皮肤修复，其中芙清两款医用敷料具有抗菌抗炎、改善皮炎之功效					

资料来源：公司官网，天猫，国家药监局，国元证券研究所

3.渠道：线上分散化，线下求变

拆解整个美护渠道，整体美妆电商规模超过 3000 亿，其中以淘系为核心 2020 年预计整体占比超过 70%，其他主要的线上渠道包括京东、唯品会、微信等，2021 年以来以抖音和快手为核心的内容电商快速增长。线下传统渠道以化妆品专营店、商超、百货渠道为主，线下渠道规模超 2700 亿，新型美妆集合店、医美终端医院药店等新渠道近两年兴起。疫情之前旅游零售渠道也是中国消费者重要消费渠道，据 TWFA，中国居民在全球各地区购买免税商品规模超过 2300 亿，若按 2018 全球免税及旅游零售市场中香化 40% 的占比来计算，整体 2019 年中国消费者在各地消费的免税香化规模超过 900 亿，2020 年以来受疫情这部分消费主要由离岛免税、及本土渠道消化。

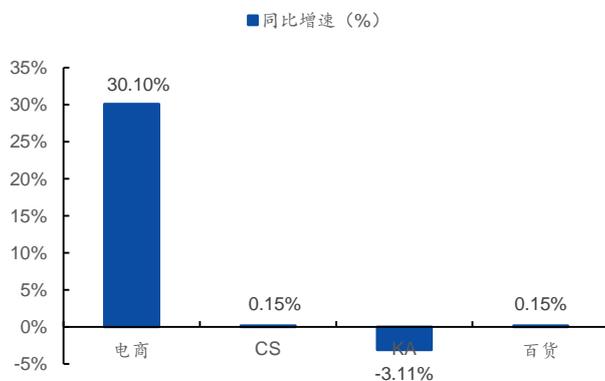
表 7：美妆个护主要渠道及规模

地区	渠道	2020 规模 (亿)	
本土购买	线上	天猫+淘宝	约 2700
		京东	约 280
		唯品会	约 140
	线下	微商	2019 年超过 300 亿
		CS	916, 其中新型美妆集合店 32 亿
		KA	977
旅游零售	免税	868	
		估算 2019 中国旅游零售中免税香化规模 900 亿	

资料来源：Euromonitor，淘数据，Kantar Worldpanel，京东商智，唯品会财报，艾瑞咨询，国元证券研究所

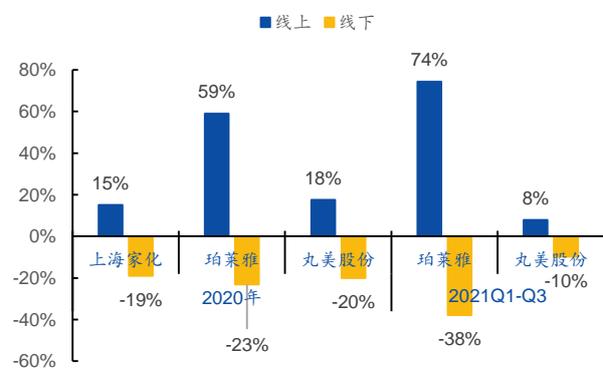
疫情后，线下渠道整体萎缩，线上增长可观。根据欧睿数据 2020 年电商渠道增长 30.10%，美妆专营店+0.15%，商超渠道下滑 3.11%，百货渠道增长 0.15%。从上市美妆企业来看，2020 年上海家化、珀莱雅、丸美股份线下分别下滑 19%、23%及 20%。21 年前三季度，上海家化线下持续承压，珀莱雅线下加速下滑 38%，丸美股份线下则继续下滑 10%，整体线下百货、CS、商超等渠道压力较大。

图 24：2020 年化妆品零售终端各渠道同比增速 (%)



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 25：2020 年度及 2021 前三季度部分上市公司分渠道增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

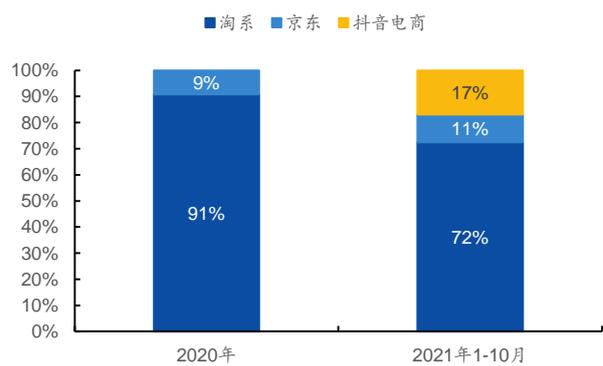
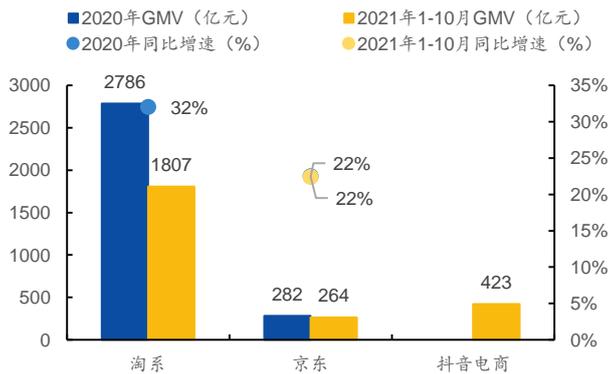
展望 2022，我们认为线上平台将更加分散化，线下传统渠道后疫情时代缓慢恢复同时集体求变，而线上新锐美妆集合店、医美渠道等逐渐兴起成为一股新力量。线上方面，电商红利见顶，线上逐渐进入存量竞争，同时整体线上渠道分散化趋势明显，抖音以直播电商的方式切分淘系美妆份额，京东疫情之后整体 GMV 增长良好。线下方面，传统 CS 渠道尾部出清，大型连锁 CS 店屈臣氏、丝芙兰等积极推进新零售变革，百货专柜也在积极寻求形象升级、服务升级，提供与线上差异化的产品和服务。新型美妆集合店伴随消费群体迭代兴起，医美、医院药店等渠道已成规模。

3.1 线上：线上渠道分散化，淘系比重下降

线上美妆大盘持续增长，淘系占比下降，京东份额提升，抖音电商异军突起。2021 年 1-10 月淘系+京东+抖音美妆大盘合计约为 2494 亿元，同比增长 15%，持续增长，但相较 2020 年同期增速 32%有所放缓。分平台看，2021 年 1-10 月淘系美妆成交额 1807 亿元，占比从上年的 90%+下降至 72%，京东 264 亿元，同比增长 22%，占比由上年的 9%提升至 11%，抖音电商异军突起，1-10 月成交额达到 423 亿元，占比达到 17%。

图 26：2020 年及 2021 年 1-10 月国内主要电商平台美妆产品 GMV (亿元) 及同比增速 (%)

图 27：2020 年及 2021 年 1-10 月国内主要电商平台美妆销售份额 (%)



资料来源：淘数据，飞瓜数据，京东商智，国元证券研究所

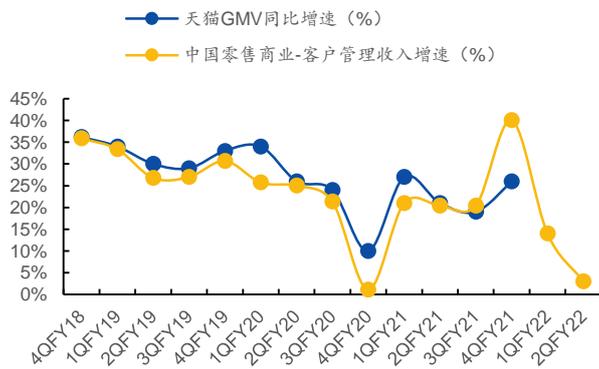
资料来源：淘数据，飞瓜数据，京东商智，国元证券研究所

二选一政策打破后，各平台加速品牌及商家引入，对淘系造成分流。2021 年以来淘系整体增速放缓，二选一政策打破后，众多品牌开始在淘外积极开设官方旗舰店，对淘系造成分流，同时 20 年底抖音开启电商闭环后，整体引流至淘系成交金额大幅下滑，给淘系造成巨大压力。但由于淘系基础设施及生态建设最为完善，多数品牌依然倾向以天猫作为主阵地。Q2 开始，京东美妆加速品牌引入，国际大牌娇兰、纪梵希、雅诗兰黛等积极入场。抖音电商 2020 年 6 月从扶持达人转向引入品牌号，招募 100 个大快消行业头部品牌率先入驻，国货品牌入驻较为积极，其中较早进入抖音的品牌如花西子、珀莱雅、欧诗漫长居美妆销售榜单前三，新锐品牌 PMPM 等也获得较快增长。2021 年下半年，少量国际品牌正式入驻抖音，包括欧莱雅、雪花秀、兰芝等。快手美妆在 2020 年大力扶持快手原生品牌，代表案例有春之唤、韩熙贞等，2021 年 7 月战略转向引入知名品牌，目前整体生态以国货品牌为主。

3.1.1 淘宝天猫：美妆增长放缓，超头主播话语权加大

反垄断处罚落地以来，淘系整体增幅放缓。2020 年底，阿里依法接受反垄断调查，2021 年 4 月国家市场监督管理总局正式对阿里平台 2015 年以来的“二选一”行为下达行政处罚，责令阿里停止违法行为并处以 182 亿元罚款（2019 年中国境内销售总额的 4%）。从收入上看，自 1QFY22（2021 年 6 月 30 日止季度）起阿里中国零售商业-客户管理收入增速大幅下滑，2QFY22 同比增长仅 3%。今年双十一期间天猫交易额 5403 亿元，同比增速从去年的 26.0% 下滑至 8.5%，整体增长放缓。

图 28：天猫 GMV 季度增速及阿里中国零售商业客户管理收入季度增速情况
图 29：天猫双十一 GMV（亿元）及增速情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：2021 年 6 月 30 日止季度（1QFY2022）、2021 年 9 月 30 日止季度（2QFY2022）未公布天猫 GMV 的增速

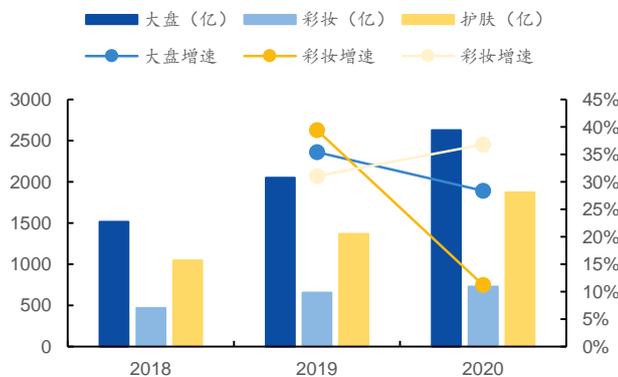


资料来源：天猫，国元证券研究所

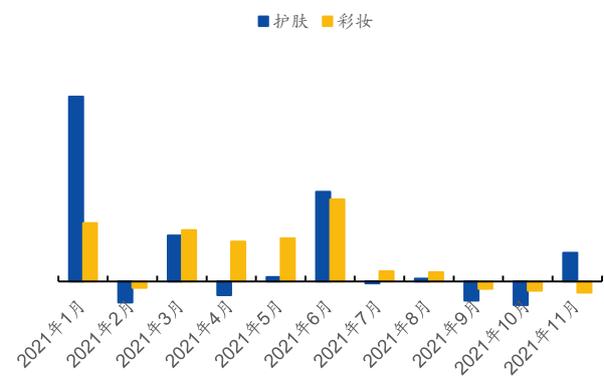
注：2020 年开始，天猫双十一 GMV 统计口径变为 11.1-11.11 日期间，此前均为 11.11 日当天

淘系美妆大盘承压明显，淘外分流+大促虹吸影响较大。由于缺乏官方口径数据，我们结合多个第三方数据口径，整体看 2020 年整体天猫美妆（美容护肤+彩妆）在 30% 上下，其中护肤类目增长 35%+，彩妆增长约 10%+，今年来看，前 11 个月增速在 10% 上下，其中彩妆前 11 个月增速跌破两位数。分月度来看，整体由于去年基数及持续分流的影响，整体前高后低，上半年增长较好，从 7 月开始增速出现回落。

图 30：淘系美妆大盘及彩妆、护肤成交额整体增速
图 31：2021 天猫护肤及彩妆成交额月度同比增速



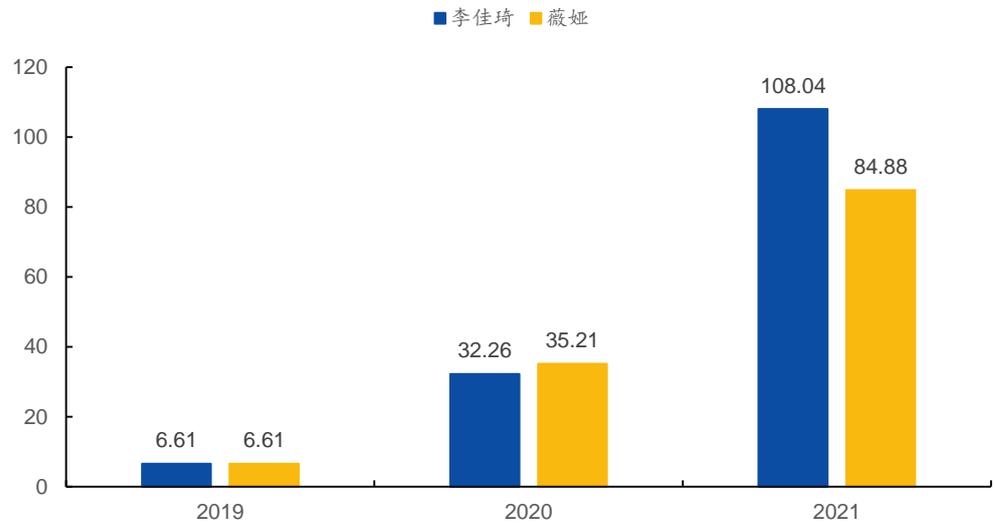
资料来源：用户说，国元证券研究所



资料来源：用户说，解数数据，淘数据，国元证券研究所

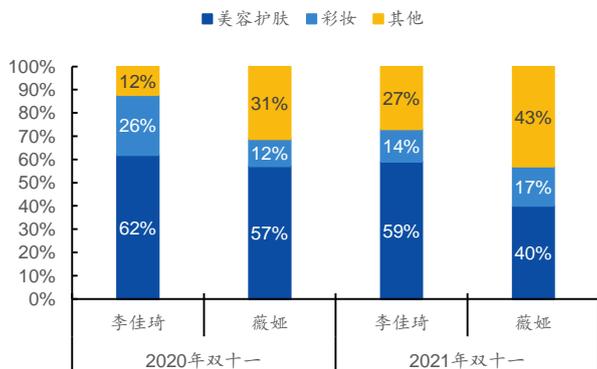
超头直播间销售权重持续提升，美妆品牌对超头主播依赖较高。最近半年，在淘系大盘承压的背景下，超头直播间成交额维持双位数以上增长，双十一首日两大主播合计GMV接近200亿元，是上年同期的3倍多，超头直播间销售权重持续提升。美妆品牌对于超头主播的依赖也在加大，今年双十一预售首日，李佳琦上架439个商品链接（去年同期126个），其中美妆产品约291个，而去年同期仅86个，薇娅直播间商品链接数量从149个增长至499个，其中美妆产品从73个提升至约283个。据数据蛙，今年双十一预售首日，李佳琦、薇娅直播间美妆产品成交额分别达到66亿、35亿，占比超过60%、40%。

图 32：近三年双十一预售首日李佳琦薇娅销售额（亿元）



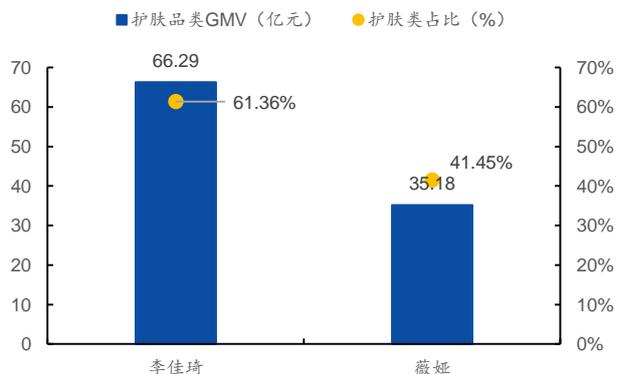
资料来源：数据蛙，国元证券研究所

图 33：2020 年、2021 年双十一预售首日超头直播间品类结构（按链接数量）



资料来源：点淘，知乎，国元证券研究所

图 34：2021 年双十一预售首日超头直播间护肤品类销售金额及占比 (%)



资料来源：数据蛙，国元证券研究所

3.1.2 京东：加速品牌引入，美妆增长提速

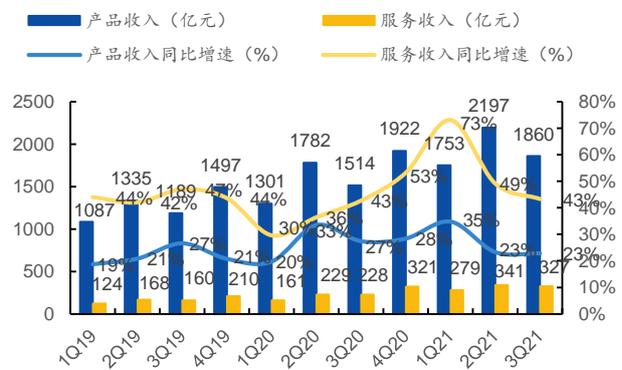
京东零售自营与 POP 均保持较快增长，日用百货商品收入占比提升。京东 2021 年前三季度收入 6757 亿元，同比增长 30%。其中，自营部分收入 5810 亿元，同比增长 26%，日用百货商品收入 2293 亿元，同比增长 31%，占总收入比重同比提升 1pct 至 34%，带动自营业务快速增长；服务收入同比增长 53%至 947 亿元，其中平台与营销服务收入 499 亿元，同比增长 39%，POP 交易及商家活跃度持续提升，物流及其他服务收入 448 亿元，同比增速 74%。今年以来，京东在 POP 平台生态建设上取得明显提升，商家种类和数量加速增长，Q3 京东主站 POP 商家入驻数量是上半年总和的 3 倍，商家经营效率与成长性、用户体验度持续上升。

图 35：19Q1-21Q3 京东收入（亿元）及同比增速

图 36：19Q1-21Q3 京东产品、服务收入（亿元）及同比增速



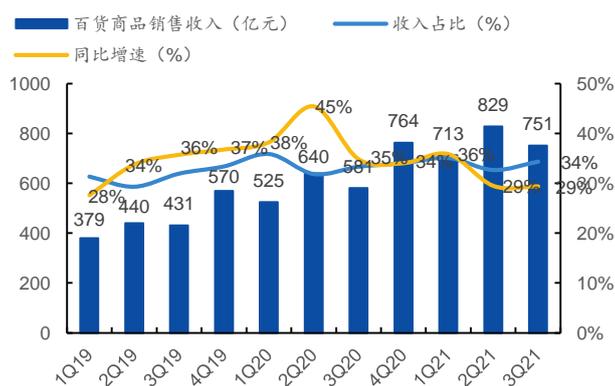
资料来源：公司公告，国元证券研究所



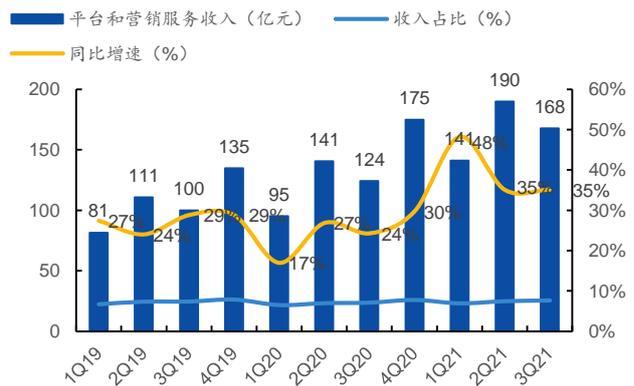
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 37：19Q1-21Q3 京东百货商品销售收入（亿元）、同比增速及收入占比

图 38：19Q1-21Q3 京东平台和营销服务收入（亿元）、同比增速及收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

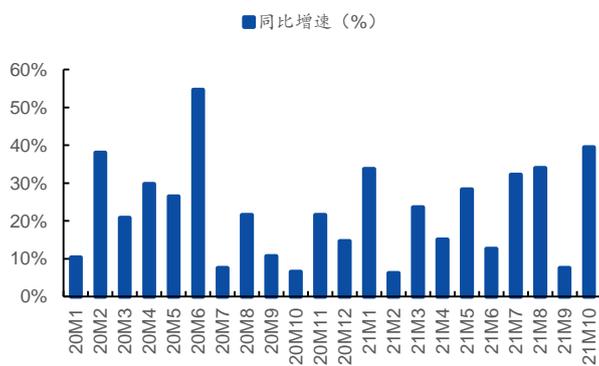


资料来源：公司公告，国元证券研究所

京东美妆增长良好，品牌引入加速，双十一期间美妆品牌迎来全线爆发。据京东商智，2021 年 1-10 月京东美妆累计 GMV 约为 264 亿元，同比增长 22%。月度拆分来看，受到平台二选一政策打破、品牌加速入驻、双十一大促等多重因素影响，京东

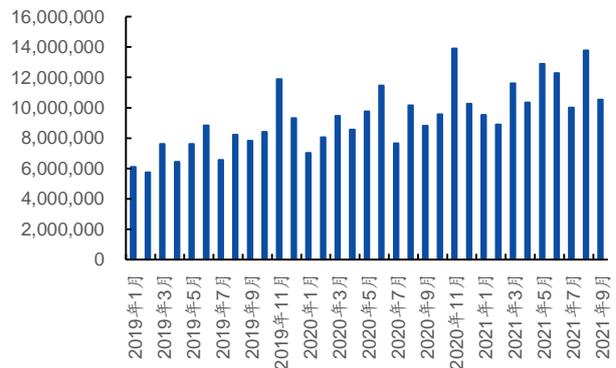
美妆 GMV 增长提速。其中 7、8 月份同增 30%+, 9 月回落至 8%, 10 月份同增 40%, 达到年内高点。7、8 月份, 国际美妆集团 LVMH、雅诗兰黛、欧莱雅旗下多个品牌正式入驻京东, 开设官方旗舰店, 包括娇兰、纪梵希、雅诗兰黛、倩碧、悦木之源、科颜氏等。今年双十一期间, 京东美妆新锐、中小、高端品牌增速全线爆发, 一共有 265 个品牌累计成交额同比增长超 10 倍, 其中 3CE 同增 19 倍、逐本同增 17 倍、AHC 同增 13 倍, 高端美妆成交额同比增长 80%, 新锐国货品牌整体同比增长超 200%, 其中溪木源、完子心选等同比翻倍, 以雅诗兰黛为代表的 100+ 新入驻品牌成交额环比增长近 400%。从购买人数的趋势上看, 整体京东美妆月度购买人数持续走高, 下半年月度购买人次稳定在 1000 万+, 并有持续走高的趋势。

图 39: 2021 年 1 月-2021 年 10 月京东美妆同比增速



资料来源: 京东商智, 国元证券研究所

图 40: 2019 年-2020 年 9 月月度京东美妆购买人数



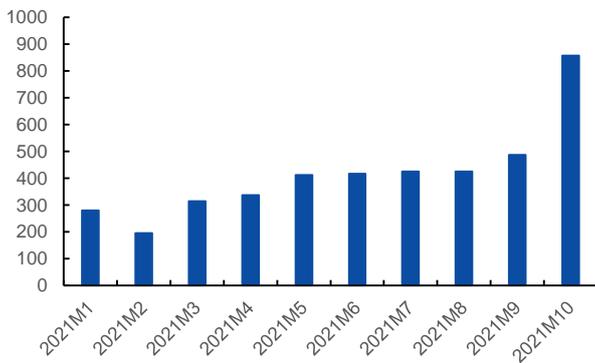
资料来源: 京东商智, 国元证券研究所

3.1.3 抖音: 起量迅速, 生态逐步完善

抖音直播电商起量迅速, 2021 年 GMV 有望超过 6000 亿, 明年随直播电商流量填充的进一步释放有望突破万亿。抖音电商自去年 10 月起发力电商闭环, 今年 4 月明确兴趣电商定位, 基于内容连接商品与兴趣用户。直播电商从今年开始起量, 3 月突破 300 亿左右, 全年预计 GMV 将超过 6000 亿。目前抖音直播电商的信息流填充在 5%-6% 左右, 后续随抖音直播电商填充率上行有望带动明年直播电商破万亿。

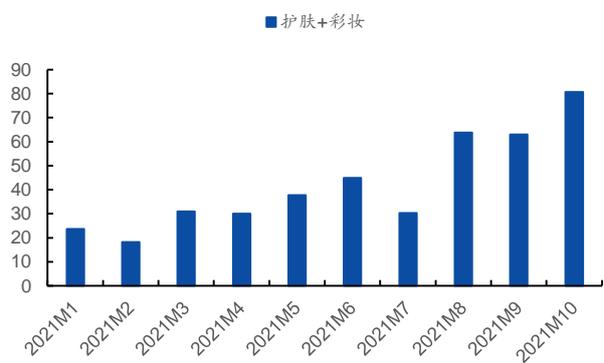
美妆大盘方面, 整体美妆品类维持在大盘 10% 上下, 十月抖音美妆破 80 亿。美妆类成交金额占抖音大盘比重近半年来稳定在 10% 上下, 稳居平台前三大品类 (第一大品类为服饰内衣, 占比 40% 左右, 另有珠宝文玩占比 10% 左右)。

图 41：2021 年 M1-M10 抖音电商 GMV (亿元)



资料来源：飞瓜数据，国元证券研究所

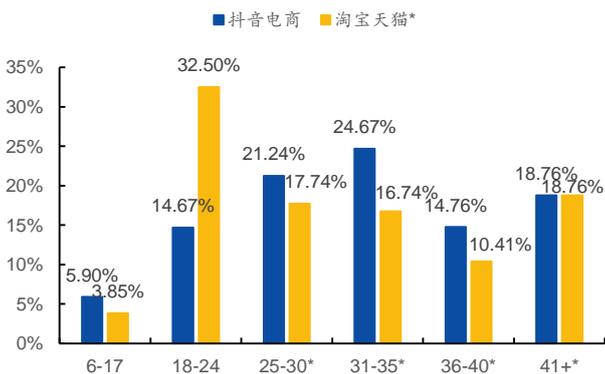
图 42：抖音电商 2021M1-M10 护肤+美妆大盘



资料来源：飞瓜数据，国元证券研究所

目前抖音美妆客群年龄相比淘系偏高，成交均价略低于淘系。据飞瓜数据，以 2021 年 10 月为样本区间，按年龄层划分，抖音护肤核心客群为 31-35 岁人群，贡献约 24.67% 销售额。其余各组别销售贡献率从大到小依次为 25-30 岁、40 岁以上、36-40 岁和 18-24 岁人群，成交金额占比分别为 21.24%、18.76%、14.76% 和 14.67%，估算 Z 世代（25 岁以下人群）贡献率约为 20.57%。对比淘系，据淘数据，2021 年 10 月美容护肤类目核心客群为 18-24 岁人群，成交占比高达 32.50%，其余依次为 40 岁以上、25-30 岁、30-34 岁和 36-40 岁人群，成交金额占比分别为 18.76%、17.74%、16.74% 和 10.41%，估算 Z 世代成交占比达到 36.35%，显著高于抖音，客群更加年轻。成交均价来看，2021 年 1 月-10 月，淘系美妆成交均价在 75 元-120 元区间波动，其中 6 月份大促季达到 120 元峰值。抖音电商美妆类目（护肤+彩妆）近 3 个月成交均价在 60 元+，目前低于淘系，未来提升空间较大。

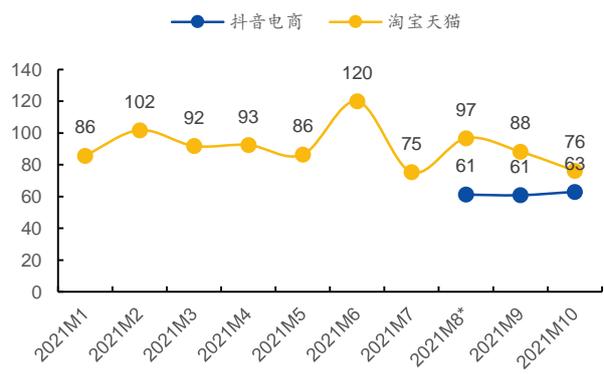
图 43：2021 年 10 月抖音电商、淘宝天猫护肤类目不同年龄段用户成交画像（以成交额为口径）



资料来源：飞瓜数据，生意参谋，国元证券研究所

注：标星号处，淘宝天猫的年龄层划分为 25-29、30-34、35-39 和 40+，差异主要由于第三方数据服务商所展示的年龄划分口径不同

图 44：抖音电商与淘宝天猫美妆成交均价（元）



资料来源：飞瓜数据，淘数据，国元证券研究所

注：抖音电商 2021 年 8 月数据统计区间为 2021 年 8 月 25 日-8 月 31 日；成交均价=成交额/销量

国货品牌较早入驻抖音，在粉丝资产和运营方法上具有一定先发优势，渠道内表现

优于国际品牌。国货品牌对新渠道的反应速度更快，国际大牌受制于跨国集团组织架构、品牌形象定位、品牌价盘控制、产品与渠道匹配度、各渠道利益平衡等复杂问题，对新兴渠道通常保持一段时间的观望或较长的内部规划时间。我们统计了2021年2月至10月美妆类目TOP20品牌小店，其中国货品牌占据16席，包括传统本土品牌珀莱雅、欧诗漫、自然堂、薇诺娜等，以及新锐国货AOEO、凌博士、逐本等，国际品牌仅雪花秀、雅萌、高姿和理肤泉上榜。较早进入抖音的国货美妆如花西子、珀莱雅、欧诗漫，在用户资产和运营方法上积累一定先发优势，2021年来品牌旗舰店月度销售稳居美妆类目前列。现阶段国际大牌在抖音渠道主要依靠明星达人直播带货实现销售，少数品牌已经设立官方旗舰店+品牌自播，包括欧莱雅、雅萌、雪花秀、兰芝等，整体日韩品牌偏多。

表 8：2021 年 2-10 月抖音电商美妆类目 TOP20 品牌旗舰店

排名	品牌旗舰店	销售额 (亿元)	品牌简介
1	珀莱雅美妆旗舰店	6.09	创立于2003年，采用前沿的海洋生物科技，提供科学护肤方案
2	花西子官方旗舰店	6.02	创立于2017年，秉持“东方彩妆，以花养妆”理念，以花卉精华与中草药提取物为核心成分，打造适合东方女性的彩妆产品，成为国潮彩妆佼佼者
3	欧诗漫旗舰店	5.27	创始于1967年，专研珍珠科技等领域超过半个世纪，是全球珍珠美肤科研先驱者，品牌采用多店铺运营，目前共3个旗舰店：OSM欧诗漫旗舰店、欧诗漫护肤旗舰店、欧诗漫美妆旗舰店
4	自然堂美妆旗舰店	2.78	创立于2001年，成分取自喜马拉雅的自然主义品牌
5	薇诺娜旗舰店	2.62	成立于2008年，主打针对敏感肌的功效性护肤品
6	PRAMY 柏瑞美旗舰店	2.32	创立于2014年，专研长效持妆技术，深耕专业定妆领域
7	雪花秀旗舰店	2.32	诞生于1997年，韩国高端草本护肤品牌，研发出诸如人参系列等抗衰老护肤产品
8	AOEO 护肤旗舰店	2.20	成立于2019年，主打护肤品的“配方优势”，以山茶花洁面乳打爆品牌
9	雅萌旗舰店	2.14	1978年创立于日本东京，日本美容家电先锋品牌，开创“美容专业仪器家用化”潮流，致力于研发美容、瘦身、脱毛等系列产品
10	COGI 高姿旗舰店	1.93	创于1986年，第一家登陆中国大陆市场的外资化妆品品牌，以国际科技水准打造东方女性科学护肤方案，在美白领域颇有建树
11	TST 庭秘密旗舰店	1.90	明星张庭于2013年自创的护肤品牌，主打活酵母等成分
12	完美日记官方旗舰店	1.84	2017年创立的时尚美妆国货品牌，不到两年时间成为天猫彩妆类目销量冠军
13	御泥坊旗舰店	1.74	创立于2006年，承袭大唐御方打造东方女性护肤品，主打面膜产品
14	MAOGEPING 毛戈平官方旗舰店	1.60	中国知名化妆师毛戈平于2000年创立，面向都市女性的本土高端化妆品品牌
15	Ulike 官方旗舰店	1.42	2013年成立，专注家用光学脱毛仪领域，率先提出“把院线脱毛效果带回家”理念
16	凌博士旗舰店	1.31	成立于2018年，基于玻尿酸之父凌沛学个人IP的护肤品牌
17	可贝尔官方旗舰店	1.23	专注眼部护理16年，主打眼贴膜品类，获曹颖、黄圣依等多个明星推广
18	理肤泉美妆旗舰店	1.17	成立于1928年的法国，选取同名温泉水为原料，主打敏感肌产品
19	韩后护肤旗舰店	1.17	成立于2008年，以茶为核心成分，专研“以茶养嫩”
20	逐本旗舰店	1.16	成立于2015年，专注研究卸妆产品出身

资料来源：飞瓜数据，公开资料整理，国元证券研究所；标黄为海外品牌

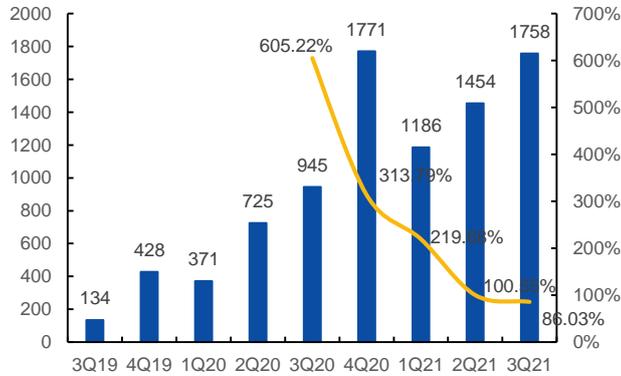
3.1.4 快手：战略转型引入品牌及服务商，国货表现佳

电商业务高增长，以信任为基石，复购率高达 65%。快手于 2018 年 4 月开启第一

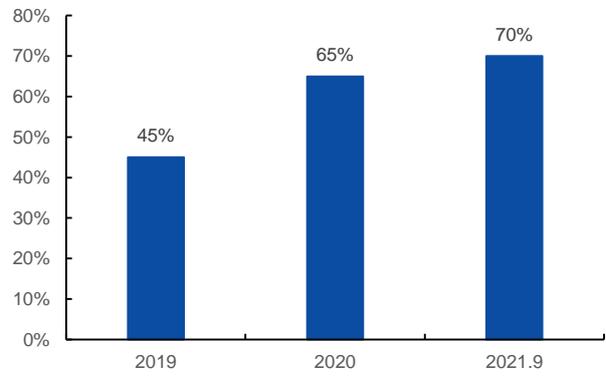
场电商直播，8月正式推出电商业务，2021年Q1-3，快手电商GMV达到4397亿元，同比增长115%，9月份复购率突破70%。

图 45：2019Q3-2021Q3 快手电商 GMV（亿元）

图 46：2019-2021.9 快手电商复购率（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所



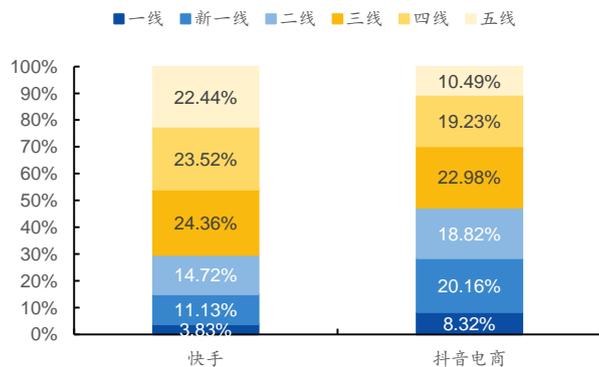
资料来源：公司公告，国元证券研究所

美妆板块，“快品牌”销售强劲，创始人直播间对销售拉动大，2021 加大品牌引入。快手电商最初以产业带起家，平台内涌现出了众多以创始人 IP 为核心的快手原生品牌，例如美妆领域有黛莱皙、朵拉朵尚、韩熙贞等。2021 年来，快手大量引入传统知名品牌，满足更多消费者的需求，另一方面进行原创白牌的品牌升级，提升品牌质量，帮助构筑品牌心智。

快手美妆用户集中在三线及以下城市，31-40 岁人群为消费主力，客单价低于抖音。以 2020 年 8 月数据为样本，快手美妆人群主要分布于三线及以下低线城市，占比高达 70.32%，与抖音差异较大。2021 年 10 月抖音美妆人群主要集中在二线城市，占比 47.30%。年龄上，快手美妆人群与抖音整体差距不大，主力消费群体集中在 31-40 岁年龄段，快手 30 岁及以下群体占比达到 51.70%，抖音该年龄段用户占比 44.24%。客单价方面，据飞瓜快数，2021 年国庆期间，快手美妆客单价为 59.23 元，略低于抖音。

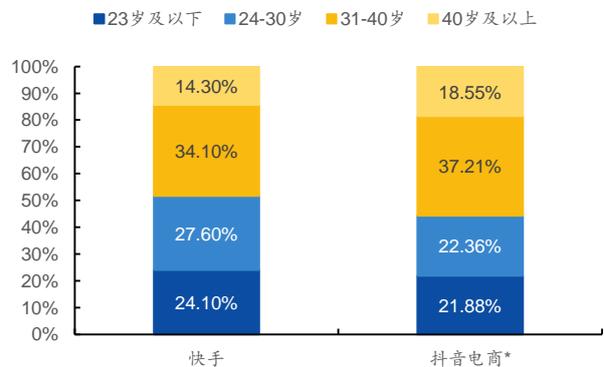
图 47：快手与抖音美妆人群城市线级分布对比

图 48：快手与抖音美妆人群年龄分布对比



资料来源：快手，磁力引擎，飞瓜数据，生意参谋，国元证券研究所

注：快手美妆人群画像统计时间区间为 2020 年 8 月；抖音电商为 2021 年 10 月数据



资料来源：快手，磁力引擎，飞瓜数据，国元证券研究所

注：快手美妆人群画像统计时间区间为 2020 年 8 月；抖音电商为 2021 年 10 月数据；抖音年龄层划分为 24 岁及以下、25-30 岁、31-40 岁和 41 岁及以上

3.2 传统线下：疫情后缓慢恢复，渠道求变

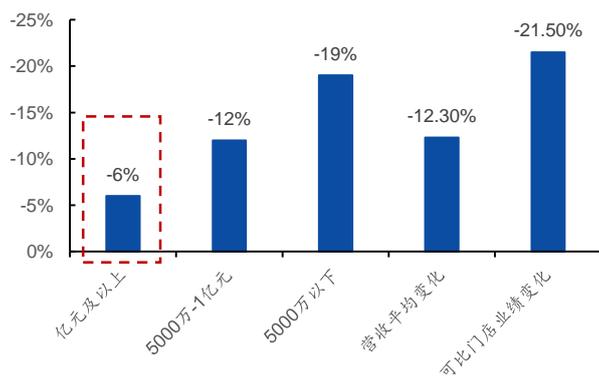
2020 年整体 CS 渠道受到疫情冲击严重，疫情后渠道缓慢恢复，大型连锁抗风险能力较强，长尾店铺受较大影响，加速出清，分层加剧。根据《化妆品报》调研，2020 年其调研样本 150 家 CS 门店中，2020 年有 68% 的门店 2020 年业绩下滑，17% 业绩持平，而在下滑门店中，13% 的门店下滑比例超过 50%，42% 的门店下滑比例在 10%-30% 不等。平均来看，150 家门店业绩平均下滑 12.3%，其中可比门店平均下滑比例超过 20%。从上市公司的 CS 渠道表现来看，2020 年珀莱雅 CS 渠道下滑-19.28%，丸美下滑超 20%，上海家化下滑约 10%。从 2021 年的恢复情况来看，丸美及珀莱雅由于主要依靠中小型 CS 门店，出现了加速下滑的情况，前三季度丸美 CS 渠道下滑 27%，珀莱雅下滑 36%。大型连锁 CS 情况好于中小规模 CS 店，整体抗风险能力也更强，其中丝芙兰、屈臣氏等头部连锁品牌还保持了一定的扩张，而长尾店铺生存困难，不少单体门店关闭，尾部加速出清，整体分化。

表 9：部分 CS 渠道门店数量变化、近期动态

CS 渠道名称	区域	2019 年门店数	疫情后门店数	近期动态
丝芙兰	一二线城市	235	300 (2021.08)	重组团队，加速拓店，布局在线渠道
屈臣氏	全国	3947	4134 (2021.06)	拓店速度放缓，单店收益持续下滑，探索转型
娇兰佳人	全国	2300+	2000+ (2020.12)	精简机构、优化组织、加快创新
唐三彩	江浙	1184	943 (2021.11)	关店较多，排名下滑明显，探索转型
金甲虫	西南	261	223 (2021.11)	聚焦中低端消费者
妍丽	一二线城市，以深圳为中心	82	162 (2021.11)	较早布局全渠道策略，积极转型，线上增长良好
亿莎	辽宁	165	35 (2021.11)	门店升级、店铺数量锐减、布局线上
千色店	广东	135	70 (2020.05)	店铺数量锐减、分公司注销，下滑明显

资料来源：公司官网，化妆品报，CBO，国元证券研究所

图 49：不同规模 CS 店 2020 年营收跌幅



资料来源：CBO，国元证券研究所

图 50：屈臣氏营业收入及增速

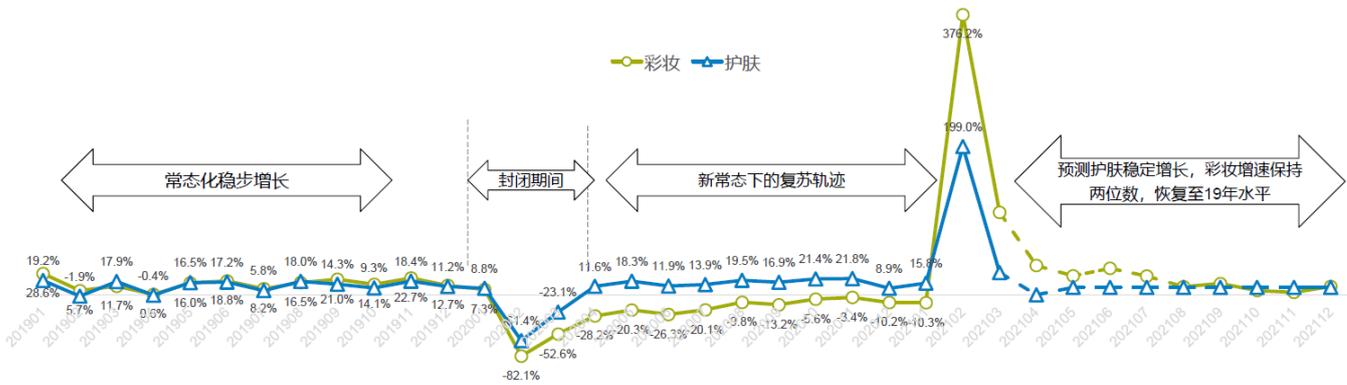


资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

百货渠道逐渐复苏，护肤好于彩妆。据中国百货业协会与 GfK 联合数据，2020 年重点监控的 51 个城市百货渠道化妆品销售规模约为 513 亿，同比基本持平，其中护肤类同比增长 5.8%，彩妆同比下滑 21.9%。月度来看，2020 年疫情封闭期间百货渠

道降幅较大，4月开始逐步复苏，护肤增速逐月上升，下半年增长中枢约在20%，彩妆增速回暖，但仍处负增长。中国百货业协会预计，2021年化妆品百货渠道销售增速有望达到17.9%，较2019年同比上升16.8%，其中护肤有望继续稳健增长，彩妆有望恢复至19年水平。

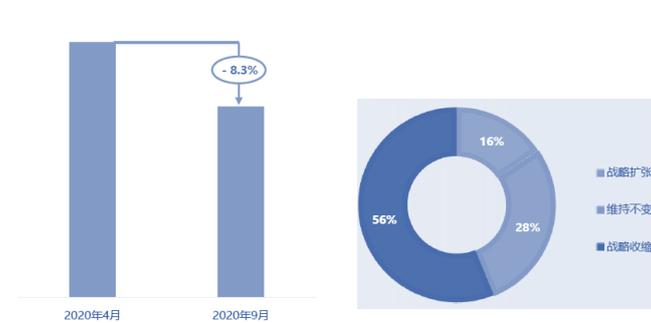
图 51：2019-2021 年 51 个城市百货渠道护肤和彩妆销售额月度同比增长率



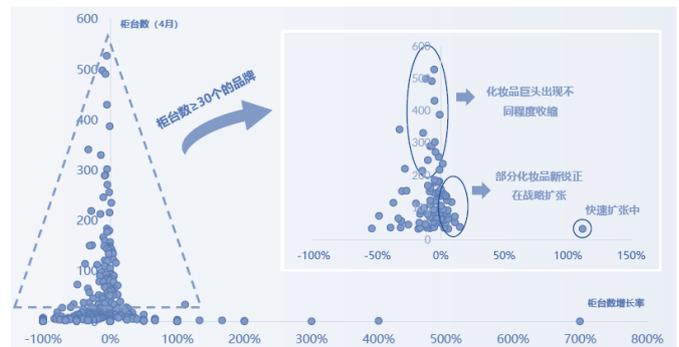
资料来源：中国百货业协会，GfK，国元证券研究所；注：此处统计口径为GfK重点监控的51个城市百货渠道化妆品专柜及门店销售情况

化妆品百货专柜数量整体收缩，部分外资大牌大幅撤柜，国货品牌积极调整，新锐品牌战略扩张。据中国百货业协会，2020年9月化妆品品牌百货渠道专柜数量相比2020年4月下降8.3%，整体收缩。外资品牌撤柜明显，LVMH旗下贝玲妃目前百货专柜仅剩7家，爱茉莉太平洋旗下伊蒂之屋宣布线下仅保留美妆集合店渠道，欧莱雅旗下薇姿将重心从百货渠道转至药房，美宝莲也计划大幅精简百货专柜。国货品牌积极调整百货渠道，上海家化旗下佰草集去年下半年开始积极优化百货渠道效益，撤去低单产专柜，提升存量柜面形象，目前佰草集百货渠道已实现扭亏为盈。珀莱雅以全新的品牌形象入驻中高端百货，目前杭州银泰、重庆重百等百货专柜已经落地，受益于品牌形象提升、专柜位置改善与大单品的支撑，专柜客单价、销售额相比以前有明显增长。整体看，百货渠道仍然是化妆品品牌的重要战略渠道，对品牌形象展示、产品体验推广、深入消费群体有至关重要的作用，特别是高端品牌。

图 52：2020 年化妆品品牌百货渠道柜台数量变化及变化类型占比 图 53：2020 年化妆品品牌柜台数变化率分布



资料来源：中国百货业协会，GfK，国元证券研究所

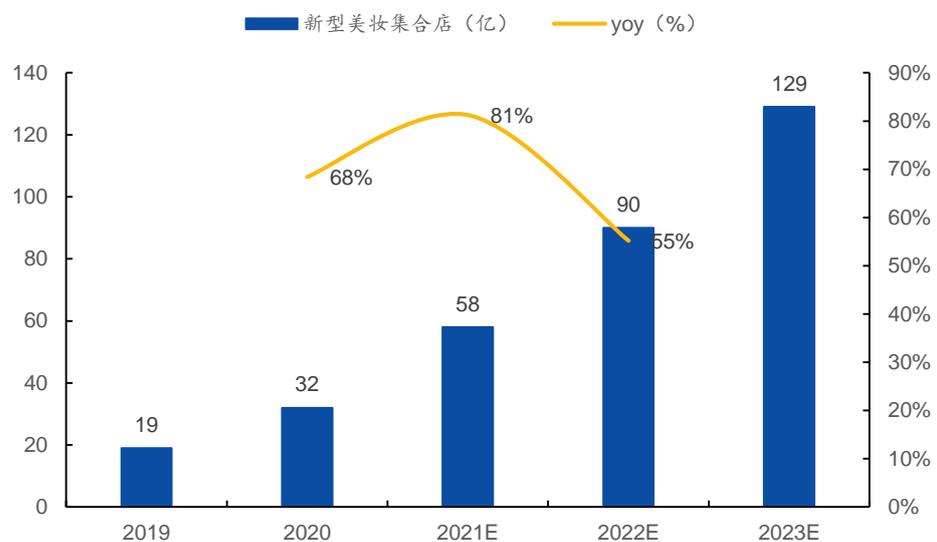


资料来源：中国百货业协会，GfK，国元证券研究所

3.3 新型线下：新型美妆集合店兴起，但下沉难度不小，医美药店等渠道已成规模

在传统美妆集合店或面临困境或积极转型之际，一批新型美妆集合店正在崛起，2020年整体新型美妆集合店预计规模32亿。2019年，国内新型美妆集合店起步，调色师、WOW COLOUR为代表的品牌陆续涌现，整体市场规模在2020年达到32亿。从需求端来看，消费者对美妆线下购物的需求持续存在，但消费者的结构以及喜好逐渐转变；从供给端来看，近几年的渠道红利、细分赛道红利孕育出了一大批新锐品牌，这些品牌大多兴起于线上，但随着其规模增长，品牌亦需要线下露出的机会，美妆集合店很好地弥补了百货、KA、单品牌店等渠道进入难、成本高的痛点。

图 54：中国新型美妆集合店市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

新型美妆集合店的目标客户主要为年轻群体，其人、货、场布局均围绕着年轻消费者展开。其与传统美妆集合店的核心差异有：1) 在门店服务上，新型店以自助购物为主，而传统店以贴身导购模式为主；2) 在选品上，新型店囊括国际大牌、日韩潮牌、新锐国货、小众品牌，同时还有国际大牌的小样售卖，而传统店一般仅有国际大牌、老牌国货和自营品牌；3) 在合作模式上，新型店进入门槛较低，同时以买断模式为主，对新锐品牌更友好，但新型店对品牌方的话语权整体较弱，难以获得国际大牌的直接供货；4) 在场景布置上，新型店注重场景的设计感，通过门店装修和货品摆放打造具备打卡和社交属性的高颜值网红场景。

表 10：传统与新型美妆集合店商业模式对比

		传统美妆集合店	新型美妆集合店
人	代表品牌	中高端：丝芙兰 大众：屈臣氏、娇兰佳人	中高端：HARMAY 话梅、HAYDON 黑洞 大众：COLORIST 调色师、WOW COLOUR
	客群定位	中青年群体	Z 世代年轻群体
货	门店服务	贴身导购模式，BA 向顾客介绍推荐商品并引导消费	自主购物模式，BA 不跟随、不打扰，仅在客户有需要时提供帮助
	选品策略	以国际大牌、老牌国货及自营品牌产品为主	包括国际大牌及小众品牌、国货及日韩潮牌、大牌小样，对新锐品牌更加开放友好
	对品牌方的话语权	较强。 •国际大牌和传统国货品牌：均由品牌直接供货 •新兴品牌：传统美妆集合店通常会要求品牌方提供市场战略并签订保底价	较弱。 •国际大牌：难以获得国际大牌直接供货 •国货潮牌、海外小众品牌等：由品牌直接供货，并与部分品牌达成战略合作，包括独家代理、新品首发等
	代销&买断模式	代销模式为主	买断模式为主
场	数字化运营	供应链能力较强，在仓库库存控制、货架及时补货等方面把控能力强	注重存量用户复购、新用户引流及大数据选品，数字化能力多处于搭建阶段
	场景布置	场景布局较为传统，设计感弱	注重设计感和个性化，通过门店装修和货品摆放打造具备打卡和社交属性的网红场景
	货品陈列	美妆产品主要按品牌陈列，货架摆放整齐密集	以品类为主、品牌为辅的方式对店内美妆区域进行划分，定期更新产品陈列方式

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

最早布局新锐美妆集合店的品牌已经形成自己的特色并且初具规模。1) 大众定位的新型美妆集合店以 WOW COLOUR、调色师、喜燃为代表，其门店面积一般小于 300 m²，扩张速度快、门店数量多；大众集合店的设计风格以时尚简约为主，同时每个品牌都有其特色打卡背景，如调色师的美妆蛋墙、喜燃的炽热橙墙。2) 中高端定位的集合店品牌以话梅、黑洞为代表，以街边大店为主，基本上一城一店，扩张速度相对较慢；中高端集合店在门店设计上风格更为鲜明，如话梅主打仓储风，黑洞则强调科技感，给消费者带来更新奇的购物体验。

表 11：新型美妆集合店品牌介绍

品牌	品牌定位	成立时间	门店数量	门店面积 (m ²)	设计风格/特点
WOW COLOUR	高性价比	2020 年 1 月	近 300 家 (2020 年底)	100-300	潮流设计、设置个性创意区 (小仙女面膜区、创意自拍区、特色品牌墙、男朋友寄放区等)
调色师	高性价比	2019 年	240 (2021/6/30)	1.0 纯彩妆集合店：小于 300 2.0 美妆集合店：小于 500 3.0 大师店：约 1500	时尚简约风，金属科技感混搭品牌色少女心粉。
喜燃	高性价比	2020 年	15 (2021/11/15)	150-250	炽烈的美感 (炽热橙墙)
话梅	高端小众	2008 年成立，2018 年开始线下首店	7 (2021/11/15)	600-800	以仓储文化为核心，打造城市符号与美学新地标
黑洞	高端小众	2020 年	8 (2021/11/15)	1000+	以“艺术+科技+体验”的前卫零售思维打造独特的线下体验空间，

资料来源：各公司官网，各公司官方公众号，艾瑞咨询，国元证券研究所

图 55: 新型美妆集合店 THE COLORIST 调色师


资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

图 56: 新型美妆集合店 HAYDON 黑洞


资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

新型美妆集合店受资本青睐, 频繁融资。新型美妆集合店吸引了大量年轻消费者, 成为各大商圈的“流量收割机”, 从而获得了资本的高度关注, 近年频繁获得融资: KK 集团近两年内融资总额超过 30 亿元人民币, 并且已经递交招股书, 拟于港股 IPO; WOW COLOUR 近两年融资总额超过 15 亿元; 喜燃、话梅、黑洞亦获得高瓴、腾讯等知名投资机构青睐。

表 12: 2019-2021 年美妆集合店行业融资情况

公司	融资时间	融资轮次	融资金额	投资方
KK 集团 (调色师)	2019 年 6 月、10 月	C+轮、C 轮	约 2.7 亿人民币	璀璨远见、五岳资本、Redefine、上海黑藻、Matrix 等
	2019 年 12 月	D 轮	约 1.8 亿人民币	Matrix
	2020 年 1 月、4 月	Pre-D 轮、D+轮	约 2.4 亿人民币	Redefine、Matrix、五岳资本等
	2020 年 10 月	E 轮	约 8.5 亿人民币	CMC 资本、经纬中国、Matrix 等
WOW COLOUR	2021 年 6 月	F 轮、F+轮、F++轮	3 亿美元	京东、CMC 资本、Pluto Connection Limited 等
	2019/11/5	天使轮	未披露	高瓴资本、腾讯
	2020/1/4	战略投资	10 亿人民币	赛曼投资
喜燃	2021/3/8	A 轮	5 亿人民币	创新工场、IDG 资本、瑞橡资本、浙民投
	2020/12/25	天使轮	未披露	高榕资本、金沙江创投
话梅	2019/12/6	A 轮	5 亿人民币	高瓴资本、五岳资本
	2020/11/20	A+轮	未披露	钟鼎创投、黑蚁资本
黑洞	2020/12/26	天使轮	数千万人民币	高瓴创投、腾讯
	2021 年 8 月	A+轮	1 亿美元	国内头部投资机构

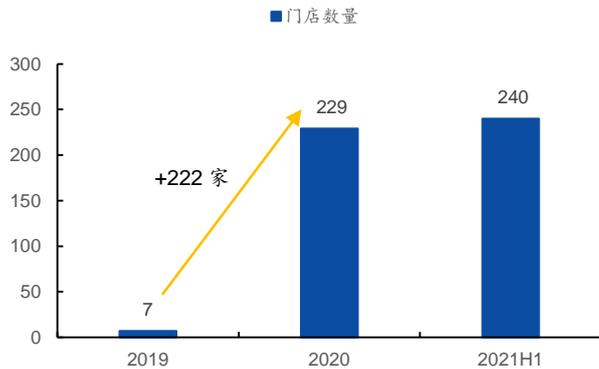
资料来源: KK 集团招股书, 艾瑞咨询, 企查查, 国元证券研究所

资本助力下, 各美妆集合店加速扩张。大众集合店由于店铺面积较小, 扩张速度明显较快: 1) KK 集团旗下调色师 2021H1/2020/2019 的门店数量分别为 240/229/7 家,

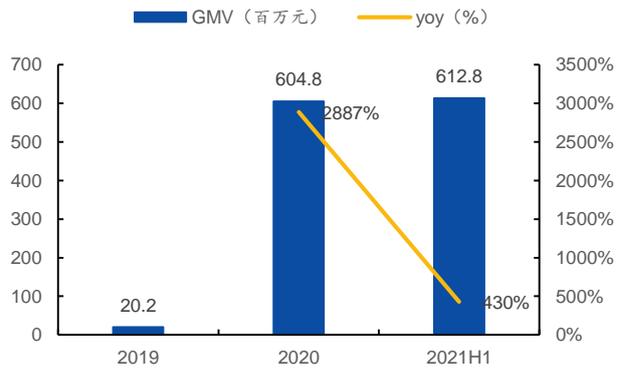
2020 年新增门店 222 家；门店扩张带动 GMV 高速增长，2021H1/2020/2019 调色师 GMV 分别为 6.13/6.05/0.2 亿元，同比增长 430%/2887%。2) WOW COLOUR 在 2020 年底的全国门店数量接近 300 家，已签约 600 家，公司计划于 2022 年实现开店 1000 家。高端集合店单店面积大、覆盖范围广，通常一城一店，黑洞 21 年开店目标为 20 家，22 年目标为 50 家。

图 57：调色师门店数量

图 58：调色师 GMV 及增速



资料来源：KK 招股书，国元证券研究所



资料来源：KK 招股书，国元证券研究所

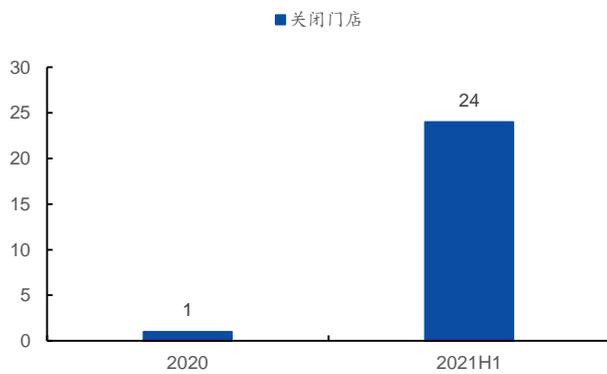
从盈利模型上来看，新型美妆集合店高度依赖客流量，对于选址要求高，整体下沉难度不小。新锐美妆集合店高度依赖客流量，通常选址于重点城市核心商圈的核心区位，在选址前需要对商圈人流量、客群购买力及消费模式等方面充分调研、综合考虑，若选址失败很可能直接导致门店后续无法实现盈利。同时，流量的留存亦十分重要，目前新锐店大多通过网红装修、大牌小样、新锐国货线下体验来引流，但在顾客首次购买后如何转换成复购客户，是其面临的另一个困境。调色师和 WOW COLOUR 是目前扩张速度最快的新锐美妆集合店，但调色师在 2021H1 共关闭 24 家门店，占上年末门店总数的 10%，WOW COLOUR 亦陆续有门店关闭，新锐美妆集合店的单店盈利能力具有较大的不确定性。

表 13：新型美妆集合店与传统美妆集合店单店模型对比

	新型美妆集合店	传统美妆集合店
日均客流量 (人次)	750	480
转化率	20%	33%
平均客单价 (元)	100	148
月租金 (元/m ²)	364	70
员工数量	5	12
月工资 (元)	6000	6250
店铺面积 (m ²)	220	350
坪效 (万元/m ² /年)	2.45	2.4
采购额	100%	100%
采购成本	70%	65%
租金费用	18%	3%
员工薪酬	7%	11%
水电物流费用	2%	1%
其他管理费用	4%	4%
税前净利润	-0.5%	16%

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

图 59：调色师关店情况



资料来源：KK 招股书，国元证券研究所

图 60：WOW COLOUR 陆续有门店关闭

省市	关店数量 (不完全统计)
浙江	5
广东	5
上海	3
辽宁	3
山东	2
重庆	1
陕西	1
江苏	1
福建	1
合计	22

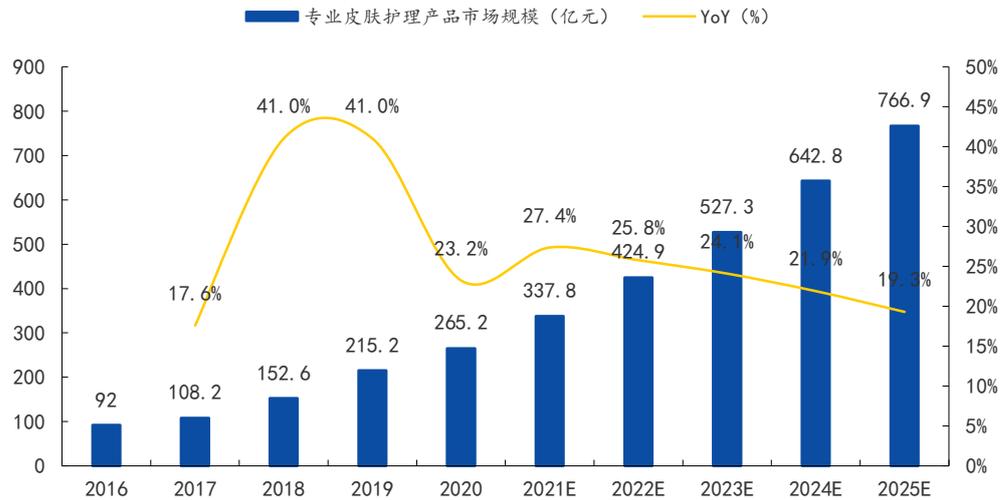
资料来源：公司官网，国元证券研究所

对于新锐品牌、传统国产品牌来说，新型美妆集合店贡献新增长机会。1) 对于近几年快速涌现的新锐品牌来说：一方面，新型美妆集合店进入门槛低、账期短，对新锐品牌较为友好；另一方面，各大新型美妆集合店正处于跑马圈地阶段，新锐品牌可以通过其快速扩张的门店实现更多的品牌曝光，为消费者提供线下体验，从而将集合店客户转化为品牌客户；2) 对于传统国货品牌来说，其也可以通过新型美妆集合店塑造年轻化的形象，触达更多的年轻消费者。

另一方面，医美院线、医院药店等专业渠道作为重要的新消费场景已成规模，推动一批品牌成长。2020 年专业皮肤护理产品的市场规模 265 亿，主要由医美院线以及医

院药店渠道转化叠加线上渠道购买，预计到 2025 年专业皮肤护理消费规模有望达到 767 亿，未来五年复合增速 23.7%。国产品牌在医美院线、医院药店渠道中与海外品牌形成错位竞争，占据优势。代表品牌包括薇诺娜、敷尔佳、可复美、伊肤泉等。封闭化的打法和强专业化背书使得该渠道内品牌构建起更高的护城河，并通过社媒的口碑传播在其它渠道实现放量。我们认为专业渠道的红利不容忽视。

图 61：专业皮肤护理产品市场规模



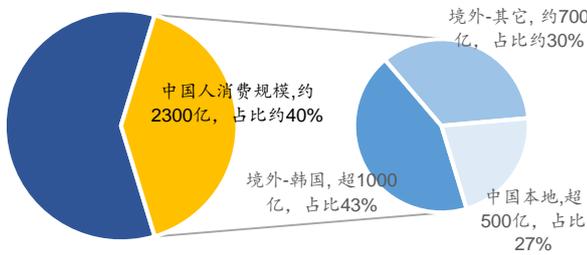
资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

3.4 旅游零售：对高端品牌尤为重要，和国内市场存在跷跷板效应

全球来看，2019 年中国消费者在免税渠道的化妆品消费规模接近 900 亿，其中境外部分约达 700 亿，2020 年疫情催化下国内渠道+离岛免税共同消化。据 TWFA，2019 年全球免税市场规模约为 5700 亿元，其中中国消费者消费规模接近 2300 亿元，其中境外消费规模超过 1800 亿元，境内免税消费超过 500 亿。根据 Generation Research，2018 年全球免税业以香化产品为主，占比约为 39.9%，我们估算 2019 年中国消费者在全球免税渠道的化妆品消费规模约为 900 亿，其中境外部分约 700 亿。2020 年疫情催化下，这部分海外消费通过多种渠道回流至国内，包括国内本土渠道、海南离岛免税、跨境电商。其中海南离岛免税在 6 月份政策放开后成为重要承接窗口。据海口海关及海南省商务厅，2020 年离岛免税总销售规模约为 275 亿元，化妆品占比约 50%，规模接近 140 亿元。2021 年前三季度，离岛免税销售额 417 亿元，化妆品销售规模预估约为 200 亿元。

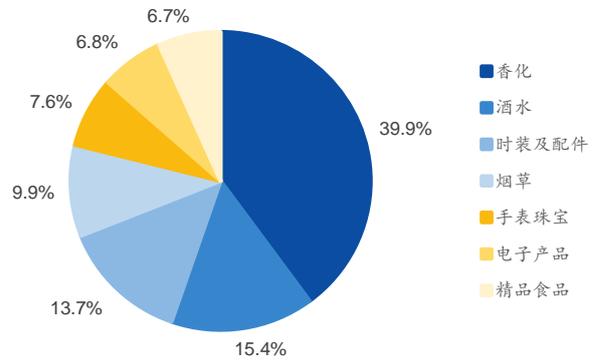
图 62：2019 年中国消费者在全球免税市场消费金额

2019 年全球免税市场规模
约 5700 亿人民币



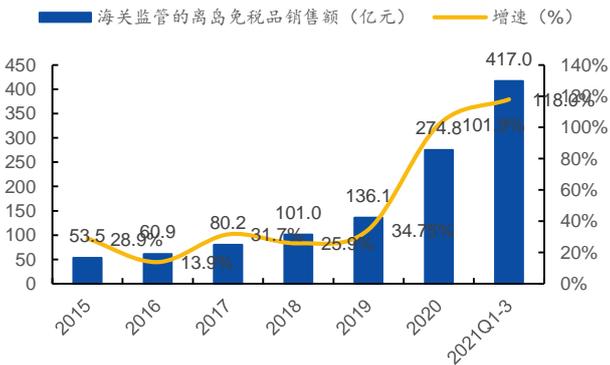
资料来源：TWFA，国元证券研究所

图 63：2018 年全球免税业品类结构



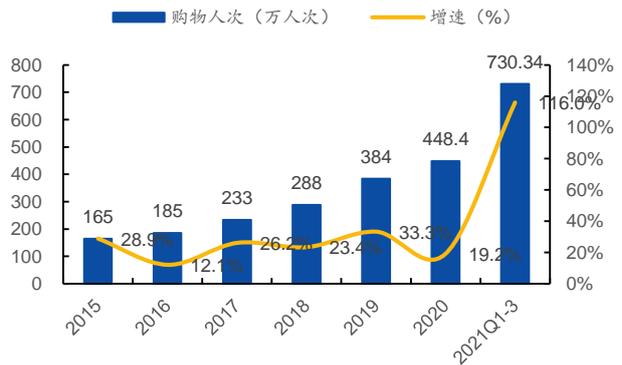
资料来源：generation research，国元证券研究所

图 64：2015-2021Q1-3 海南离岛免税销售



资料来源：海口海关，国元证券研究所

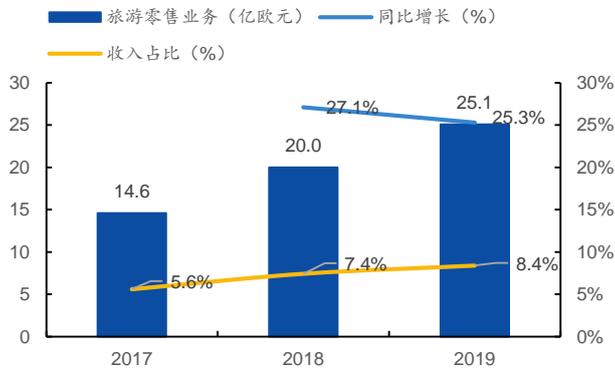
图 65：2015-2021Q1-3 海南离岛免税购物人次



资料来源：海口海关，国元证券研究所

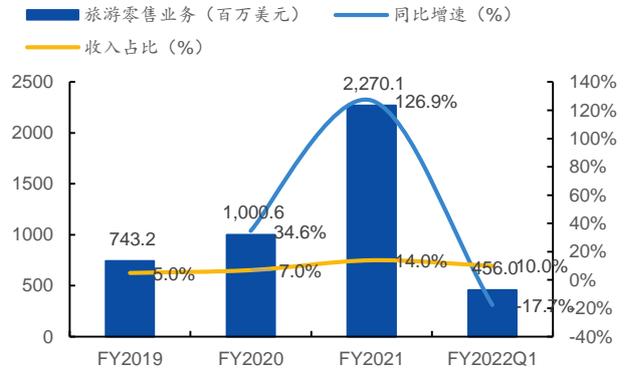
过去几年旅游零售渠道是海外美妆巨头增长最快的渠道之一，疫情前占到总收入的 10% 左右，疫情后承压，未来出境旅游逐渐恢复后，或与本土高端美妆消费或呈现跷跷板效应。据各家财报，过去 3-5 年，旅游零售渠道是各海外美妆巨头增长最快的渠道之一，收入贡献逐年上升，到疫情前，各家旅游零售收入占总收入比重约在 10% 左右。2020 年受疫情影响，国际旅行大幅减少，旅游零售渠道整体承压，亚太地区特别是中国地区扛起了增长大旗，同时中国海南市场成为拉动旅游零售乃至集团业绩增长的重要引擎，以雅诗兰黛为例，2021 财年公司最大的客户群体来自中国旅游零售渠道，贡献收入 22.7 亿美元，同比增长 126.9%，占公司总收入比重由上个财年的 7% 提升到 14%。未来，由于价格优势，随着疫情有效控制后出境游逐渐恢复，旅游零售或与本土高端美妆消费呈现一定跷跷板效应。

图 66：欧莱雅集团全球旅游零售业务收入（亿欧元）、同比增长及占总收入比重



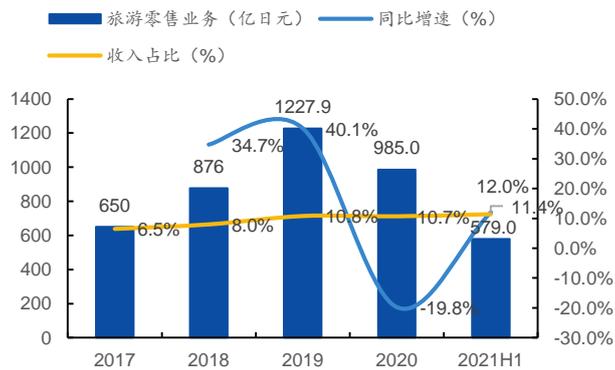
资料来源：公司公告，国元证券研究所；注：2018 年财报披露数据为“超过 20 亿欧元”，2020 年及以后的旅游零售业务收入未公布

图 67：雅诗兰黛集团中国区旅游零售业务收入（百万美元）、同比增长及占总收入比重



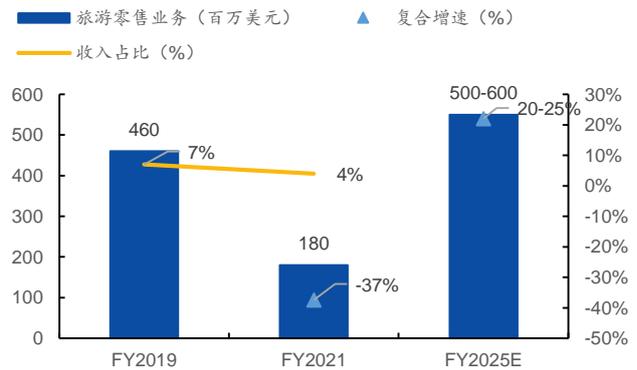
资料来源：公司公告，国元证券研究所；注：财年截止 6/30，FY2021 指 2020 年 7 月 1 日-2021 年 6 月 30 日

图 68：资生堂集团全球旅游零售业务收入（亿日元）、同比增长及占总收入比重



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 69：科蒂集团全球旅游零售业务收入（百万美元）、增速及占总收入比重



资料来源：公司公告，国元证券研究所；注：财年截止 6/30，FY2021 指 2020 年 7 月 1 日-2021 年 6 月 30 日

4. 投资建议

我们认为化妆品行业短期景气度随渠道变动及基数影响短期有所调整，长期看品类渗透率提升、人均消费额增长的双重逻辑依旧未变，长期景气无忧。同时品牌格局上，近两年资本推动新锐品牌加速崛起，并逐渐向真正的品牌时代过渡。本土的美妆集团上市进程也有加速的趋势，行业的并购整合或将加快，同时本土大型美妆集团的多品牌的布局趋势逐渐明朗，未来 3-5 年中国市场将会迎来多个突破百亿的化妆品集团。当前时点，我们认为应积极把握本土美妆大集团的崛起机会，布局多渠道多品牌能力强的美妆集团。渠道方面，我们认为线上平台将更加分散化，淘系作为核心平台势能转弱。线下传统渠道后疫情时代缓慢恢复同时集体求变，而线上新锐美妆集合店、医美医院等专业渠道逐渐兴起已成规模，成为新的线下红利渠道，值得品牌积极把握。

从投资角度来看，美妆上市公司 20 年二季度后迎来一波集中上涨，行业估值达到高位，2021 年 7 月以来整体回调。展望明年上市美妆集团多品牌成长曲线将会越加明晰并在业绩上支撑公司持续成长，行业渠道的分化也会较大。我们建议：（1）积极布局渠道延展能力优、多品牌布局的公司。重点推荐：珀莱雅、贝泰妮、华熙生物。同时关注：上海家化、鲁商发展、逸仙电商、丸美股份。（2）上游制造端：今年原材料价格上涨导致制造端利润承压，明年随新品推出成本压力逐渐消化，上游盈利有望修复。推荐关注：青松股份。（3）美妆代运营方面，分散化的线上渠道格局也为代运营商提供新的渠道机遇，重点推荐：丽人丽妆、壹网壹创。

5.风险提示

行业景气度下滑，疫情反复影响，海外品牌冲击

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

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。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连带损失承担任何责任。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, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

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