

商贸零售

行业研究/深度报告

薇娅事件后，直播电商新格局或将打开

—薇娅税务事件对电商直播及美妆行业的影响

深度研究报告/商贸零售

2021年12月22日

报告摘要：

● 薇娅涉嫌偷逃税问题被查处，截至12月21日其全平台账号被封

日前杭州市税务局稽查局对网络主播黄薇（网名薇娅）涉嫌偷逃税问题进行了查处，依据规定依法确认其偷逃税款6.43亿元，其他少缴税款0.6亿元，对其偷逃税追缴并处罚款13.41亿元，截至12月21日薇娅全平台账号被封。

● 主播梯队或发生变化，部分头部及中腰部达人有望获得更多流量增长机会

薇娅等头部主播因偷漏税问题停播导致相关流量出现缺口，品牌在总体营销预算已规划的情况下或将选择其他方式进行营销推广，这对于其他头部及中腰部达人来说是发展机遇，未来电商直播行业流量或将更加分散化。

● 平台间流量再分配，达人或将倾向流量更加精准的推荐平台

薇娅李佳琦作为超头主播有一定明星效应，薇娅事件后部分忠实消费者或从追随超头转向以兴趣为主导的电商直播生态。近期电商平台抖音盒子上线，抖音及抖音盒子均基于推荐算法逻辑进行更加精准的营销，垂直类达人规模及占比未来有望进一步扩大。

● 品牌产品力为核心，具备研发及强大运营能力的美妆头部品牌长期或受益

近两年美妆国际大牌与头部国货在保持产品及品牌力优势的同时积极布局自播运营，事件发生后这部分品牌拥有更多选择，品牌或因此对营销资源重新分配，整体影响有限；而失去超头部直播的带货光环后，深度绑定薇娅直播的部分新锐品牌或受影响较大。未来品牌需更加注重功效定位及消费者喜好进行产品开发并加强自身运营能力，具备核心产品研发能力并注重自播及自运营的品牌长期来看有望受益。

● 长期来看品牌或将重新掌握直播议价力，直播向正规化发展，运营价值凸显

薇娅事件警示美妆品牌需维持健康运营模式并持续进行自播等运营团队的建设及升级，长期来看有利于品牌健康发展并获得直播议价能力；同时，监管的加强也将提升直播行业的运营质量，带动直播行业向正规化发展，具备电商运营优势的代运营公司价值凸显。

● 投资建议

我们认为具备产品力及自播运营力的头部美妆国货品牌受事件影响有限，未来增长较确定，同时品牌或将逐渐掌握直播议价权，品牌力有望进一步提升。重点推荐具备核心产品力及强品牌运营力的头部国货化妆品公司（贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、上海家化），建议关注鲁商发展等低依赖主播的新锐国货标的及壹网壹创等优质下游代运营公司。

● 风险提示

三方数据差异风险；行业及品牌竞争加剧；行业监管风险；新品市场推广风险

盈利预测与财务指标

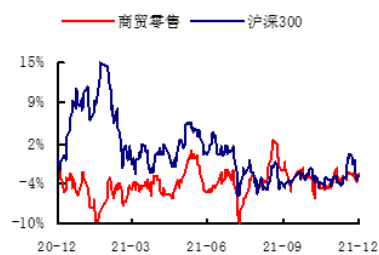
代码	重点公司	现价 12月22日	EPS			PE			评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
300957	贝泰妮	202.94	1.51	1.91	2.61	134.4	106.3	77.8	推荐
688363	华熙生物	162.57	1.35	1.62	2.48	120.4	100.4	65.6	推荐
603605	珀莱雅	212.41	2.37	2.92	3.63	89.6	72.7	58.5	推荐
600315	上海家化	40.66	0.64	0.73	1.19	63.5	55.7	34.2	推荐

资料来源：公司财报，民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

相关研究

- 零售周观点：印度培育钻渗透稳升，贝泰妮双十二持续发力
- 【民生商社】零售行业2022年度策略：拥抱新兴消费，深挖优质标的潜在价值

目录

1	超头主播薇娅偷逃税被罚，未来行业格局或发生改变	3
1.1	超头主播薇娅涉及偷逃税被罚，账号全网被封	3
1.2	近期事件对电商直播及美妆行业或将产生拐点影响	3
2	平台：平台间及平台内流量再分配，中腰部达人或将获得更多机会	4
3	品牌：品牌产品力为核心，具备研发及自播运营能力的头部品牌或受益	8
3.1.	薇娅事件对国际大牌及头部国货品牌冲击较小，部分强依赖超头直播的新锐品牌或受影响较大	8
3.2.	淘外平台占比或将提升	9
3.3.	具备核心优势的代运营公司有望拓展业务	12
4	趋势判断：电商直播格局或发生变化，增长决定因素趋向回归品牌自身	13
5	投资建议：头部国货拥有核心优势，未来仍有较大成长空间	14
6	风险提示	15
	插图目录	16
	表格目录	16

1 超头主播薇娅偷逃税被罚，未来行业格局或发生改变

1.1 超头主播薇娅涉及偷逃税被罚，账号全网被封

日前，杭州市税务局稽查局对网络主播黄薇（网名：薇娅）涉嫌偷逃税问题进行了查处。相关负责人披露，2019年至2020年期间，黄薇通过隐匿其从直播平台取得的佣金收入虚假申报偷逃税款；通过设立上海蔚贺企业管理咨询中心、上海独苏企业管理咨询合伙企业等多家个人独资企业、合伙企业虚构业务，将其个人从事直播带货取得的佣金、坑位费等劳务报酬所得转换为企业经营所得进行虚假申报偷逃税款；从事其他生产经营活动取得收入，未依法申报纳税。依据规定依法确认其偷逃税款6.43亿元，其他少缴税款0.6亿元，对其偷逃税追缴并处罚款13.41亿元。截至12月21日薇娅全平台账号被封。

1.2 近期事件对电商直播及美妆行业或将产生拐点影响

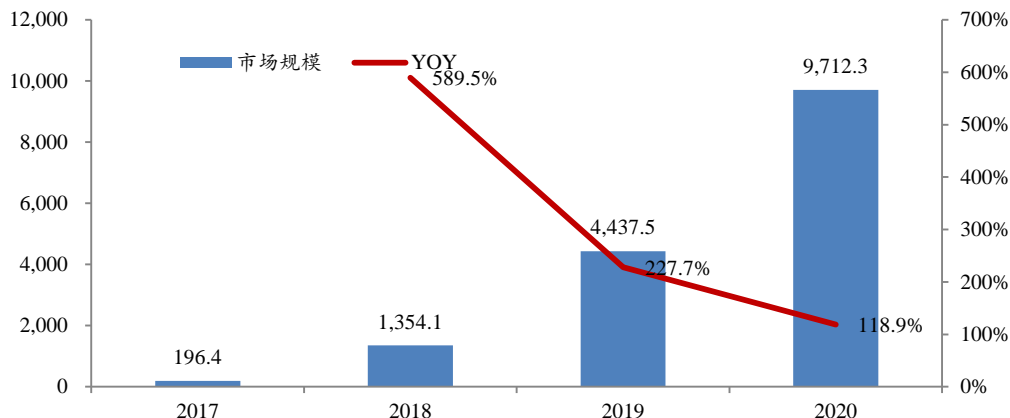
直播行业过去五年呈现高利润高增长的发展状态，而由于行业所处电商平台机制的复杂性，不乏有各种行业乱象存在。近期直播行业频繁被整顿，从雪梨，林珊珊被依法追缴并处罚款，到如今薇娅涉及更大的偷漏税及处罚金额，也显示了监管部门对于行业整治的决心。税务部门依法依规对有关网络主播税收违法行为进行查处，有利于平台经济长期规范健康发展。

雪梨受到处罚通报后直播间已经停播，薇娅相关直播店铺也已不再营业。在今年“双十一”期间薇娅李佳琦两位超头主播在天猫大促平台销售额中占比较大，预计此次薇娅被罚后对天猫平台直播短期将产生一定影响，更严格的监管影响下未来行业格局或许将发生改变。

2 平台：平台间及平台内流量再分配，中腰部达人或将获得更多机会

行业增速趋缓，淘宝超头化现象严重。自 2017 年起直播电商行业规模实现数十倍增长，于 2020 年达到 9712 亿元，但同时增长率从 2018 年的 589.5% 逐渐下降至 2020 年的 118.9%。在淘宝直播的市场化发展过程中，行业形成两家超头部主播相互牵制、头部主播百花齐放的格局。

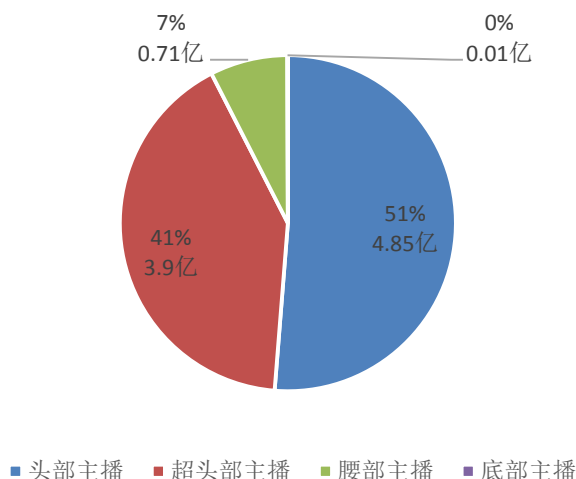
图1: 直播电商行业市场规模及增长率 (单位: 亿元, %)



资料来源: 飞瓜, 民生证券研究院

基于 2020 年直播数据及天猫财报测算, 薇娅 2020 年直播约占天猫平台直播 8% 的销售额, 而根据数据威数据, 2021 年 12 月 1 日至 19 日期间李佳琦薇娅共计带货 3.9 亿, 占比高达天猫直播销售额的 41%, 天猫直播生态对于超头主播有较大的依赖性。

图2: 2021.12.01-2021.12.19 天猫直播达人销售额 (亿元) 及占比



资料来源: 数据威, 民生证券研究院

注: 达人等级按照粉丝数划分, 超头部: 薇娅 Viya 和李佳琦 Austin; 头部: 当前粉丝数 > 100 万; 腰部: 10 万 < 粉丝数 < 100 万; 底部: 粉丝数 < 10 万

根据新播场公开数据, 2021 年李佳琦和薇娅“双十一”期间销售额分别为 217.61 和 199.87 亿元, 基于平台公布的 5403 亿元“双十一”全阶段销售额, 两位超头主播带货占到天猫平台

近8%的销售，薇娅李佳琦带货金额分别是第三位雪梨的4倍以上。在销售额超过10亿元的12名主播中，有10位来自淘宝直播，而在销售额低于10亿元的主播中，抖音为重要组成。相比抖音直播的去中心化机制，淘宝头部化现象较严重，且超头部以价格优势形成和头部主播的较大断层。

表1: 2021年“双十一”全渠道带货主播排名（统计时间：10.20-11.10）

排行	主播	平台	销售额（亿元）
1	李佳琦	淘宝	217.61
2	薇娅	淘宝	199.87
3	雪梨	淘宝	45.85
4	左岩	淘宝	32.49
5	天猫超市	淘宝	20.17
6	小米	淘宝	19.04
7	蛋蛋	快手	18.54
8	辛有志 辛巴	快手	17.55
9	钱夫人家	淘宝	15.83
10	烈儿宝贝	淘宝	14.20
11	小刘翡翠批发	淘宝	12.91
12	PG生活家	淘宝	10.54
13	什么值得买	淘宝	9.83
14	天猫超市	淘宝	7.04
15	龙梓嘉	淘宝	6.95
16	郑建鹏&言真夫妇	抖音	6.84
17	海尔	淘宝	6.70
18	贾乃亮	抖音	6.52
19	olay	淘宝	6.37
20	罗永浩	抖音	5.90

资料来源：新播场，民生证券研究院

直播电商开启监管时代，超头主播流量或向下释放。主播带货的显性收入主要包括两部分，一是坑位费，即展示商品的一次性费用；二是佣金，即商品成交额的提成。由于收入的不公开性，行业监管存在一定困难。2020年以来，国家对直播电商的监管力度不断上升，并于2021年落实相关法律和违规处罚，主播偷漏税行为使平台及用户端产生风险意识并降低信任，未来超头部流量或将减弱并向下释放。

表2: 直播电商行业相关监管举措

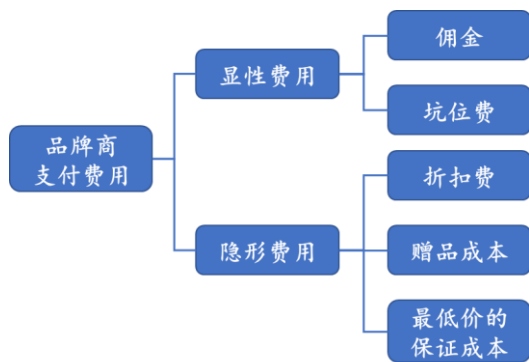
时间	事件
2021年4月	国家互联网信息办公室、文旅部、广电局等七部门联合发布《网络直播营销管理办法（试行）》，为直播营销提供了法律依据。
2021年10月	商务部、中央网信办、发改委三部门发布《“十四五”电子商务发展规划》，提出重点开展直播电商，社交电商等新业态标准研制。
2021年11月	淘宝主播雪梨、林珊珊共计被处以近1亿元罚款。
2021年12月	杭州税务局对淘宝主播薇娅追缴税款、加收滞纳金并处罚款，共计13.41亿元。

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

此外，对品牌方而言，和超头合作的隐形费用还包括折扣费、赠品成本、最低价格的保证

成本，超头部带货的高成本及强议价特点使商家压缩盈利空间以获取超头流量。在商家积极探索营销创新的背景下，未来直播行业或呈现内容化或多元化生态，商家减少对超头主播的依赖性，形成健康的品牌经营环境。

图3: 品牌商和主播合作的费用结构



资料来源：民生证券研究院整理

图4: 超头部主播和官方旗舰店商品价格对比

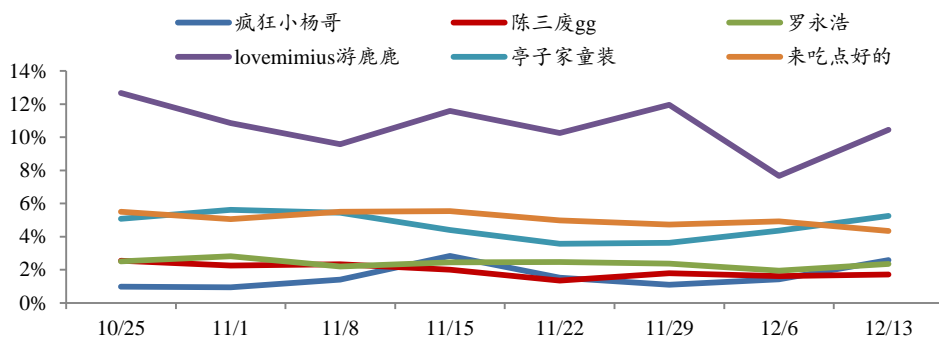


资料来源：淘宝，民生证券研究院

超头部主播现有流量出现缺口，或加速超头主播转型以加强自身流量溢价。头部主播转型在罚单陆续出现之前就已经显现出趋势，比如李佳琦人设“明星化”，通过出席综艺节目、筹备自身的咖啡品牌等行为打造个人 IP；辛巴打造直播供应链，成立家族式主播矩阵。随着行业规则的细化和超头流量的削弱，达人自身转型或许将加快进程。

中腰部主播受益于流量释放，经营能力较差的 MCN/主播更易被淘汰。根据飞瓜数据，lovemimius 游鹿鹿、来吃点好的等中腰部主播和罗永浩、陈三废 gg 等头部主播直播转化率都保持稳定水平，其中，lovemimius 游鹿鹿等垂类主播因其客群画像集中度高，拥有更高的转化率。由于中腰部主播拥有稳定的战略伙伴、能够形成稳定的供应链和稳定的转化率，随着超头部流量释放后，中腰部主播有望截取该部分流量从而获益。另一方面，根据相关法律法规，纳税人有特殊困难、无法按期缴纳的，经税务部门批准后可延期缴纳，但最长不得超过三个月，这对行业的现金周转能力提出了一定要求，因偷税漏税行为带来的补税潮预计将加快出清行业尾部或营运能力较差的主播。

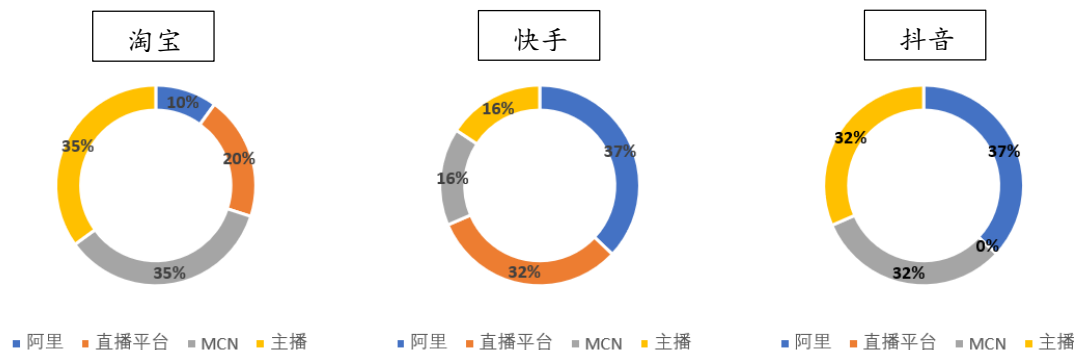
图5: 抖音头部主播和中腰部主播的转化率



资料来源：飞瓜，民生证券研究院

行业内流量再分配，淘外“种草”带货存在机会。近年来除传统电商外，抖音快手等平台纷纷布局直播并获得高速增长，天猫平台 GMV 直播业务仍具有优势，而超头直播影响下平台主播佣金比例较高。根据行业信息，超头直播间国际大牌的佣金抽成约占成交额的 20%左右，新锐品牌及部分国货品牌抽成更高。基于亿欧数据，平台、主播及 MCN 机构分别对导流至淘宝的成交额收取不同的抽成比例，主播及抖音快手平台佣金分成优势不明显。如今超头直播流量产生变化，随着抖音及快手小店的搭建及推广，未来商家或更多选择在抖音快手自建直播小店。

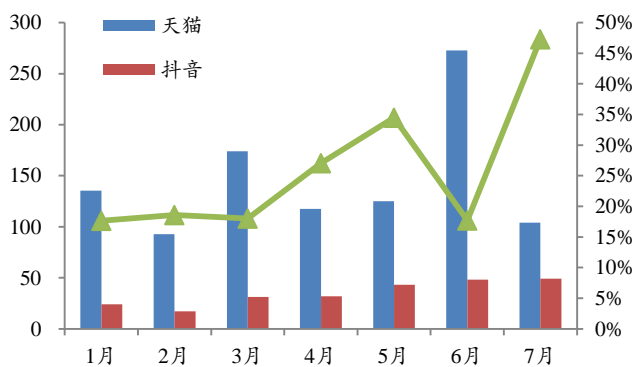
图6：导流至淘宝成交直播营销淘宝、抖音、快手平台相关抽成比例（单位：%）



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

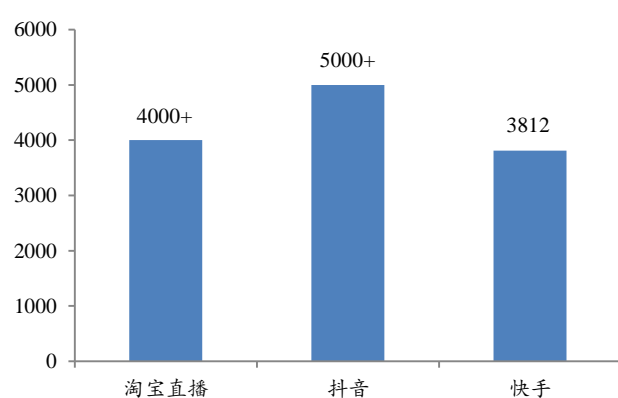
根据前瞻研究院数据，2020 年抖音直播平台 GMV 已达到 5000 亿元以上，其中，超 3000 亿元 GMV 是由抖音直播间跳转至第三方平台；快手 2020 年 GMV 已达到 3812 亿元，平台直播三足鼎立。近两年抖音电商快速发展，已有多个品牌入驻抖音，根据平台数据，21 年 1-7 月抖音销售额快速增长，7 月体量已接近淘宝一半，“双十一”进一步提升。薇娅税务事件影响下，淘系直播马太效应或被削弱，预计淘外平台“种草”优势及带货属性将进一步凸显。

图7：2021 年淘宝和抖音的美妆 GMV（单位：亿元，%）



资料来源：淘系数据，飞瓜，民生证券研究院

图8：2020 年中国主要电商直播平台的商品成交额（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

3 品牌：品牌产品力为核心，具备研发及自播运营能力的头部品牌或受益

3.1. 薇娅事件对国际大牌及头部国货品牌冲击较小，部分强依赖超头直播的新锐品牌或受影响较大

美妆行业具有强直播绑定属性，薇娅税务事件发生后，对于之前和薇娅合作比较深的美妆行业品牌短期或受到影响较大。我们判断事件对于美妆品牌的影响如下：

1) 国际大牌：外资品牌在天猫平台正积极由直播转向品牌自播，短期内薇娅直播缺失会出现一定流量缺口，但长期品牌或基于品牌力将转向抖音等新渠道或通过回归传统电商/线下渠道进行营销。前段时间欧莱雅价格事件及后续舆论发展反映出头部外资品牌对于头部主播的议价能力已经受到冲击，并开始逐步摆脱头部主播依赖。参考十二月部分品牌天猫旗舰店自播及直播销售额及占比情况，部分国际头部大牌的自播占比已达到 20% 以上，超过超头部达人的带货占比。知名度较高的外资逐渐强化品牌自播，利用自播夺回超级头部主播的流量，将流量掌握在自己手中，长期来看薇娅停播对于国际大牌影响有限。

2) 头部国货品牌：珀莱雅、薇诺娜、润百颜等品牌在过去两年积极发展天猫自播运营，较早布局抖音平台及其他新型平台，本身不强依赖于超级头部主播，在强大产品力及运营背景可以迅速对超头部直播的流量缺失做出反应，事件影响较小。对于部分薇娅推荐的品牌旗下新品未来或将转向其他途径进行营销推广。

3) 新锐品牌：部分品牌依赖超级头部主播严重，在薇娅税务事件发生后，短期内或将受到较大冲击。这部分品牌需要在短时间内找到新的获客渠道，比如强化自播转战抖音快手等淘系外平台，产品功效及消费者复购对品牌长期发展有决定作用。

表3: 十二月部分品牌天猫旗舰店自播及直播销售额及占比 (2021.12.01-2021.12.19)

公司	品牌	直播间	直播金额(百万元)	店铺销售额(百万元)	直播占比
部分国内公司及品牌					
薇诺娜	薇诺娜	李佳琦	11.6	70.7	16%
		自播	5.9	70.7	8%
珀莱雅	珀莱雅	李佳琦	11.0	89.0	12%
		自播	8.0	89.0	9%
	彩棠	薇娅	2.4	89.0	3%
		自播	9.2	28.5	32%
上海家化	玉泽	薇娅	3.3	25.4	13%
		自播	1.6	25.4	6%
	佰草集	自播	0.8	10.5	8%
		薇娅	0.6	10.5	6%
华熙生物	润百颜	自播	4.2	27.0	16%
		夸迪	李佳琦	25.7	30.5
	米蓓尔	李佳琦	1.9	12.2	15%
		自播	0.3	12.2	3%
Bio-MESO	Bio-MESO	自播	0.5	7.2	6%
		薇娅	3.2	11.7	27%
鲁商发展	颐莲	自播	0.6	11.7	5%
		自播	10.8	85.5	13%
逸仙电商	完美日记	李佳琦	1.7	85.5	2%
		薇娅	0.7	85.5	1%
		自播	0.3	10.8	3%
水羊股份	御泥坊	自播	0.3	10.8	3%
部分外资公司及品牌					
宝洁	OLAY	自播	18.8	152.9	12%
		李佳琦	13.3	152.9	9%
		薇娅	12.7	152.9	8%
欧莱雅	欧莱雅	自播	28.2	209.0	14%
雅诗兰黛	雅诗兰黛	自播	72.3	278.7	26%
		李佳琦	7.5	278.7	3%
		薇娅	5.4	278.7	2%
资生堂	资生堂	自播	11.6	118.1	10%

资料来源: 数据威, 淘数据, 民生证券研究院

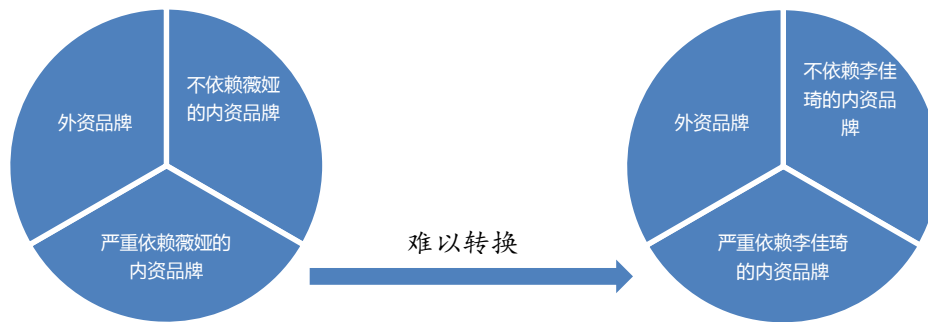
注: 以上数据基于第三方电商数据机构数据整理, 数据源可能存在差异及更新不及时的情况

3.2. 淘外平台占比或将提升

薇娅退出直播后, 其带货的成熟外资品牌和本身已经开拓完善自播渠道的内资品牌会迅速做出运营调整, 薇娅流量将会逐步转移, 而严重依赖薇娅内资品牌或将受到较大冲击, 主要由于本身自播渠道流量较小。由于超头主播的出现需要平台长期资源倾斜且薇娅事件暴露风险较大, 预计短期内李佳琦或将成为唯一的超级头部主播, 因为其直播的时间有限, 部分品牌合作较密切, 内外资品牌竞争将会更加激烈, 品牌将进行存量互博, 各部分份额不会出现太多变动, 原本通过薇娅带货的品牌难以切入。

总结来看，品牌广度和深度较低的内资品牌依赖超级头部主播巨额流量带动的上升通道已受限制，品牌需要重新寻找发展路径。在超头主播出现流量缺口的背景下，外资品牌也在强化自播渠道，而议价权力相对较弱的中腰部主播也将会成为承接更多的品牌方流量。

图9：薇娅带货品牌较难获取李佳琦坑位



资料来源：民生证券研究院整理

由于布局较早前期投入较大，国货品牌目前在抖音运营端拥有明显优势，在21年抖音好物节中，榜单前十中有6个国货品牌，分别是韩束、花西子、薇诺娜、自然堂、欧诗漫、珀莱雅；同时逐本、AOEO、夸迪、柏瑞美、PMPM、溪木源、瑗尔博士、润百颜等品牌今年“双十一抖音好物节”期间成交额超千万。

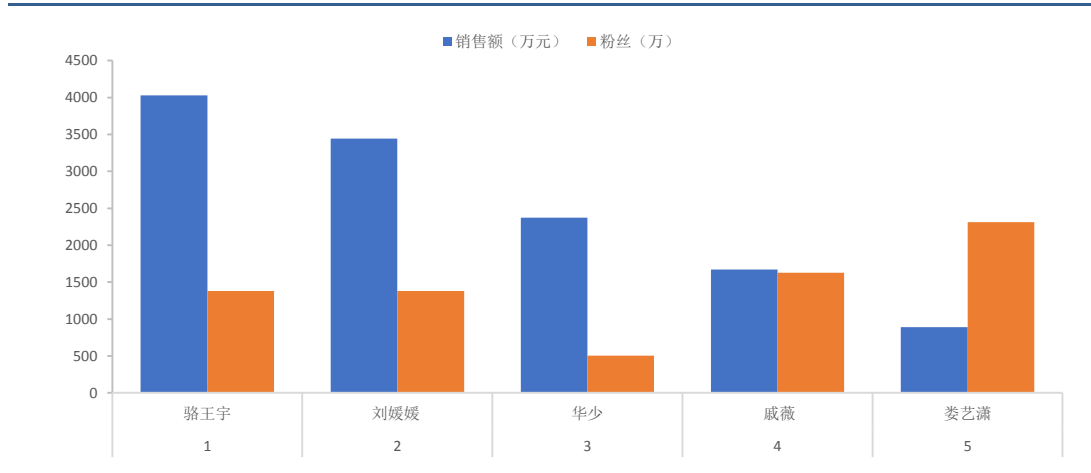
表4：2021年抖音好物节美妆品牌榜（统计周期：2021.10.15-2021.11.11，不含美容美体品牌）

排名	品牌	销售额（亿元）
1	后	4.48
2	雪花秀	3.29
3	雅诗兰黛	2.19
4	SK-II	1.86
5	韩束	1.65
6	花西子	1.51
7	薇诺娜	1.50
8	自然堂	1.45
9	欧诗漫	1.45
10	珀莱雅	1.33

资料来源：果集，聚美丽，民生证券研究院

2021年“抖音好物节”于10月27日正式开始，当日美妆博主带货排名前五分别为骆王宇，刘媛媛，华少，戚薇，娄艺潇，由于平台流量分发逻辑更去中心化，博主销售量级差异相对淘宝更小。

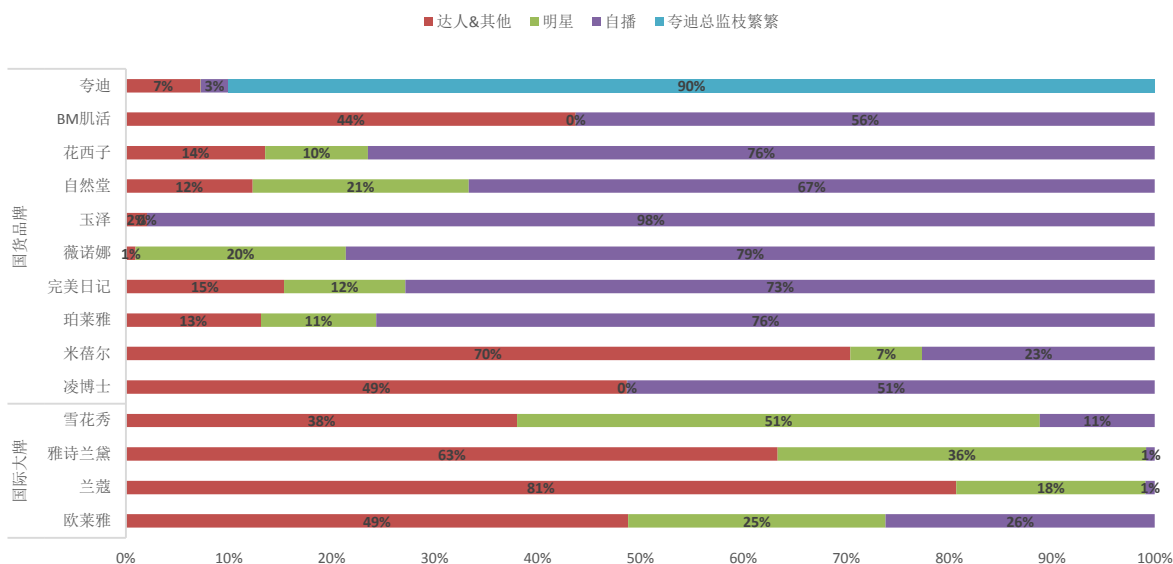
图10: 10月27日抖音带货TOP5美妆博主



资料来源: 飞瓜数据, 民生证券研究院

抖音渠道下抖音自播将继续成为与消费者互动的主要窗口。目前抖音平台国货品牌的自播销售额占比普遍较高, 而外资品牌则更加依赖与达人和明星带动。在过去的“双十一抖音好物节”中, 国货品牌自播占比显著高于外资品牌, 目前超头部主播流量面临重新分配的问题, 预计抖音在未来在品牌营销中将越来越重要, 品牌也会更多投入抖音自播及抖音小店的经营。

图11: 对比国际大牌, 国货品牌自播销售额占比更高 (统计周期: 2021.10.27-2021.11.11)

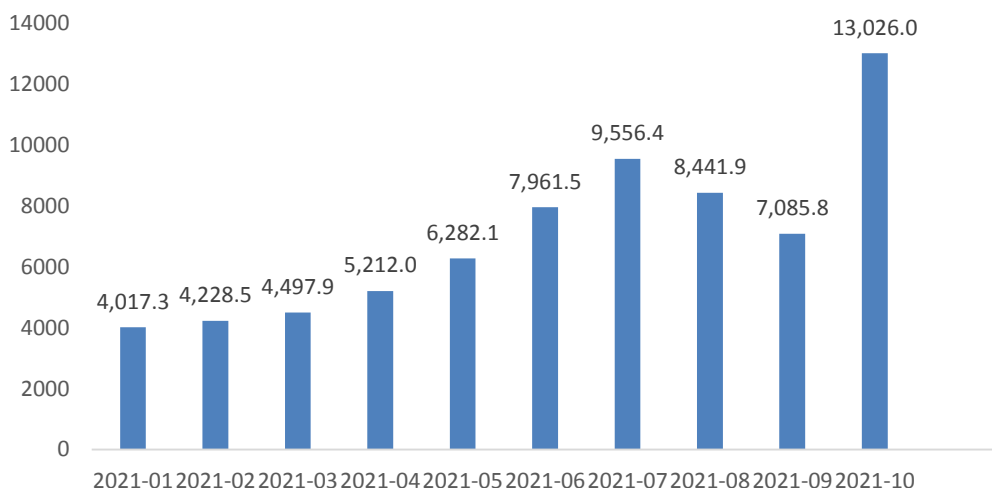


资料来源: 飞瓜数据, 民生证券研究

若淘系依然坚守中心化策略, 专注打造头部、超头部主播, 淘系腰部和尾部主播将会加快转向抖音和快手, 而薇娅事件或将成为催化剂。为了预防主播相关监管风险, 未来各品牌将会更加注重快手和抖音等流量去中心化平台的布局, 同时也会加强私域流量的构建。例如珀莱雅, 较早布局抖音平台, 今年以来在抖音渠道规模翻倍增长, 流量分散可以抵御事件带来的冲

击。

图12: 珀莱雅抖音 2021.1-2021.10 预估销售额 (单位: 万元)

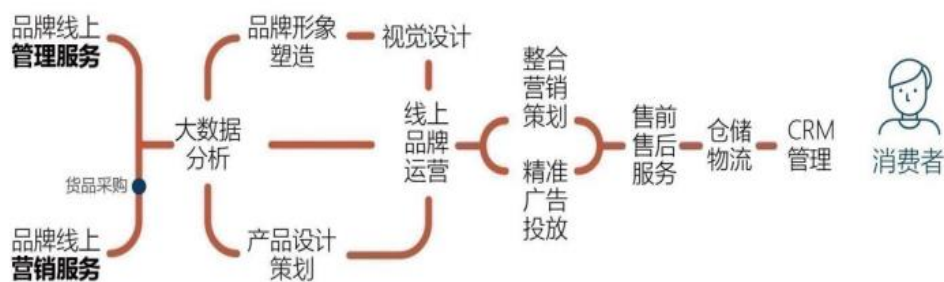


资料来源: 飞瓜数据, 民生证券研究院

3.3. 具备核心优势的代运营公司有望拓展业务

薇娅事件或给代运营公司带来新的业务增量。以壹网壹创为例, 公司的主营业务是为国内外知名快消品品牌提供全域电子商务服务。作为品牌方的重要战略合作伙伴, 公司从品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划、视觉设计、大数据分析、线上品牌运营、精准广告投放、CRM 管理、售前售后服务、仓储物流等全链路为品牌提供线上服务, 帮助各品牌方提升知名度与市场份额。随着主播去头部化的趋势形成, 中小品牌想依靠超头部主播的顶级流量迅速打开知名度的可能性越来越小, 品牌需要依靠自身的品牌运营或者委托第三方进行管理或营销服务, 对于电子商务服务类公司来说, 薇娅事件冲击较小, 并且有承担中小品牌销售渠道的机会。

图13: 壹网壹创业务链路



资料来源: 2020 年公司年报, 民生证券研究院

4 趋势判断：电商直播格局或发生变化，增长决定因素趋向回归品牌自身

无论是“双十一”的欧莱雅出现的自播价格低于头部主播价格事件，还是近期雪梨、薇娅偷漏税事件引发的行业反应，体现出电商直播需进一步规范的同时，品牌也需要探索寻找新的运营模式，基于此我们认为，未来电商直播生态及美妆行业或将出现如下四点趋势：

1) 主播梯队或发生变化，部分头部及中腰部达人有望获得增长机会：过去两年中，超头主播在淘宝整体直播生态中尤其在在大促节点下的销售占比较大，而近期雪梨、薇娅因偷漏税问题停播导致相关流量出现缺口，品牌在总体营销预算已规划的情况下或将选择其他方式进行营销推广，这对于其他头部及中腰部达人来说是发展机遇，未来电商直播行业流量或将更加分散化。

2) 平台间流量再分配，达人流量或将倾向更加精准的推荐平台：薇娅李佳琦作为超头主播有一定明星效应，薇娅事件后部分忠实消费者或从追随超头转向以兴趣为主导的电商直播生态。近期电商平台抖音盒子上线，抖音及抖音盒子均基于推荐算法逻辑进行更加精准的营销，垂直类达人规模及占比未来有望进一步扩大。

3) 品牌产品力为核心，具备研发及强大运营能力的美妆头部品牌长期或受益：近两年美妆国际大牌与头部国货在保持产品及品牌力优势的同时积极布局自播运营，事件发生后这部分品牌拥有更多选择，品牌或因此对营销资源重新分配，整体影响有限；而失去超头部直播的带货光环后，深度绑定薇娅直播的部分新锐品牌或受影响较大。未来品牌需更加注重功效定位及消费者喜好进行产品开发并加强自身运营能力，具备核心产品研发能力并注重自播及自运营的品牌长期来看有望受益。

4) 品牌或将重新掌握议价力，未来直播行业将走向正规化发展，运营作用凸显：过去部分品牌在大促期间由于营销需要给到头部主播更多让利，而中小品牌苦于高佣金及坑位费无法获得曝光机会，薇娅停播后由于超头直播间坑位有限，部分品牌或更加难以通过超头直播间进行热点及营销打造，这将使品牌被迫调整运营模式进行自播等自运营团队的建设及升级，长期来看有利于品牌健康发展并获得直播议价能力，监管的加强也将提升直播行业的运营质量，带动直播行业向正规化发展。品牌不断提升运营能力的同时，具备核心优势的代运营公司将更多为品牌尤其是中小品牌增长创造价值。

5 投资建议：头部国货拥有核心优势，未来仍有较大成长空间

我们认为具备产品力及自播运营力的头部美妆国货品牌受事件影响有限，未来增长较确定，同时品牌或将逐渐掌握直播议价权，品牌力有望进一步提升。重点推荐具备核心产品力及强品牌运营力的头部国货化妆品公司（贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、上海家化），建议关注鲁商发展等低依赖主播的新锐国货标的及壹网壹创等优质下游代运营公司。

表5：重点美妆公司盈利预测

板块	股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	最新收盘价 (12.22)	净利润(亿元)			利润增速			PE		
					20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E
美妆	300957.SZ	贝泰妮	860	202.94	5.44	8.10	11.07	31.90%	49.00%	36.70%	134.4	106.3	77.8
	688363.SH	华熙生物	780	162.57	6.46	7.79	11.91	10.30%	20.70%	52.80%	120.4	100.4	65.6
	603605.SH	珀莱雅	427	212.41	4.76	5.88	7.30	21.20%	23.40%	24.20%	89.6	72.7	58.5
	600315.SH	上海家化	276	40.66	4.30	4.94	8.09	-22.80%	14.90%	63.80%	63.5	55.7	34.2

资料来源：Wind，民生证券研究院

6 风险提示

三方数据差异风险：部分数据源于第三方数据平台，可能出现更新不及时，数据存在差异的情况。

行业及品牌竞争加剧：美妆行业新品牌层出，功效及营销升级，竞争加剧。

行业监管风险：未来有关部门对于美妆电商等行业施行更为严格的监管。若美妆行业公司及下游运营不能持续有关部门对市场进行监督管理的要求，或者公司所在平台及相关主播出现违法、违规等情形，则可能受到相关部门的处罚，从而对公司的经营销售带来不利影响。

新品市场推广风险：美妆产品新品营销需求较大，若电商直播行业发生相关变化，品牌营销渠道变窄，或对品牌及新品推广产生一定影响，出现新品上市不达预期的情况。

插图目录

图 1: 直播电商行业市场规模及增长率 (单位: 亿元, %)	4
图 2: 2021.12.01-2021.12.19 天猫直播达人销售额 (亿元) 及占比	4
图 3: 品牌商和主播合作的费用结构	6
图 4: 超头部主播和官方旗舰店商品价格对比	6
图 5: 抖音头部主播和中腰部主播的转化率	6
图 6: 导流至淘宝成交直播营销淘宝、抖音、快手平台相关抽成比例 (单位: %)	7
图 7: 2021 年淘宝和抖音的美妆 GMV (单位: 亿元, %)	7
图 8: 2020 年中国主要电商直播平台的商品成交额 (亿元)	7
图 9: 薇娅带货品牌较难获取李佳琦坑位	10
图 10: 10 月 27 日抖音带货 TOP5 美妆博主	11
图 11: 对比国际大牌, 国货品牌自播销售额占比更高 (统计周期: 2021.10.27-2021.11.11)	11
图 12: 珀莱雅抖音 2021.1-2021.10 预估销售额 (单位: 万元)	12
图 13: 壹网壹创业务链路	12

表格目录

表 1: 2021 年“双十一”全渠道带货主播排名 (统计时间: 10.20-11.10)	5
表 2: 直播电商行业相关监管举措	5
表 3: 十二月部分品牌天猫旗舰店自播及直播销售额及占比 (2021.12.01-2021.12.19)	9
表 4: 2021 年抖音好物节美妆品牌榜 (统计周期: 2021.10.15-2021.11.11, 不含美容美体品牌)	10
表 5: 重点美妆公司盈利预测	14

分析师简介

刘文正，2016年加入国泰君安证券研究所，2016-2017年连续两年新财富第二名团队成员；2017加入安信证券担任社会服务及零售行业首席分析师，2020年新财富最具潜力分析师奖，2020年新财富批零社服行业第六名，2019-2020年新浪金麒麟社会服务及零售行业新锐分析师第一名及金牛奖等；有较为丰富产业资源及较高业内口碑，担任中国整形业协会创投分会常务理事委员，善于产业链前瞻性研究及优质标的深度挖掘。2021年加入民生证券担任研究院院长助理，新消费组组长，社服零售及纺织服装行业首席分析师。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。