

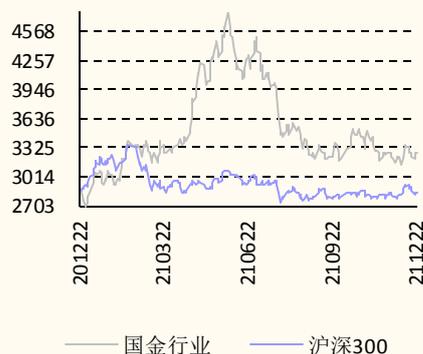
消费升级与娱乐研究中心

化妆品与日化行业研究 买入（维持评级）

行业研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金化妆品与日化指数	3278
沪深300指数	4914
上证指数	3623
深证成指	14791
中小板综指	14292



相关报告

1. 《11月化妆品零售增8.2%、环比继续提升-化妆品周报2021...》，2021.12.21
2. 《11月全球1克拉钻石价格指数同增14%-化妆品珠宝周报202...》，2021.12.12
3. 《377普通用途化妆品下架，迪阿股份上市在即-化妆品周报120...》，2021.12.6
4. 《竞争加剧品牌价值凸显，关注功效护肤龙头-化妆品周报》，2021.11.30
5. 《10月化妆品零售增7.2%、有所回暖-化妆品周报》，2021.11.21

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

超头垄断终结，考验品牌自主投流

行业观点

- 近期薇娅等主播通过隐匿个人收入等方式偷逃税款被查，受到补缴税款、滞纳金、罚款、直播间及多平台社交账号封禁的处罚。
- 12.22，上海市税务局、浙江省税务局相继要求明星艺人、网络主播等严查税务问题，目前已有上千人主动自查补缴税款，预计行业将加大对涉税问题的查处力度。
- 淘宝直播两强垄断、头部持续集中，抖音流量分散、并无绝对头部。21年来淘宝直播两大超头与第三名的差距进一步拉大，流量&话语权头部聚集效应凸显，导致品牌竞争加剧、流量内卷等一系列问题。相比之下，抖音格局更为分散，采用“去中心化”流量策略，每6个月更迭流量分配算法，无绝对头部，21年来美妆GMV快速放量、占淘系比重持续提升，但主播格局未有头部集中趋势，排名持续波动。
- 雪梨、薇娅事件或将标志直播超头垄断时代的终结。（1）超头过度挤压中腰部主播生存空间。平台层面，可能造成达人资源流失、直播生态失衡；社会层面，不符合共同富裕诉求。（2）超头压缩品牌利润，损害行业长期发展利益。超头处垄断地位、对品牌有高议价权，不利于品牌维护价格体系，导致消费被动向超头直播节点集中、品牌对主播依赖性加强。（3）此次事件规范行业运营。
- 对化妆品品牌营销端的影响：短期对绑定头部主播较多的品牌造成冲击。三大头部主播定位不同，薇娅/雪梨直播间美妆品类占比约35%/25%，不同于李佳琦属于美妆垂类主播（美妆占比50%+）。本土上市公司化妆品牌与超头有不同程度合作，薇诺娜/珀莱雅/夸迪/米蓓尔/御泥坊/完美日记等和李佳琦合作较多；玉泽/佰草集/彩棠/润百颜/肌活/丸美等和薇娅合作较多；毛戈平/鲁商发展旗下瓊尔博士暂未与超头合作，颐莲合作较少（11.18和薇娅合作了一次）。近期与头部主播有合作的品牌，短期销量存不确定性，为主播备货的库存需通过店播/其他主播/其他渠道消化，可能有库存增加/存货减值风险。
- 长期行业竞争更趋良性，品牌加剧分化。对比店播/达播/超头主播，利润率店播>达播>超头，对品牌营销及运营能力，店播>达播>超头，能率先跑通店播模型的品牌望获此轮行业变革红利，更有利长期稳健成长。国际大牌红人/达人播占比较高、而头部国产品牌具备显著高于行业的自播比例，玉泽/薇诺娜/珀莱雅/瓊尔博士自播比例超70%。渠道策略上，抖音“去中心化”流量分配机制更利于行业生态平衡发展，21年来抖音美妆GMV快速起量，21.1占同期淘系5%、10月已升至36%，看好抖音增长潜力，利好较早布局抖音渠道、自播占比高的头部品牌。

投资建议

- 网络直播加强税务监管，化妆品新规即将执行，国家层面正引导化妆品行业加速规范化发展，从流量内卷步入良性竞争。此次事件将加速行业洗牌、格局分化，品牌壁垒更聚焦产品力、多平台运营能力，利好具备较强产品创新及研发实力、线上多平台布局发展均衡、自播能力强的头部品牌商，推荐珀莱雅、贝泰妮、鲁商发展。

风险提示

- 行业监管力度不及预期，直播电商发展不及预期，终端消费疲软。

1、头部主播逃税被罚，直播间被封禁

近期薇娅等主播通过隐匿个人收入等方式偷逃税款被查，受到补缴税款、滞纳金、罚款、直播间及多平台社交账号封禁的处罚。

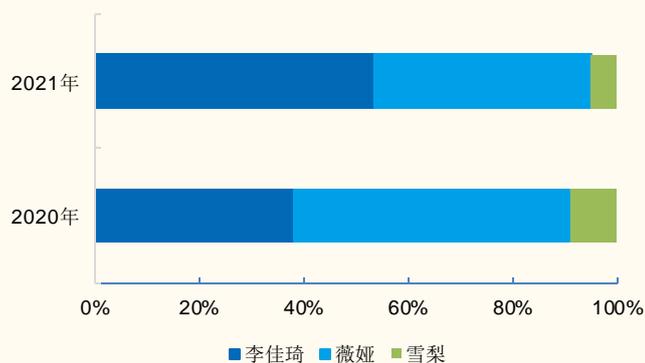
目前被查三位头部主播所属公司注册地均在杭州，查处主要由杭州市税务局主导。此次将会是较大规模的针对直播行业进行监管，旨在规范网络直播行业税收秩序。12月22日，上海市税务局、浙江省税务局相继要求明星艺人、网络主播等严格自查税务问题、及时补缴并上报，预计后续全国各主要省市区均将加强监管、加大查处力度。当前头部主播案例起到警示作用，引导行业重视税务问题，目前已有上千人主动自查补缴税款。

2、主播格局如何变动：一鲸落万物生，超头垄断或终结

■ 21年来淘宝两大超头垄断加剧

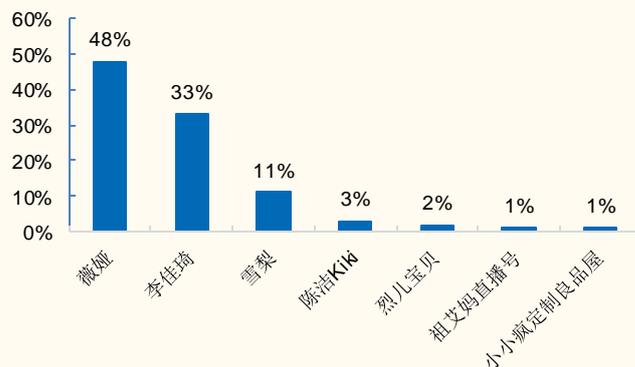
对比2020、2021两年双十一主播销售数据，2021年双十一预售期间（10.20-11.1），李佳琦直播间销售额106.5亿元、薇娅82.5亿元、雪梨9.3亿元，李佳琦占前三大主播之和的54%、薇娅占42%、雪梨占9%；2020年双十一，李佳琦占38%、薇娅占53%、雪梨占5%，两大超头与第三名的差距进一步拉大，流量&话语权头部聚集效应加剧，一定程度上导致了21年双十一品牌价格持续下探、流量内卷等一系列不利于行业良性发展的问题出现。

图表 1: 2021 和 2020 年淘宝双十一前三大主播 GMV



来源：淘宝、国金证券研究所（注：两年口径有所差别，2021年为10.20-11.1双十一预售数据，2020年为10.21-11.11整个双十一数据）

图表 2: 2020 年双十一（10.21-11.11）淘宝直播主播 GMV 占比

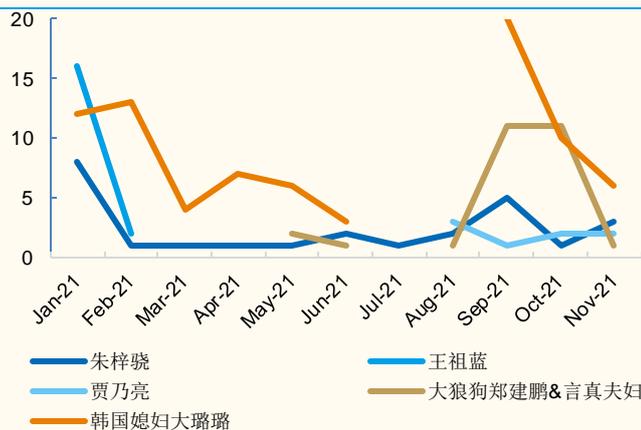


来源：淘宝、国金证券研究所

■ 抖音格局更分散，美妆类并无绝对超头

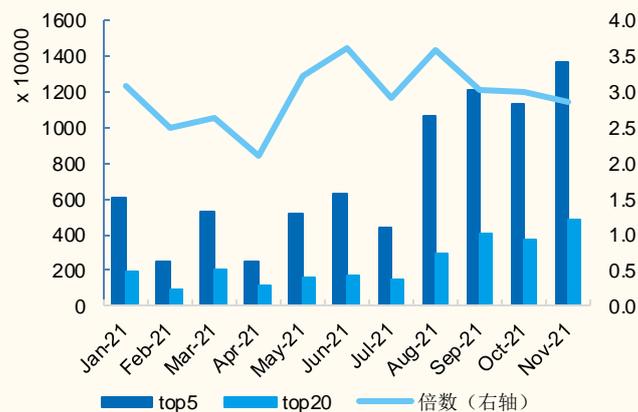
相比淘宝直播两强垄断的格局，抖音更为分散。21年1-11月的月度美妆类GMV排名来看，除朱梓骁持续保持在前10名外，其他头部主播贾乃亮、韩国媳妇大璐璐、大狼狗夫妇等排名波动均较大。top5美妆主播场均GMV约为top20的2.5-3.5倍，无头部集中趋势，相比之下，淘宝直播21年双十一预售数据，第一名为第三名的11.5倍。

图表 3: 21.1-11 抖音头部美妆类主播 GMV 排名变动



来源: 飞瓜数据、国金证券研究所 (注: 仅统计每月排名前 20 的主播, 数据缺失的代表当月排名 20 之后)

图表 4: 21.1-11 抖音主播美妆类排名前 5 和前 20 场均 GMV 对比 (万元)



来源: 飞瓜数据、国金证券研究所

■ 淘宝、抖音格局差异主要由流量策略造成

淘宝两大超头借助淘宝直播平台崛起, 早期通过开播市场&频次&直播风格积累粉丝群体, 凭借粉丝强粘性、高转化率在与品牌方的博弈中争取到更大折扣力度, 再吸引更多的粉丝、获得更大力度/甚至独家的促销, 形成滚雪球效应、强者恒强。当前两大超头影响力不止于直播、已触达全网, 形成网红、综艺、代言、企业等多重角色, 因而赋予其远超竞争对手的品牌议价权、市场影响力。21 年来从直播数据、大促成绩来看马太效应凸显, 制约了淘系中腰部主播的发展; 受制于头部主播对淘宝生意的巨大贡献, 平台话语权相对被削弱, 为绑定头部以维系平台 GMV 增长, 淘宝在流量入口和分配机制方面对头部有所倾斜, 进一步深化了两强格局。

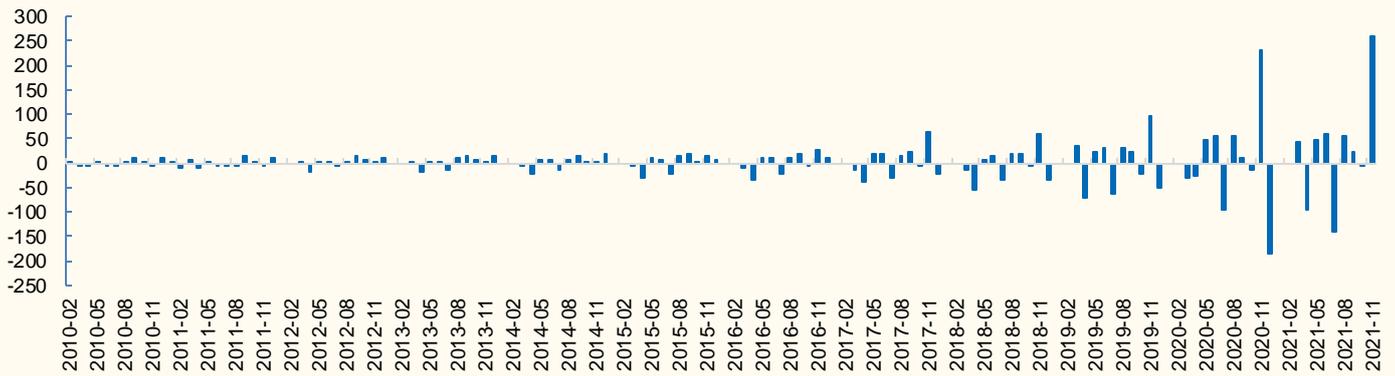
抖音一直采用“去中心化”流量策略, 每 6 个月更迭流量分配算法, 使得难有绝对超头出现, 21 年来美妆 GMV 快速放量、占淘系比重持续提升, 但主播格局未有头部集中趋势, 排名持续波动。

■ 看未来, 直播超头垄断时代或终结

我们认为雪梨、薇娅事件或将标志直播超头垄断时代的终结。原因:

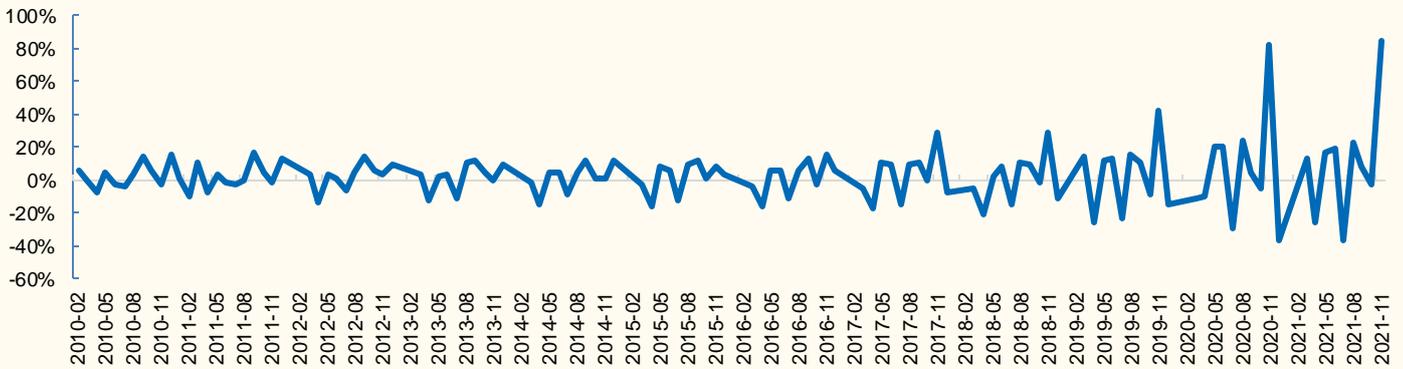
- (1) **超头主播过度挤压中腰部主播生存空间。**平台层面, 可能造成达人资源流失 (淘宝直播中腰部达人转战抖音等流量分配机制相对更公平的平台), 直播生态失衡; 社会层面, 严查超头的核心目的是扶持中小主播, 对于扩大就业、推动共同富裕有帮助。
- (2) **超头的存在压缩品牌利润率, 不利于品牌的长期成长、损害行业发展利益。**超头处于垄断地位, 对品牌有高议价权, 为争取更高折扣吸引直播间用户购买, 在与品牌的博弈中不断下探其价格带, 不利于品牌维护价格体系, 导致消费被动向超头直播节点集中、品牌对主播依赖性加强。从化妆品社零数据季节波动来看, 20 年双十一消费向“618”、“双十一”集中趋势显著、21 年进一步加强, 而电商大促节点主要由超头主播直播间和平台规则共同主导, 超头话语权的集中间接促成化妆品消费强季节性。

图表 5: 化妆品零售额月度差值 (亿元)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 6: 化妆品零售额月度环比 (%)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

3、如何看品牌营销端演绎：短期有波动，长期考验投流效率、加剧分化

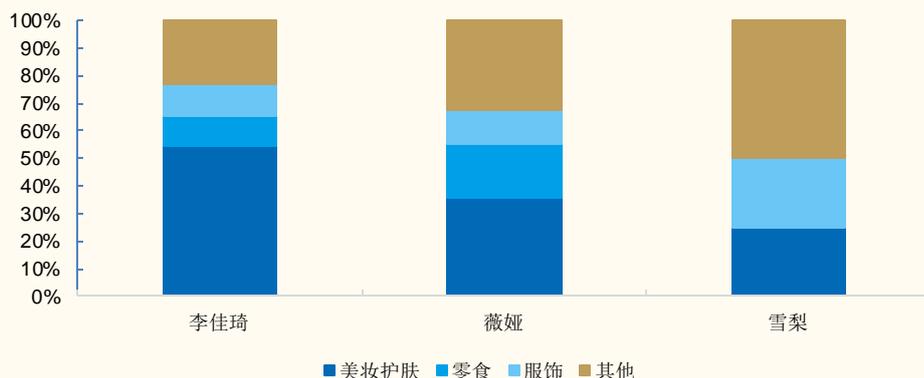
■ 短期对绑定头部主播较多的品牌造成冲击

当前被查封的雪梨、薇娅早期均以女装起家，雪梨后涉足医美等业务，薇娅拓展至小家电、个护、母婴等生活日用品类；不同于前两者，李佳琦是欧莱雅专柜销售出身，曾被称为“口红一哥”，本身擅长的就是美妆品类。从三大主播直播间品类构成来看，薇娅、雪梨的美妆品类占比分别 35%、25%，李佳琦占 55%。

本土上市公司化妆品牌与薇娅李佳琦有不同程度合作，薇诺娜、珀莱雅、夸迪、米蓓尔、御泥坊、完美日记、小奥汀等和李佳琦合作较多；玉泽、佰草集、彩棠、润百颜、肌活、丸美等和薇娅合作较多；毛戈平、鲁商发展旗下瑗尔博士暂未与超头合作，颐莲合作较少（11.18 和薇娅合作了一次）。

具体来看，由于头部主播一次带货通常能贡献较大销量，近期与之有合作的品牌，短期部分核心产品销量存不确定性，为主播备货的库存需要通过店播/寻找其他主播或自有其他渠道进行消化，若库存消化不了、后续将导致存货增加、存货存减值风险。

图表 7: 21 年“双十一”淘宝三大头部主播品类构成



来源：一面数据，淘宝，国金证券研究所（注：雪梨未单独统计零食品类，除美妆和服饰外均归为“其他”）

长期行业竞争更趋良性，品牌加剧分化

我们认为以双十一欧莱雅事件、主播漏税事件为契机，监管层面深化对品牌规范化经营、市场良性发展的要求，超头主播“全网最低价”、“品牌绑架”现象不再，曾经依靠资本投流量、买销量的中小品牌难以为继，行业竞争将进一步回归产品力、多渠道运营能力。营销层面，布局线上多平台、发展店铺直播是成熟品牌可持续发展的必要条件，也意味着对品牌投流的要求大大提高。综上，头部品牌与中小品牌表现将加剧分化。

对比店播、达播、超头主播三种直播模式，利润率维度店播>达播>超头，发展店播更有利于品牌长期稳健成长；对品牌营销及运营能力要求来看，店播>达播>超头，能率先跑通店播模型的品牌有望在新一轮营销竞赛中赢得先机。

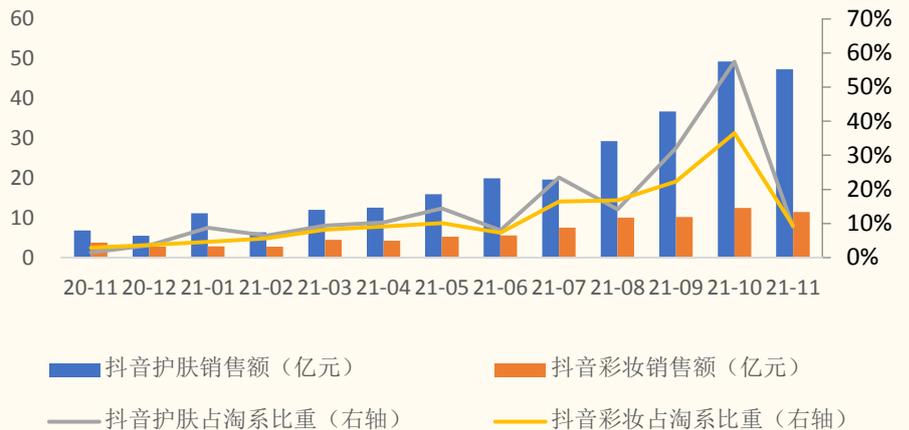
图表 8: 店播、达播、超头主播模式对比

直播模式	成本构成	折扣力度	真实 ROI	执行难易度	利润率	不确定因素
店铺自播	商品成本、员工薪酬（培养主播、运营&场控等人员成本）、直播间布景、平台技术服务费	低	高	难度高，对品牌综合能力有较高要求。初期有冷启动期，增速不高，但长期增长较稳健。	50%-60%	店播业绩不稳定
达人直播	达人坑位费、佣金、商品成本、平台技术服务费	中	中	难度一般，主要考验品牌对 KOL&选品的把控。	20%左右	中腰部达播带货能力不稳定、粉丝粘性不强
超头主播	达人坑位费、佣金、商品成本、平台技术服务费、授权费	高	低	难度较低，通过较高的费用投入和较低的折扣吸引主播粉丝购买，品牌发展早期积攒声量。	5%-6% (另有背书、名声等附加价值)	超头出现负面社会新闻对品牌冲击较大

来源：巨量引擎，国金证券研究所（注：利润率=（真实 ROI-1）×100%，店播和达播的利润率指抖音平台的情况，超头主播利润率指薇娅/李佳琦在淘宝直播的情况）

渠道方面，除淘系外更关注抖音布局，抖音美妆 GMV 迅速增长。截止 21.10 抖音护肤、彩妆 TOP300 品牌合计销售额为 49.28 亿元、12.44 亿元、占同期淘系彩妆比重为 58%、36%，抖音护肤、彩妆快速放量、占比同期淘系彩妆比重不断提升，21 年 1 月占比仅分别为 9%、5%。

图表 9：抖音护肤、彩妆 TOP300 品牌合计销售额及占同期淘系比重



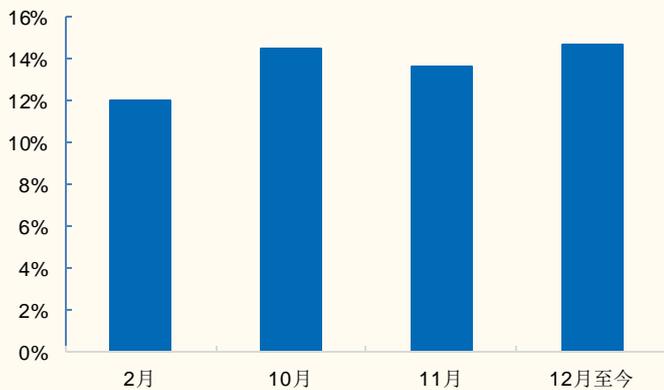
来源：飞瓜数据，国金证券研究所

注：11月淘系获益双11大促，当月销售额较高，抖音美妆 GMV 占比淘系有所下降。

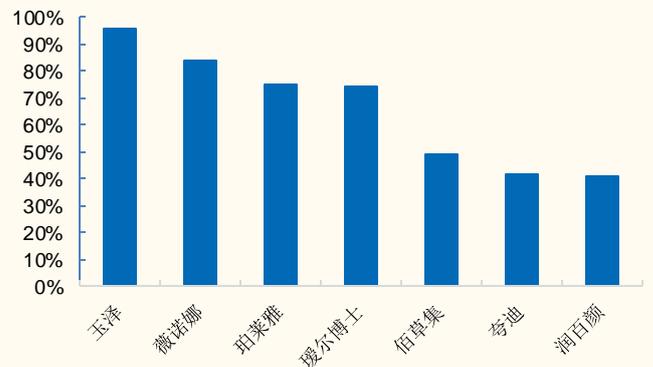
抖音 21 年来大力扶持品牌自播。根据飞瓜数据，抖音平台在品牌方合同规定的返点之外再让利 20%，品牌自播占比明显提升。21 年 2 月抖音大盘 top500 品牌合计店播 GMV 已占品牌总体的 50%，较 1 月提升 20PCT，美妆品类 21 年来自播比例波动上行，2 月约 12%、10 月 14.5%、11 月受好物节主播开播率高影响小幅下滑、12 月 1-21 日的数据显示占比进一步升至 15%。

其中国际大牌红人/达人播占比较高，而头部国产化妆品品牌具备显著高于行业的自播比例，业绩稳定性高、步入良性增长轨道。近 30 天数据来看，玉泽、薇诺娜、珀莱雅、瑗尔博士自播比例超 70%。我们认为自播能力及多平台布局能力强的头部品牌有望受益此次事件、进一步提升市场份额，而对主播特别是超头依赖性较高的品牌短期将受到较大影响。

图表 10：21 年来抖音美妆品类品牌店播 GMV 占比



图表 11：头部化妆品品牌近 30 天抖音店播 GMV 占比



来源：飞瓜数据、国金证券研究所（注：此处统计美妆品牌为抖音全网月度 GMV 综合排名前 500 的品牌）

来源：飞瓜数据、国金证券研究所

4、投资建议

网络直播加强税务监管，化妆品新规即将执行，国家层面正引导化妆品行业加速规范化发展，从流量内卷步入良性竞争。此次事件将加速行业洗牌、格局分化，品牌壁垒更聚焦产品力、多平台运营能力，利好具备较强产品创新及研发实力、线上多平台布局发展均衡、自播能力强的头部品牌商，推荐珀莱雅、贝泰妮、鲁商发展。

5、风险提示

行业监管力度不及预期：行业面对新规及监管需要经历从理解、适应、再到执行的过渡，若各级部门宣导及执行力度不及预期，可能影响监管效果。

直播电商发展不及预期：此次对头部主播的查处力度较大，超头占平台销售比例高、对平台间格局、单平台业绩造成短期波动，若行业无法及时消化监管影响，可能放缓增长速度。

终端消费疲软：可选消费整体景气度下行将削弱此次监管对头部品牌的利好影响。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；

中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；

减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402