

2022年07月05日

商贸零售

彩妆行业框架报告：从流量驱动到产品为先，国产彩妆品牌加速崛起

■ **行业概览：**彩妆行业投资逻辑从营销驱动转变为营销、产品和运营的综合竞争。受益于种类繁多、需求升级的消费特点，2020年我国彩妆市场规模为596亿元，在疫情前维持高速增长。细分品类来看，口红和粉底是竞争重点，眼妆和高端套装蕴藏机会；细分价格带来看，高端彩妆增长迅猛，大众彩妆发展受限。目前的竞争格局为：头部企业以国际品牌为主，新锐国货随电商渠道异军突起。

■ **驱动因素：**人均消费位居低位，消费人群扩大、妆容精致化、国潮彩妆以及渠道创新注入消费活力。首先，对标日本（57.5美元）和韩国（48.0美元），我国人均彩妆消费（6.1美元）仍有提升空间。其次，低线城市人口、彩妆消费低龄化以及男性彩妆预示彩妆潜在消费群体庞大。同时，妆容精致追求以及国货崛起带来需求和供给的双向升级。此外，新型美妆集合店和抖音等新兴电商给彩妆带来机会。

■ **行业趋势：**1) 从营销为王到营销+研发双轮驱动，颠覆性创新可重塑行业格局，带来弯道超车机会。2) 个人IP可为品牌赋能，使品牌具有提升营销效率等天然优势。3) 化妆学校影响力出圈，品牌、学校、学员、大众形成紧密的营销闭环。4) 从高阶品牌和产品起步奠定调性并逐渐向下渗透低阶品牌和品类的战略部署更为有效。5) 大集团整合资源注资潜力品牌共造彩妆新势力。6) 细分品类代表带动全品类开花。

■ **分析框架：渠道、营销、市场风向三维解析彩妆市场。**1) 渠道：我国彩妆的销售渠道主要有KA商超、CS店、百货、电商等几种，近年来电商渠道出现爆发式增长，新型集合店成为热点，百货和KA商超的主导地位逐渐被取代。2) 营销：KOL助力内容营销，明星代言营造品牌讨论度。3) 市场风向：彩妆“平替”频出，高端品牌拥有更高的竞争壁垒。

■ **借他山之石：国际彩妆品牌发展思路借鉴。**1) MAC：经典“子弹头”成为视觉标识；在不同国家进行本土化营销，打入电竞和“二次元”世界。2) Bobbi Brown：裸妆皇后的自然彩妆，产品树立口碑后拥抱KOL营销。3) Fenty Beauty：流行天后Rihanna自带粉丝基础，与现代女性情感共鸣。4) Kylie Cosmetics：美妆KOL与品牌高度绑定，流量红利和饥饿营销助推销量。

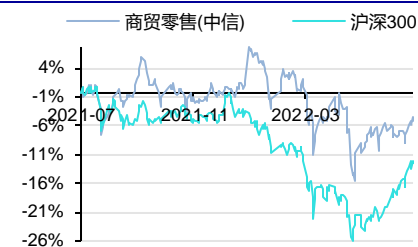
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
688363 华熙生物	140.28	买入-A
300957 贝泰妮	285.00	买入-A
603605 珀莱雅	230.00	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-7.42	-6.70	8.26
绝对收益	1.80	-2.25	-3.83

王朔

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030005
wangshuo2@essence.com.cn

相关报告

- 商社行业 2022 中期策略：至暗已过，把握疫情复苏主线 2022-06-28
- 海汽集团发行股份+现金拟收购海旅免税 100% 股权，并定增募集配套资金 2022-05-29
- 社服零售 2022Q1 基金持仓分析 2022-05-25
- 社零行业 2021&2022Q1 业绩综述 2022-05-24
- 21H1 及 21Q2 综述：收入端增速稳健，医美美妆、珠宝高景气度延续 2021-09-05

- **琢己身之玉：国内品牌梳理。** 1) 毛戈平：定位轻奢、中高端，毛利率高于同行。① 产品：扎根“国潮”，设计和 IP 联名趋向古典、高奢。② 渠道：线下专柜巩固高端形象；线上渠道降低中小样单价同步发力。③ 营销：“换头大师”美妆出圈，创始人带来最大流量。2) 完美日记：创始人快消、电商运营经验丰富，以“大牌平替”实现突围。① 产品：以眼影和唇部彩妆切入市场，保持高速上新。② 渠道：以 DTC 模式为主，线上起家，线下同步发力。③ 营销：大规模投放 KOL，多圈层代言人提升声量，以高频次联名打造品牌差异化。3) 花西子：差异化国风定位，创始人多年国货品牌运营经验。① 产品：主打国风，成分中融入花草元素；通过用户共创实现产品迭代。② 营销：深度绑定超头主播，讲好东方故事。
- **风险提示：行业竞争加剧风险；经营风险；销售平台风险等。**

内容目录

1. 行业投资逻辑：从营销驱动转变为营销+产品+运营	8
1.1. 消费特点：品类众多，流程由简到繁带来需求精细化.....	8
1.2. 市场规模：百亿级规模，占比小但保持高速增长.....	9
1.3. 细分品类：口红和粉底是竞争重点，眼妆和高端套装蕴藏机会.....	10
1.4. 竞争格局：新锐国货异军突起，高端市场增长迅猛.....	11
2. 驱动因素：人均+渗透率提升共同驱动	13
2.1. 彩妆人均消费有提升空间.....	13
2.2. 潜在消费群体庞大.....	14
2.2.1. 低线城市人口潜力巨大.....	14
2.2.2. 彩妆消费向低龄渗透.....	15
2.2.3. 男性彩妆成为蓝海市场.....	15
2.3. 妆容精致追求带来品类需求升级.....	16
2.4. 国潮推动新锐国货品牌诞生.....	17
2.5. 渠道创新与变革给彩妆带来机会.....	18
3. 行业趋势：研发驱动，可带来弯道超车机会	19
3.1. 从营销为王到“两条腿走路”，颠覆性创新或改变行业格局.....	19
3.2. 大热个人 IP 赋予品牌天然优势.....	20
3.3. 化妆学校孵化品牌可形成完美营销闭环.....	21
3.4. 高阶向低阶降维打击更为有效.....	22
3.5. 大集团整合资源注资潜力品牌共造彩妆新势力.....	22
3.6. 细分品类代表带动全品类开花.....	23
4. 分析框架：渠道、营销、市场风向三维解析彩妆市场	23
4.1. 渠道变迁：电商爆发式增长，彩妆集合店转型.....	23
4.1.1. KA 商超渠道：从货架到背柜，平价国货阵地.....	24
4.1.2. 百货渠道：中高端外资品牌为主，购物中心崛起和疫情爆发降低客流量.....	24
4.1.3. CS 渠道：早期国货品牌受益于传统 CS 店发展.....	25
4.1.4. 电商渠道：新锐国货从中突围，直播带货带来新发展红利.....	26
4.2. 营销方式：KOL 助力内容营销，明星代言营造品牌讨论度.....	28
4.2.1. 内容营销下的 KOL 种草.....	28
4.2.2. 粉丝经济下的明星代言.....	29
4.3. 市场风向：“平替”频出下，高端品牌拥有更高壁垒.....	30
5. 借他山之石：国际品牌梳理	31
5.1. MAC：经典包装成为视觉标识，本土化营销渗透年轻圈层.....	31
5.2. Bobbi Brown：裸妆皇后的自然彩妆，产品树立口碑后拥抱 KOL 营销.....	32
5.3. Fenty Beauty：流行天后自带粉丝基础，与现代女性情感共鸣.....	33
5.4. Kylie Cosmetics：美妆 KOL 与品牌高度绑定，将“争议”做成“生意”.....	34
6. 琢己身之玉：国内品牌梳理	35
6.1. 毛戈平：“换头大师”的“光影美学”.....	35
6.1.1. 品牌概览：定位高端，毛利率高于同行水平.....	35
6.1.2. 产品：扎根国潮，打造极致东方美.....	36
6.1.3. 渠道：线下专柜巩固高端印象，降低单价线上同步发力.....	37
6.1.4. 营销：美妆视频再次出圈，创始人带来最大流量.....	39
6.2. 完美日记：KOL 种草出的“时尚黑马”.....	40

6.2.1. 品牌概览：创始人履历丰富，以“大牌平替”实现突围	40
6.2.2. 产品：眼妆和唇妆作为切入点，保持高速上新.....	41
6.2.3. 渠道：线上起家，线下同步发力.....	41
6.2.4. 营销：多平台齐种草，IP 联名凸显差异化.....	42
6.3. 花西子：花草孕育的“东方美人”.....	44
6.3.1. 品牌概览：差异化国风定位，创始人运营多年国货品牌.....	44
6.3.2. 产品：以花养妆，用户共创.....	45
6.3.3. 营销：深度绑定超头主播，讲好东方故事.....	46
7. 风险提示.....	48

图表目录

图 1：彩妆行业投资逻辑从营销驱动转变为营销、产品和消费者运营的综合竞争	8
图 2：营销、产品和消费者运营动态模型.....	8
图 3：我国化妆品市场规模及增速.....	9
图 4：我国护肤品、彩妆市场规模及增速.....	9
图 5：2020 年我国彩妆市场一级细分品类占比.....	10
图 6：2011-2019 年面部产品保持较高增速，2020 眼部突出	10
图 7：2020 年我国彩妆市场二级细分品类占比.....	10
图 8：我国彩妆市场二级细分品类增速（%）	10
图 9：我国彩妆行业集中度呈下降趋势.....	11
图 10：主要国内和国际彩妆品牌矩阵.....	12
图 11：我国高端/大众彩妆市场规模及增速.....	12
图 12：我国彩妆人均消费和其他国家相比仍有很大提升空间.....	13
图 13：不同时期女性妆容特点.....	14
图 14：2020 年中美护肤品和彩妆消费结构.....	14
图 15：城镇居民人均可支配收入逐年提升.....	14
图 16：2019 年我国人口性别与年龄结构.....	14
图 17：彩妆消费在各线城市渗透率情况（%）	14
图 18：Z 世代每月平均花销情况（元）	15
图 19：95 后对于彩妆消费偏好比 90 后更高.....	15
图 20：2020Q3 抖音男性美妆内容播放量占比达到 25%.....	16
图 21：2020Q3 抖音男性彩妆内容播放量同比增速超整体.....	16
图 22：2021 年 1-10 月男士彩妆各品类销量占比.....	16
图 23：2018 年开始国际大牌入局男士彩妆.....	16
图 24：化妆刷成为化妆进阶的标志之一.....	17
图 25：对新品类的种草比从零进行消费者教育更容易.....	17
图 26：最早的国货彩妆品牌从明清时期开始.....	17
图 27：以卡姿兰为代表的现代彩妆品牌.....	17
图 28：2021 年国货美妆关注度相较 2016 年上涨 45%.....	18
图 29：消费者选择美妆产品所考虑的因素.....	18
图 30：近年新锐国货彩妆品牌表现.....	18
图 31：2021 年抖音平台词条云.....	19
图 32：魅可开创大胆色彩和前卫风格.....	19
图 33：主要彩妆公司研发费用率整体有上升趋势.....	19

图 34: IOPE 气垫霜和雅诗兰黛粉底液.....	20
图 35: 气垫霜和粉底液特点、功能对比.....	20
图 36: 改良型创新的消费者洞察示意图.....	20
图 37: 个人 IP 赋能品牌的优势.....	21
图 38: MAKE UP FOR EVER 全球开设彩妆学校.....	21
图 39: MAKE UP FOR EVER 专业彩妆产品享誉全球.....	21
图 40: 曾经腮红届标杆 Laduree 消失.....	22
图 41: 阿玛尼底妆系列产品提升品牌调性.....	22
图 42: 彩棠“浮光掠影”修容盘尽显国风美学.....	22
图 43: 珀莱雅与彩棠优势互补.....	22
图 44: 完美日记x王者荣耀联名眼影.....	23
图 45: 花西子产品矩阵.....	23
图 46: 2006-2020 年我国彩妆各渠道销售额占比.....	23
图 47: 彩妆和护肤品、洗护用品陈列在传统货架上.....	24
图 48: KA 商超在各类化妆品销售渠道中占比情况.....	24
图 49: 传统货架逐渐升级成背柜形式.....	24
图 50: 我国商超市场规模增速呈下降趋势.....	24
图 51: 彩妆品牌在大型百货商场设立专柜.....	25
图 52: 百货业态商品零售额增长率呈下滑趋势.....	25
图 53: 2020 中国化妆品连锁店前十名.....	25
图 54: 卡姿兰在 CS 店的背柜.....	25
图 55: 外资品牌和国货品牌入驻天猫.....	27
图 56: 我国直播电商行业发展迅猛.....	27
图 57: 关注直播带货用户年龄结构.....	27
图 58: 彩妆品牌的内容营销.....	28
图 59: KOL 数量占比 TOP10 行业.....	28
图 60: 根据发布内容可将 KOL 划分为开箱、测评、教程、带货、剧情五类.....	29
图 61: 明星代言话题登上热搜榜获得更高热度.....	29
图 62: 品牌营销中融入公益项目.....	29
图 63: 新锐国货品牌同时邀请“国民女神”和“新锐 idol”作为代言人.....	30
图 64: 消费者在彩妆使用时对品牌个数的选择.....	30
图 65: 大众品牌市场被挤压, 高端品牌市占率呈上升趋势.....	30
图 66: MAC 拥有多位彩妆大师坐镇.....	31
图 67: MAC 在全球市场销售额.....	31
图 68: MAC 共拥有四百多种色号的粉底.....	31
图 69: MAC“子弹头”口红色号超过 150 种.....	31
图 70: MACxPONY 朴惠敏联名款.....	32
图 71: MACx王者荣耀联名口红.....	32
图 72: Bobbi Brown 以自然色系唇膏风靡全美.....	32
图 73: Bobbi Brown 推出黄色系粉底.....	32
图 74: Bobbi Brown 官宣倪妮作为代言人.....	33
图 75: 你好_竹子”发布“big women”为主题的合作 vlog.....	33
图 76: Rihanna 亲自拍摄宣传短片.....	33
图 77: Fenty Beautyx喜茶联名.....	33
图 78: Fenty Beauty 一次性推出色号高达 40 多种的底妆.....	34

图 79: Fenty Beauty 产品色彩大胆明亮.....	34
图 80: Kylie Jenner 登上福布斯榜单.....	34
图 81: Kylie Jenner 的 YouTube 粉丝超 1100 万.....	34
图 82: Kylie Jenner 用标志性的嘴唇做成品牌 LOGO.....	35
图 83: Kylie Jenner 和姐姐 Kim Kardashian 联名产品.....	35
图 84: 毛戈平曾参与多部影视剧艺术形象塑造.....	35
图 85: MGPIIN 在商场的专柜.....	35
图 86: MGPIIN 品牌营收占公司整体比重超七成.....	36
图 87: 公司 2014-2017H1 归母净利润 (亿元).....	36
图 88: MGPIIN 产品可分为彩妆、护肤、工具三大系列.....	36
图 89: MGPIIN 品牌综合毛利率高于同行业上市公司水平.....	36
图 90: 国货品牌口红价格对比.....	37
图 91: 截至 2020.04, 毛戈平共有线下专柜 244 家.....	37
图 92: 毛戈平“气蕴东方”系列部分产品.....	37
图 93: 线下试妆成为毛戈平营销热点之一.....	38
图 94: 毛戈平形象设计培训学校.....	38
图 95: MGPIIN 天猫旗舰店销售额 (万元).....	39
图 96: 毛戈平在微博和小红书拥有众多粉丝.....	40
图 97: 毛戈平在 B 站视频播放总量超 800 万.....	40
图 98: 2020 年双十一完美日记战报.....	40
图 99: 2019 年完美日记营收同比增长 370%.....	40
图 100: 完美日记选择以眼影和唇部彩妆切入市场.....	41
图 101: 国际品牌眼影盘售价普遍较高.....	41
图 102: 2021 年 10 月完美日记旗舰店各品类销量占比.....	41
图 103: 2021 年 10 月天猫眼影盘销售额 TOP5.....	41
图 104: 2020 年逸仙电商拥有 DTC 客户 3230 万人.....	42
图 105: 2018-2021 年逸仙电商各渠道营业收入 (亿元).....	42
图 106: 完美日记通过微信渠道巩固私域流量.....	42
图 107: 完美日记线下体验店.....	42
图 108: 完美日记在小红书各类型达人 (非素人) 占比.....	43
图 109: 完美日记在小红书发布的种草笔记.....	43
图 110: 完美日记代言人横跨多个圈层.....	43
图 111: 完美日记走进时装周.....	43
图 112: 完美日记xDISCOVERY 频道“探险家眼影盘”.....	44
图 113: 完美日记x奥利奥气垫.....	44
图 114: 花西子包装设计富有东方特色.....	44
图 115: 2021 年天猫双十一彩妆销售额花西子排名第三.....	44
图 116: 各彩妆所处价格带对比.....	45
图 117: 2019 年花西子开创雕花口红先河.....	45
图 118: 花西子产品开发流程.....	46
图 119: 花西子招募体验官参与产品共创.....	46
图 120: 花西子产品均经历多次迭代升级.....	46
图 121: 花西子在代言人的选择上多元化.....	47
图 122: 花西子虚拟形象.....	47
图 123: 花西子苗族印象礼盒.....	47

表 1: 彩妆主要品类及功效.....	9
表 2: 2011-2020 年我国彩妆市场市占率 TOP10	11
表 3: 2020 年我国彩妆市场 TOP10 品牌市占率变化情况.....	11
表 4: 各具特色的新型彩妆集合店.....	26
表 5: 2019-2021 年天猫双十一彩妆类销售额 TOP10.....	27
表 6: 一家彩妆代工厂往往同时生产多个品牌产品.....	30
表 7: 国货彩妆价格带与产品定位对比.....	36
表 8: MGPIIN 品牌 2017H1 会员数量与复购率情况.....	38
表 9: MGPIIN 通过降低产品克重压低单价	38
表 10: 2019 年至今曾 11 次登上微博热搜.....	39
表 11: 逸仙电商管理层在快消、电商运营等方面经验丰富.....	40
表 12: 完美日记在 KOL 投放上远超其他彩妆品牌.....	43
表 13: 花西子产品成分大多添加花草提取物.....	45

1. 行业投资逻辑：从营销驱动转变为营销+产品+运营

彩妆行业投资逻辑从营销驱动转变为营销、产品和消费者运营的综合竞争。复盘中国彩妆行业的发展历程，我们发现龙头企业巩固地位以及新锐品牌逆风翻盘的关键在于抓住阶段性营销或是渠道红利。2000年起，随着流量入口从央视—卫视—淘宝—社交平台—抖音电商的依次切换，营销方式也从简单洗脑的广告投放往日益精细化的内容营销转变，一方面反映出消费者“理性人”的特征日益凸显，另一方面营销对彩妆品牌盈利能力提升的边际作用日益弱化。昔日靠烧钱营销抢占市场地位的新锐品牌在流量红利消退和营销成本高企的背景下也需回归前路何方的理性思考，而头部主播式微加剧了这一问题的紧迫性。同时，全品类+全渠成为了行业趋势，营销、流量抑或是渠道的红利时代一去不复返，未来彩妆品牌的竞争是营销、产品和消费者运营的综合考量。

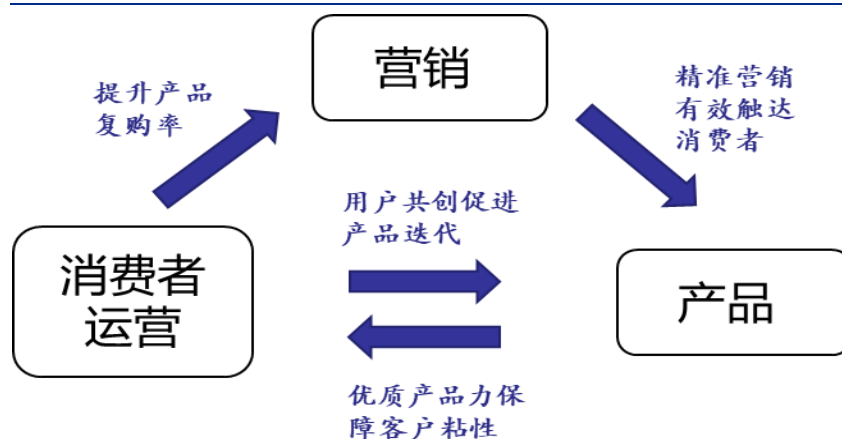
图 1：彩妆行业投资逻辑从营销驱动转变为营销、产品和消费者运营的综合竞争

核心变量		营销				营销、产品 消费者运营
营销	流量入口	央视	卫视	淘宝	社交平台	抖音电商
	营销方式	广告投放 洗脑营销	综艺冠名 聚焦目标群体	价格竞争 红包补贴盛行	头部主播 高效种草	品牌自播 达人矩阵
渠道	主要渠道	2008 百货+KA	2011	2015 百货+电商	2018	2021 电商+百货
	渠道特征	以线下为主		线上线下全渠道		

资料来源：安信证券研究中心整理

营销、产品和消费者运营共创品牌力。首先，精准营销有效触达消费者，为产品销售提供更多潜在客群。同时，产品力与消费者运营相辅相成，一方面，优质产品保障客户粘性，提升运营效率；另一方面，消费者运营能够通过用户共创促进产品迭代。最后，灵活高效的消费者运营能够激活新老用户的购买意愿，提升产品复购率。

图 2：营销、产品和消费者运营动态模型



资料来源：安信证券研究中心整理

1.1. 消费特点：品类众多，流程由简到繁带来需求精细化

彩妆在消费上呈现出种类繁多、需求升级的特点。我们通常所说的化妆品主要分为护肤品和

彩妆，护肤品主要用于改善肤质，如（水、乳、精华等），通常没有即时效果，而是在使用一段时间后期望获得效果；而彩妆指的是用修饰美化容貌的具有色彩的产品（如口红、粉底等），其通常有即时改变外貌的效果，而对卸妆后则效果消失。彩妆子品类繁多，不同类型产品之间功效区别大，难以相互替代。同时，消费者一旦形成化妆习惯难以摒弃，随着市场教育、审美意识以及化妆技能的提升，在流程上一般由简到繁，因此对彩妆的需求只增不减，且在品类上呈现“精细化”的特点。

表 1：彩妆主要品类及功效

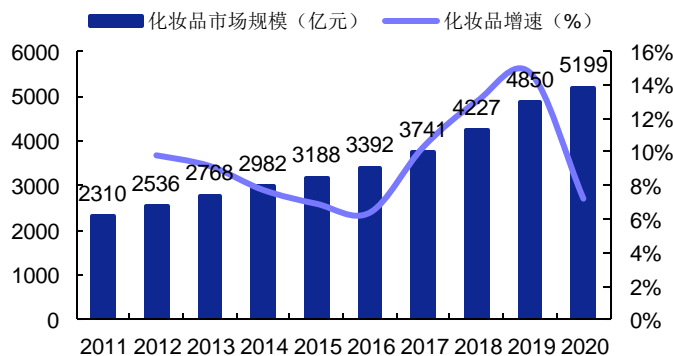
品类	功效
修正液	用在化妆打底之前，用于调正皮肤的颜色
妆前乳	用在化妆打底之前，滋润皮肤或解决皮肤与底妆不贴合的问题
隔离	用在化妆打底之前，起初是指肌肤和彩妆之间的保护屏，现在与修正液、妆前乳作用有部分重合
粉底	化妆时打底使用，掩盖皮肤瑕疵，调整皮肤色调，提升肤质感
遮瑕	辅助粉底作用，重点遮盖痘印、斑点等局部明显瑕疵
散粉	用于定妆，使底妆妆面固定、持久
高光	涂抹在希望突出的部位，有扩展、前进的作用
胭脂	分为膏质与粉质两种，用于增加面部血色
眼线笔	用于画眼线，塑造眼部轮廓，提升眼部视觉效果
眉笔	用于描绘眉毛、塑造眉型
睫毛膏	用于增长、加密睫毛，提升眼部立体感
眼影	涂在眼睛周围的颜色，有多种颜色和质地，用于塑造眼睛轮廓和色彩
修容饼	阴影用于加深轮廓、收紧脸型
阴影膏	阴影是一种紧缩、后退色，使用后可展现收小与凹下去的效果
卸妆品	分为水、油、啫喱、膏多种质地，用于卸除脸部彩妆
口红与唇彩	分为膏质与液质两种，用于展现唇部的色彩，提升人的外在精神状态
唇线笔	用于勾画唇部轮廓，防止口红外溢

资料来源：毛戈平招股书，安信证券研究中心

1.2. 市场规模：百亿级规模，占比小但保持高速增长

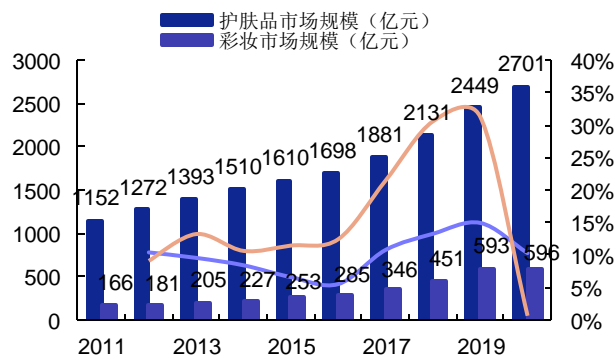
彩妆市场百亿级规模，疫情前保持高速增长。根据欧睿数据，2020 年我国化妆品（包含护肤品、彩妆、头发护理、洗浴用品等）市场规模达到 5199 亿元/+7.2%，排除疫情影响，2011-2019 年 CAGR 为 9.7%。相比于护肤品，彩妆占比较小，2020 年我国彩妆市场规模 596 亿元/+0.6%，仅占整个化妆品市场的 11.5%，但保持高速增长，2017-2019 年连续三年增速超过 20%，2011-2019 年 CAGR 为 17.2%，而护肤品 CAGR 仅为 9.9%。

图 3：我国化妆品市场规模及增速



资料来源：欧睿，安信证券研究中心

图 4：我国护肤品、彩妆市场规模及增速



资料来源：欧睿，安信证券研究中心

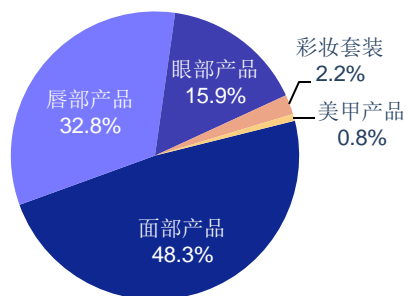
1.3. 细分品类：口红和粉底是竞争重点，眼妆和高端套装蕴藏机会

面部、唇部彩妆占比较高，高端套装发展潜力大。细分一级品类来看，面部、唇部产品为我国彩妆市场主要组成部分，2020年占比分别达到48.3%、32.8%，同时均保持较高增速，2011-2019年CAGR分别为17.9%、20.6%。细分二级品类来看，口红（占比26.9%）、粉底/遮瑕（占比19.0%）、BB霜/CC霜（占比16.4%）为规模最大的品类，除此之外，高端彩妆套装虽然规模不大但实现较快增长，2011-2019年CAGR超过15%。

口罩暂时抑制唇妆增长，眼妆赛道迎来机会。疫情影响之下，佩戴口罩成为居民日常，由于口罩遮挡下半张脸，特别是口红易蹭到口罩上，强调眼妆弱化唇妆的“口罩妆”更是一时之间登上微博、抖音等各大平台榜首。因此，我国居民在2020年开始减少对唇部产品的消费，根据欧睿，我国2020年唇部彩妆市场规模同比下降3.8%。取而代之的是，女性为了寻找取悦自己的替代方式，转而增加对眼部产品的消费，2020年眼部彩妆销售额增长5.9%，是表现突出的彩妆一级品类。我们认为，随着疫情回暖，唇部彩妆消费会得到回升，同时眼部彩妆增长已起势，新型时尚观念和最新消费习惯为眼妆赛道带来机会。

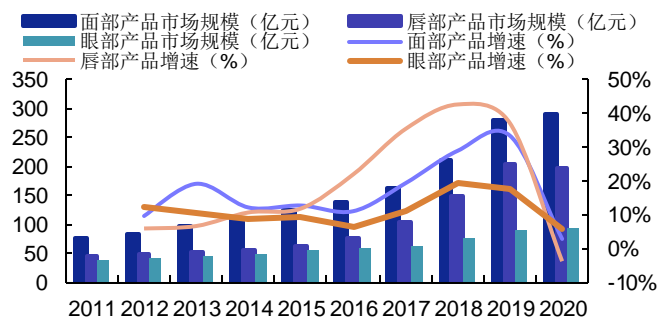
底妆品类用户粘性较高，是未来孕育品牌的兵家必争之地。整体来看，护肤品主要聚焦点在于是否能够根本解决肌肤问题、帮助肤质得到改善。由于不同人肤质不同因此使用感受和效果因人而异，所以护肤品需要亲自试用，此过程通常需要长年累月使用方可判断，而无法像口红等彩妆一样通过简单试色、甚至图片即可产生购买意愿，加上单品价格相比彩妆更高，导致用户对护肤品的粘性一般比彩妆更高。然而，彩妆中一些品类，如底妆，由于同样牵扯肤质、肤感等问题，脱妆、浮粉、厚重等问题频出，试错成本高，在彩妆细分品类中用户粘性较高，能够产生较高的复购率，因此我们认为底妆是培养品牌力、孕育“常青树”品牌的重点赛道。

图 5：2020 年我国彩妆市场一级细分品类占比



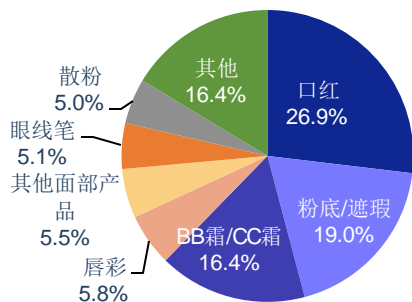
资料来源：欧睿，安信证券研究中心

图 6：2011-2019 年面部产品保持较高增速，2020 眼部突出



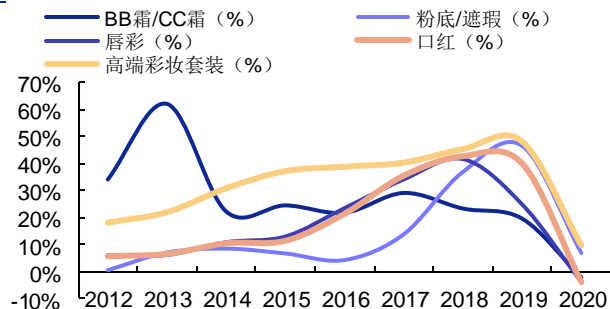
资料来源：欧睿，安信证券研究中心

图 7：2020 年我国彩妆市场二级细分品类占比



资料来源：欧睿，安信证券研究中心

图 8：我国彩妆市场二级细分品类增速 (%)

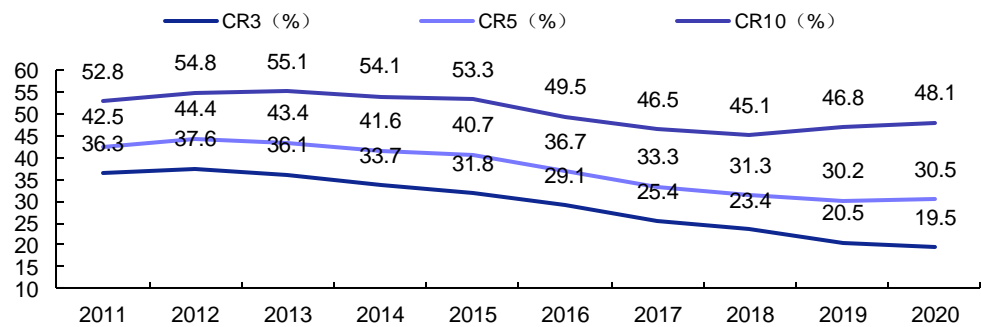


资料来源：欧睿，安信证券研究中心

1.4. 竞争格局：新锐国货异军突起，高端市场增长迅猛

国际品牌占领头部市场，新锐国货异军突起。分国际/国货品牌来看，我国彩妆市场竞争格局较为分散，2020年CR10为48.1%，头部企业以国际品牌为主，尤其是美宝莲长期稳居龙头位置。行业集中度呈现下降趋势，头部美宝莲、巴黎欧莱雅市占率明显下滑。而国货品牌中，2018年之前卡姿兰均位列前十且排名较高，玛丽黛佳、韩束也曾跻身前列，但2019年开始占比均逐渐下滑，完美日记异军突起，并于2020年以6.7%的市占率位居第二，与此同时，花西子也实现了快速增长，2020年市占率达到5.1%，排名第五。

图9：我国彩妆行业集中度呈下降趋势



资料来源：欧睿，安信证券研究中心

表2：2011-2020年我国彩妆市场市占率TOP10

排名	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲
2	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	迪奥	完美日记
3	梦妆	梦妆	梦妆	梦妆	卡姿兰	卡姿兰	迪奥	迪奥	巴黎欧莱雅	迪奥
4	迪奥	卡姿兰	卡姿兰	卡姿兰	梦妆	梦妆	卡姿兰	圣罗兰	完美日记	巴黎欧莱雅
5	卡姿兰	迪奥	迪奥	玫琳凯	蜜丝佛陀	迪奥	梦妆	卡姿兰	圣罗兰	花西子
6	玫琳凯	玫琳凯	韩束	迪奥	迪奥	蜜丝佛陀	蜜丝佛陀	魅可	魅可	圣罗兰
7	香奈儿	香奈儿	玫琳凯	韩束	玫琳凯	悦诗风吟	悦诗风吟	兰蔻	阿玛尼	阿玛尼
8	雅姿	雅姿	香奈儿	香奈儿	香奈儿	玫琳凯	兰蔻	香奈儿	兰蔻	魅可
9	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玛丽黛佳	玛丽黛佳	玛丽黛佳	玛丽黛佳	玛丽黛佳	梦妆	卡姿兰	兰蔻
10	欧珀莱	欧珀莱	雅姿	蜜丝佛陀	兰芝	兰蔻	香奈儿	悦诗风吟	花西子	雅诗兰黛

资料来源：欧睿，安信证券研究中心

表3：2020年我国彩妆市场TOP10品牌市占率变化情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	变化趋势
美宝莲	20.6	21.2	20.3	18.9	17.4	15.7	13.0	10.7	8.5	6.8	下降
完美日记	-	-	-	-	-	-	0.3	1.6	5.1	6.7	上升
迪奥	3.2	3.1	3.0	3.1	3.1	3.4	4.7	6.0	6.1	6.0	波动
巴黎欧莱雅	10.8	10.7	10.1	9.8	9.4	8.5	7.7	6.7	5.9	5.9	下降
花西子	-	-	-	-	-	-	0.3	2.0	2.9	5.1	上升
圣罗兰	-	-	0.0	0.2	0.5	1.1	2.2	4.1	4.6	4.7	上升
阿玛尼	0.3	0.3	0.4	0.6	0.8	1.1	1.6	2.5	3.4	3.5	上升
魅可	0.7	1.0	1.0	1.1	1.2	1.6	2.2	3.2	3.8	3.4	波动
兰蔻	1.4	1.6	1.6	1.7	2.0	2.4	2.6	2.9	3.3	3.4	波动
雅诗兰黛	1.7	1.7	1.5	1.6	1.4	1.3	1.8	2.2	2.5	2.6	波动

资料来源：欧睿，安信证券研究中心

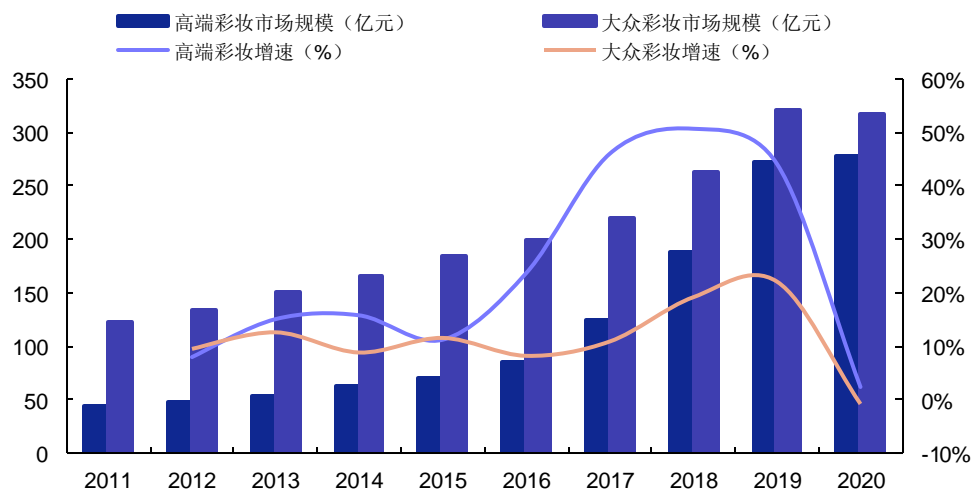
图 10: 主要国内和国际彩妆品牌矩阵



资料来源：公司官网，安信证券研究中心整理

高端彩妆增长迅猛，大众彩妆发展受限。分高端/大众品牌来看，大众彩妆从长期占主导地位，到与高端彩妆平分秋色。但凭借强大的品牌力、资金链、营销能力，高端彩妆增速高于大众彩妆，2015年后增长迅猛，结合品牌来看，迪奥、圣罗兰、阿玛尼、魅可、兰蔻等高端品牌市占率均有明显提升。虽然新锐国货在大众市场崛起，但由于部分品牌口碑下降（尤其是韩妆）、线下渠道受到电商冲击、品牌印象固化、审美逐渐落后等原因，大众彩妆增长受限，包括美宝莲、巴黎欧莱雅、梦妆等在内的大众品牌市占率均呈现下降趋势。

图 11: 我国高端/大众彩妆市场规模及增速



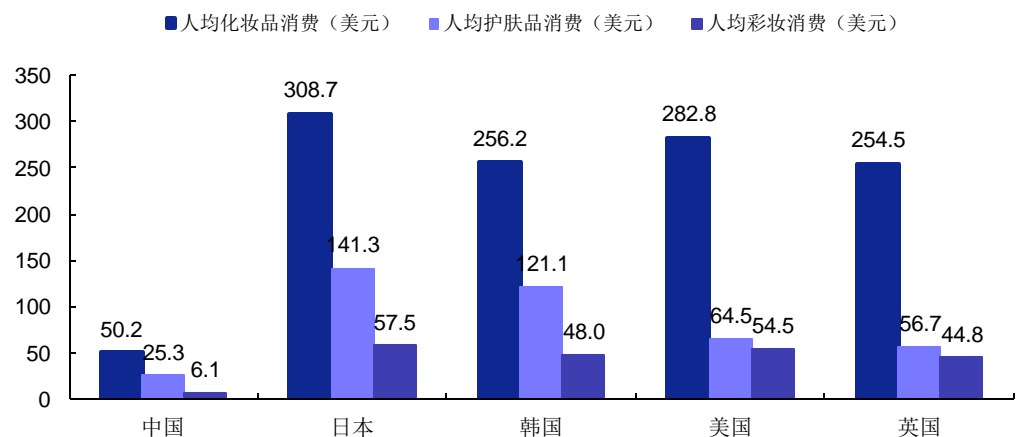
资料来源：欧睿，安信证券研究中心

2. 驱动因素：人均+渗透率提升共同驱动

2.1. 彩妆人均消费有提升空间

对标其他国家和其他品类，我国彩妆人均消费仍有提升空间。根据欧睿数据，2019 年我国人均彩妆消费水平较低，仅为 6.1 美元，而日、韩、美、英等国家人均消费集中在 40-60 美元，我国占比仅达到 10%-15%，化妆品人均消费占比达到上述主要国家 16%-20%、护肤品人均消费占比达到 18%-45%。因此，对标化妆品中其他子品类，我国彩妆人均消费水平仍有提升空间，需求潜力未得到充分释放。

图 12：我国彩妆人均消费和其他国家相比仍有很大提升空间



资料来源：欧睿，安信证券研究中心

消费意识崛起，导致彩妆人均消费的提升有其必然性。根据历史记载，早在先秦时期，中国女性便通过“粉白黛黑”为面部增添色彩，可以说对外貌美丽的追求深入我国文化骨髓。到了近代时期，由于中国社会动荡和国民收入低下，中国彩妆市场始终低迷。近年来，随着我国国力提升，社会精神层面逐渐丰富，中国女性意识逐渐崛起，我国女性追求美的天性得以逐渐释放。现代女性对化妆的需求原因不仅限于吸引异性，而是自我取悦的方式和提升自信的工具。我们认为，未来女性对“变美”的需求进一步增强，作为修饰面部的重要一步，彩妆消费必将受益。

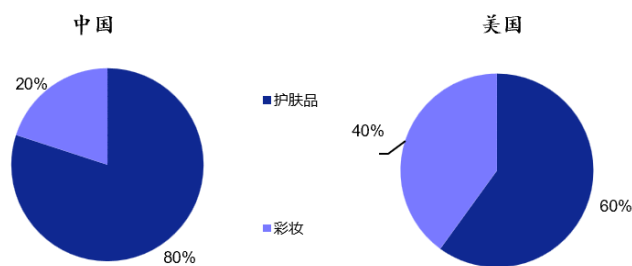
我国化妆品消费结构可能迎来转变。根据 Euromonitor，中国化妆品市场中护肤品和彩妆市场规模比例约为 8:2，而美国化妆品市场中护肤品和彩妆市场规模比例约为 6:4。追究背后的原因之一，美国人的妆面有色彩大胆、层次丰富的特点，而中国人的妆面强调素雅清新、日常低调，因此中美对彩妆产品的消耗不同。但是，妆面特点差异并不完全是由中美文化背景和面部结构不同造成的，暂时性的社会风气，尚不成熟的化妆理念都发挥着深刻影响。我们认为，化妆习惯和妆面特点并不是一成不变的。上世纪末受港片影响，内地流行烟熏眼妆和浓艳红唇妆；21 世纪初，效仿台湾偶像剧，内地妆面开始追捧珠光眼影和玻璃浅唇。这些都证明了妆面特点易受外来文化冲击。未来全球化进一步发展，我国与外国的文化相互融合，中国化妆特点也会随之改变，甚至变得更加多元。此外，随着化妆步骤更加精细化，以及社交属性促使中国居民化妆品频率向欧美国家靠近，我国化妆品中彩妆消费所占比例或将进一步上升。

图 13: 不同时期女性妆容特点



资料来源: 网易新闻, 安信证券研究中心

图 14: 2020 年中美护肤品和彩妆消费结构



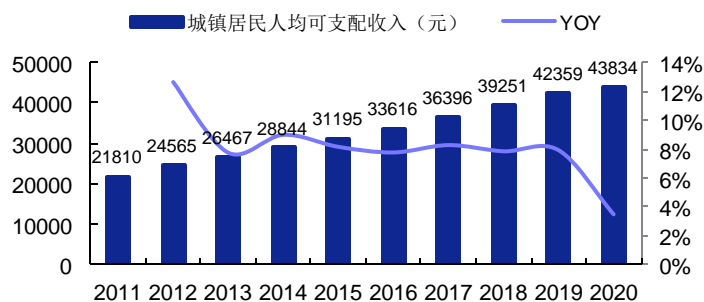
资料来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

2.2. 潜在消费群体庞大

2.2.1. 低线城市人口潜力巨大

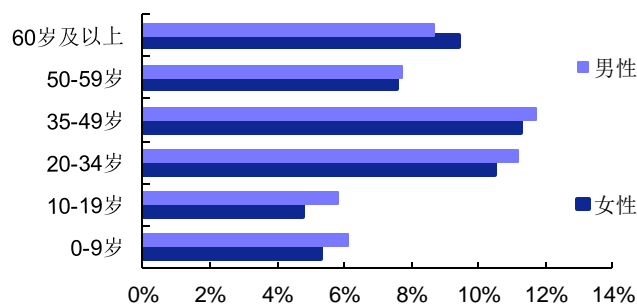
人均可支配收入提高, 低线城市渗透率有望提升。根据资生堂公司公开信息, 2010 年资生堂中国事业部部长曾在公开讲座中提出中国“核心化妆人口”概念: 1) 居住在城镇; 2) 年龄大于 20 岁的女性; 3) 年收入不低于 3 万元人民币。针对此概念进行分析, 首先, 随着我国经济发展, 城镇居民人均可支配收入稳步提高, 已从 2011 年的 21810 元增长为 2020 年的 43834 元。其次, 作为彩妆的主要消费人群, 2019 年我国 20-49 岁的女性占比达到 21.8%, 群体规模庞大。分城市来看, 2019 年一线/二线/三线/四线城市彩妆消费渗透率分别 57.9%/51.2%/44.6%/35.2%, 低线城市尤其是四线城市彩妆消费仍有上升空间。根据马斯洛需求理论, 人均可支配收入达到一定水平, 会推动人民的需求层次上一个台阶, 从而推动新兴产业的发展。我们认为, 中国人均可支配收入持续提升, 使得低线城市年轻女性人口未来有望成为贡献彩妆辐射人口扩容, 尤其是品牌彩妆的重要力量。

图 15: 城镇居民人均可支配收入逐年提升



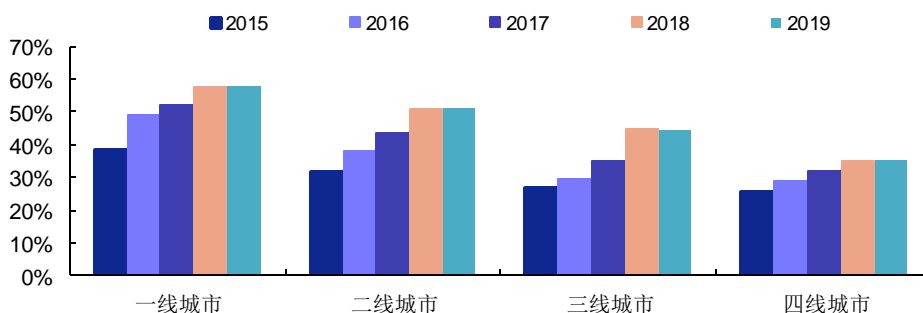
资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 16: 2019 年我国人口性别与年龄结构



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 17: 彩妆消费在各线城市渗透率情况 (%)

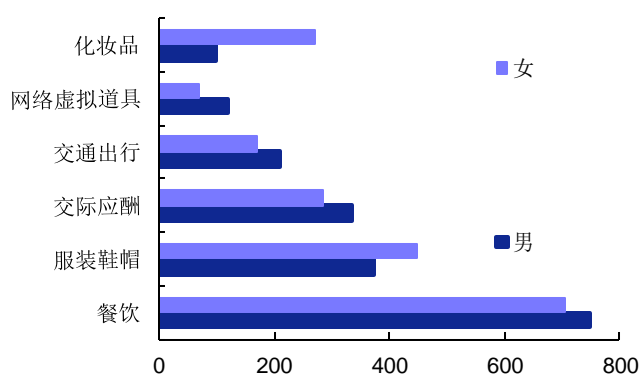


资料来源: CID 消费者智库, 安信证券研究中心

2.2.2. 彩妆消费向低龄渗透

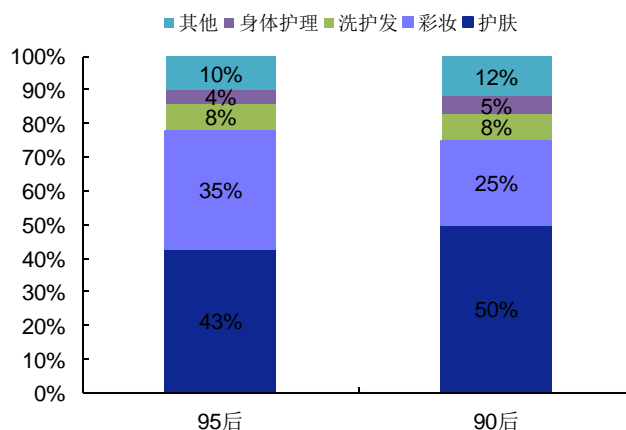
年轻一代三成人口贡献近六成消费。年轻一代消费能力强、消费观念先进，成长的物质环境较为宽裕，根据腾讯2019年发布的《Z世代消费力白皮书》，我国95后月均可支配3501元，相比于当年人均可支配收入2561元/月高出37%。CIC报告中提出，我国拥有世界上规模最大的年轻一代，2019年我国千禧一代人口约为2.3亿，Z世代人口约为1.7亿，占总人口比重约为30%，却贡献了中国彩妆市场58.5%的零售额，预计到2025年占比将上升到61.3%。2019年企鹅智库一项针对Z世代的调查显示，男/女生平均每月在化妆品上的开销分别98.7元/272.6元。

图 18: z 世代每月平均花销情况 (元)



资料来源:《Z世代消费力白皮书2019》, 安信证券研究中心

图 19: 95 后对于彩妆消费偏好比 90 后更高



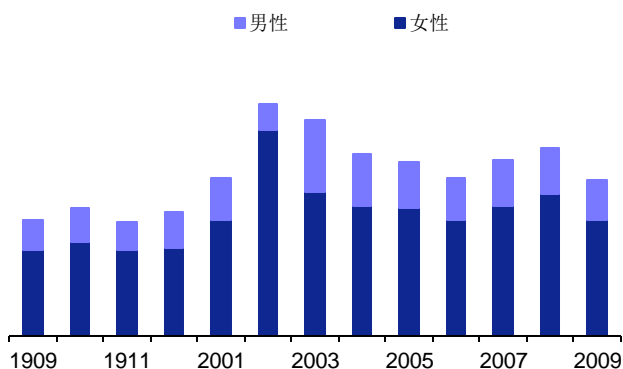
资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

初次接触彩妆年龄提前, 15-24 岁人均彩妆花销和购买品类更多。同时受益于更高的受教育程度和网络传播, 年轻一代往往拥有更先进的形象意识和审美观念, 初次接触彩妆的年龄提前, 根据丽人丽妆《95后美妆新势力》报告, 95后初次化妆的平均年龄为16岁, 而90后为18岁, 在各品类的化妆品中95后对于彩妆的偏好也高于90后。根据艾瑞咨询, 2018年15-24岁人群购买美妆产品人均花销1713元、平均购买品类7.2个, 均高于其他年龄段。因此, 年轻一代规模扩大、消费能力提高、初次接触美妆低龄化等驱动因素将共同推动彩妆行业的需求增长。

2.2.3. 男性彩妆成为蓝海市场

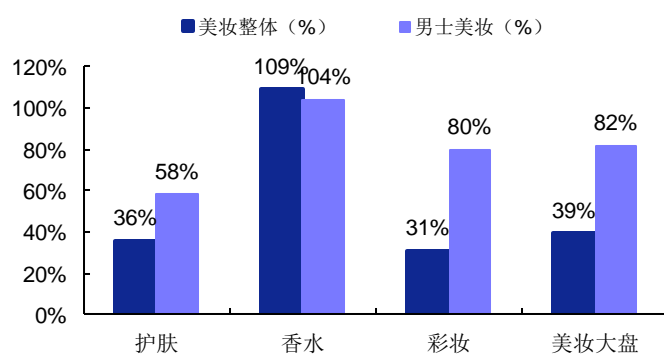
化妆需求从工作延伸到生活, 男性彩妆关注度持续提高。随着颜值经济的爆发和审美意识的崛起, 人们逐渐摒弃了刻板印象、跳出传统性别认知, 化妆不再局限于女性。除了由于工作性质需要化妆出镜, 为了提升气色、掩盖面部瑕疵、追求个人颜值, 男性化妆也从工作延伸到生活中。根据美业颜究院数据, 快手、抖音、B站三大平台男性美妆博主占比超二成, 流量明星、男性美妆博主的走红带动着越来越多男性加入“精致男孩”的队伍。男性彩妆的关注度持续提高, 根据巨量算数, 2020Q3 抖音男性美妆内容播放量占比达到25%, 同比增速80%, 超过彩妆大盘31%的增速。

图 20：2020Q3 抖音男性美妆内容播放量占比达到 25%



资料来源：巨量算数，安信证券研究中心

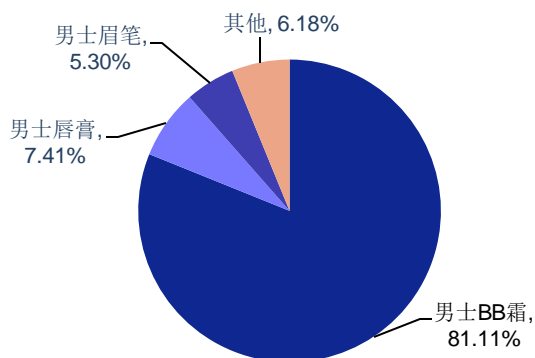
图 21：2020Q3 抖音男性彩妆内容播放量同比增速超整体



资料来源：巨量算数，安信证券研究中心

大牌纷纷入局，“他经济”给彩妆市场带来新增量。2018 年香奈儿在韩国首发推出 BOY DE CHANEL，包含遮瑕膏、指甲油、眼线笔等多个 sku；同年，THREE 推出日本首个男士彩妆品牌 FIVEISM X THREE，也是全球第一个由主流美妆集团推出的中高端男士美妆品牌；2019 年爱茉莉太平洋旗下推出针对 Z 世代男士的开价彩妆品牌碧乐迪 (BeREADY)，2020 年入驻天猫国际。从国内品牌来看，早在 2010 年，男士彩妆品牌“尊蓝”创立；2012 年，针对男士护肤的“左颜右色”创立，后产品范围扩大到彩妆，其男士 BB 霜在 2021 年 10 月淘宝男士彩妆产品中销量排名第一。根据天猫，在男士彩妆中 BB 霜、唇膏、眉笔为最热销品类，2020 年天猫双十一男性彩妆备货量同比增长 30 倍，2021 年预售 1 小时，男士彩妆产品同比增长近 2 倍。考拉海购数据显示，2020 年 00 后男生彩妆消费增速已远超 00 后女生，其中 00 后男生购买粉底液的增速是女生的 2 倍，眼线的增速是女生的 4 倍。

图 22：2021 年 1-10 月男士彩妆各品类销量占比



资料来源：淘数据，安信证券研究中心

图 23：2018 年开始国际大牌入局男士彩妆



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2.3. 妆容精致追求带来品类需求升级

随着化妆技能进阶，消费者对彩妆品类的需求逐渐细化。“小白”对彩妆的需求主要是粉底/气垫、口红两类“必选”产品，而随着化妆技术的提升，化妆步骤逐渐增多，逐渐衍生出对遮瑕、修容、眼影等“可选”品类的需求，在色彩尝试上也更加大胆。化妆刷的热卖可以印证消费者对妆容精致度的追求，据京东消费及产业发展研究院报告，2021 年 1-7 月化妆刷销量同比增长 144%。同时，美妆博主不断挖掘彩妆用法的多样性，对新品类的种草远比从零进行消费者教育更容易。

图 24：化妆刷成为化妆进阶的标志之一



资料来源：小红书，安信证券研究中心

图 25：对新品类的种草比从零进行消费者教育更容易



资料来源：小红书，安信证券研究中心

2.4. 国潮推动新锐国货品牌诞生

国货彩妆的发展大致可以分为三个阶段：

- (1) 21 世纪初之前：最早的国货彩妆品牌从明清时期的老字号谢馥春、戴春林开始，随着西方文化的输入和 90 年代外资品牌进入，中国也相继诞生了如色彩地带、火烈鸟（1997）、卡姿兰（2001）、美康粉黛（2005）、玛丽黛佳（2006）等现代彩妆品牌；
- (2) 21 世纪初-2015 年：国际品牌相继进入内地并占据主导地位，国货品牌市场被大幅度挤压；

图 26：最早的国货彩妆品牌从明清时期开始



资料来源：品牌官网，安信证券研究中心

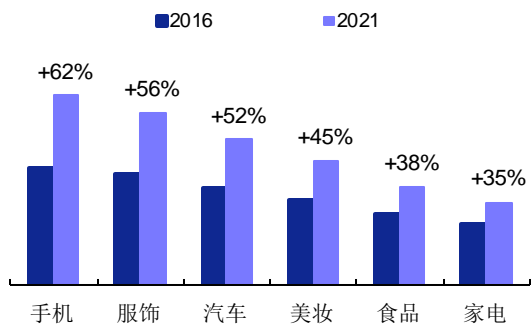
图 27：以卡姿兰为代表的现代彩妆品牌



资料来源：品牌官网，安信证券研究中心

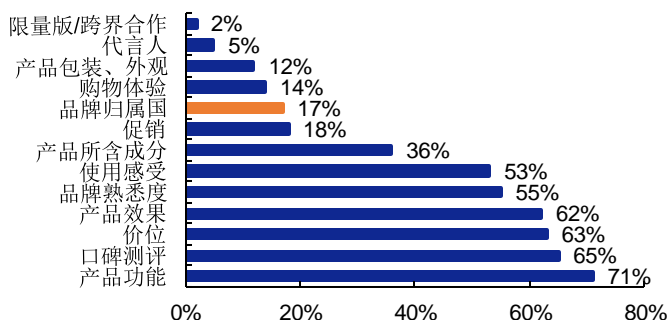
- (3) 2015 年后：国人对本土文化认同感和民族自信心增强推动了国潮兴起，根据百度热搜报告，相比于 2011 年，2021 年“国潮”搜索热度上涨 528%，作为十大热搜国潮话题之一，“国货美妆”热度五年上涨 45%，品牌归属国成为消费者在购买时考虑的重要因素之一。同时，加上国家相关政策的扶持，完美日记、彩棠、花西子、稚优泉、橘朵、珂拉琪等新锐国货品牌崛起，国货彩妆影响力增强，产品设计、包装、质量等全面提升，逐渐摆脱过去“廉价”“山寨”“老土”等负面标签，消费者对国货的认可度日益提高，具有国潮文化概念的美妆品牌备受青睐。

图 28: 2021 年国货美妆关注度相较 2016 年上涨 45%



资料来源:《百度 2021 国潮骄傲搜索大数据》, 安信证券研究中心

图 29: 消费者选择美妆产品所考虑的因素



资料来源: 腾讯广告《2019 年国货美妆洞察报告》, 安信证券研究中心

相比于护肤品, 彩妆或更快完成“国产替代”。过去十年是我国彩妆市场发展的黄金十年, 而国际品牌依靠其先进的理论和经验率先抢占中国市场。目前, 我国已经不乏优秀的产品和运营能力, 在国潮兴起的大背景下, 国产品牌势必逐渐夺回市场份额。相比于护肤品国际品牌大单品历经多年经久不衰 (如雅诗兰黛小棕瓶从 1982 年推出至今仍稳坐爆款头椅), 彩妆品类由于产品功效差别较小, 大单品无法跨越时间, 具有较高时尚属性, 用户粘性较低。因此, 我们认为彩妆行业更容易颠覆我国消费者对于国产化化妆品的刻板印象, 中国公司可依托自身实力和对时尚的抓取能力产生爆品和孕育新品牌。

图 30: 近年新锐国货彩妆品牌表现



资料来源: 解数咨询, 聚美丽, 天猫, 安信证券研究中心整理

2.5. 渠道创新与变革给彩妆带来机会

新型美妆集合店兴起, 为彩妆带来渠道创新。过去几年消费经历了电商的迅猛发展, 但 2021 年社会消费品销售额电商占比企稳, 国家通过反垄断、税务整改等手段整顿电商, 并在《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》中强调推动线上线下消费有机融合。我们认为, 在国家指导和疫情恢复大背景下, 实体经济或迎来政策机会。其中, THE COLORIST、KKV 等新型美妆集合店通过提供试用、线下引流等方式为新一代国货品牌带来机会。

抖音等新兴电商平台让兴趣电商回归本质。随着“淘系”主播屡屡受创，抖音等电商平台优势逐渐凸显。不同于淘宝直播专注于通过折扣吸引消费者，抖音平台得益于其优良的内容生态和大量优质创作者，可通过“主动帮助用户发现他潜在的需求”培养用户购物习惯和购物标的。与此同时，依赖头部主播并被此拖累费用的彩妆品牌有望抓住兴趣电商机会，转变营销战略，争取话语权，实现加速增长。

图 31：2021 年抖音平台词条云



资料来源：抖音，算数电商研究院，安信证券研究中心

3. 行业趋势：研发驱动，可带来弯道超车机会

3.1. 从营销为王到“两条腿走路”，颠覆性创新或改变行业格局

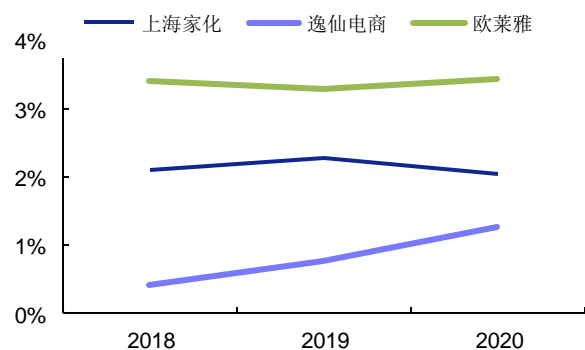
随着消费者主观购买意识逐渐增强，彩妆品牌必将完成从营销为王到营销+研发双轮驱动的转型。目前，由于我国彩妆领域消费者意识还处于被品牌方教育的阶段，主观能动性相对较弱，营销成为各大品牌抢占市场的关键要素，例如在 2020 年、2021 年天猫双十一彩妆店铺销售额中分别排名第 1、第 4 的完美日记母公司逸仙电商，在 2020 年营销费用 34.12 亿元，营销费用率高达 65.20%。然而，随着中国新一批彩妆消费者主观购买和自我表达意识崛起，营销不再成为唯一的法宝，研发成为另一不可或缺的制胜关键，这一点已经可以从部分依赖营销的彩妆品牌在 2021 年 11.11 以及 2022 年 6.18 表现稍显疲软中窥得一二。彩妆研发，不仅是成分的研发，更是对时尚风格的把握和捕捉，回归到公司上是领导力的体现和公司市场的捕捉。从更长维度上来说，我们认为未来彩妆行业必定是营销和研发“两条路走路”。

图 32：魅可开创大胆色彩和前卫风格



资料来源：品牌官网，安信证券研究中心

图 33：主要彩妆公司研发费用率整体有上升趋势



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

颠覆性创新可重塑行业格局，带来弯道超车机会。彩妆行业并非一成不变，相反，彩妆品类不断更新，使用方法不断变革，为行业注入新的活力。例如，韩国爱茉莉集团旗下的品牌 IOPE 在世界上最早推出气垫，并使气垫迅速风靡全球。这种创新通过从产品定位、特殊卖点等方面对产品进行重新梳理与定位，将原本司空见惯的产品进行二次升级加工，以便给消费者全新的认识。这是一种突破，是从 0-1 开创细分赛道，是对行业产生巨大影响的颠覆性改革。我们认为，未来颠覆性创新将不断改变行业格局，为国产品牌带来新的机会，能够依托自身研发能力和消费者洞察能力的品牌将实现下一个颠覆性创新，若能及时抓住风口有望迎来弯道超车机会。

图 34: IOPE 气垫霜和雅诗兰黛粉底液



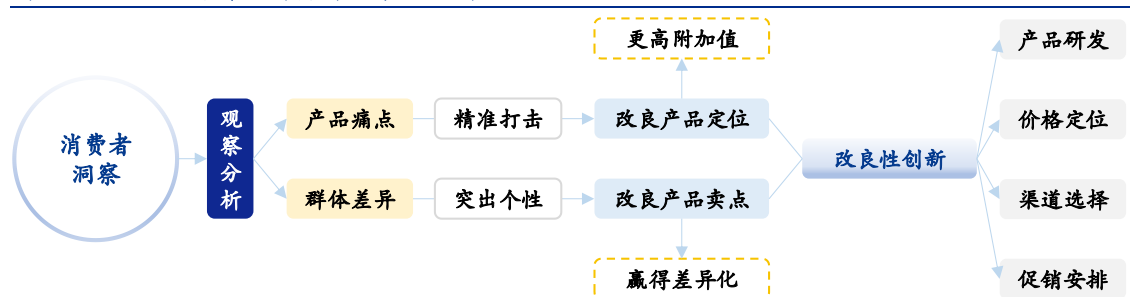
资料来源：天猫，安信证券研究中心

图 35: 气垫霜和粉底液特点、功能对比

	传统粉底液	气垫BB霜
妆感	较为厚重	更轻薄
效率	需要用手部或自备工具上妆，更麻烦	自带粉扑上妆，更便捷
卫生	上妆工具暴露在外，容易感染细菌	底妆和粉扑通常密闭，更卫生
场景	更适用于一天中初次上妆	适合后续补妆或初次上妆

资料来源：安信证券研究中心整理

图 36: 改良型创新的消费者洞察示意图



资料来源：安信证券研究中心整理

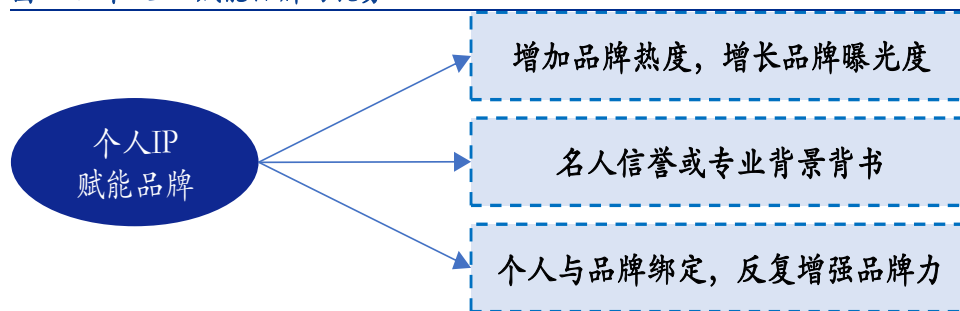
3.2. 大热个人 IP 赋予品牌天然优势

个人 IP 彩妆品牌走入大众视野，并表现不俗。近年来，众多明星、网红、专业化妆师纷纷进军彩妆行业，依托个人 IP 创建的个人品牌大获成功，如由欧美著名女歌手 Rihanna 创办的 Fenty Beauty 估值约 28 亿美元（来源：福布斯，2021 年），由在社交平台 Instagram 上粉丝数超两亿的美国网红模特 Kylie Jenner 建立的 Kylie Cosmetics 在创立 18 个月内就实现了 4.2 亿美元的销售额（来源：英国每日邮报），由全智贤、宋慧乔等顶级韩国女星御用专业彩妆师郑瑄茉开创的个人同名品牌明星产品气垫霜常年霸占韩国各大美妆榜单首位，由我国彩妆界泰斗毛戈平创办的个人同名品牌在 2017 年上半年实现营收 2.01 亿元（招股说明书披露）。

个人 IP 可为品牌赋能，使品牌具有提升营销效率等天然优势。相比于普通品牌，个人品牌在创立之初就赢在起跑线上，明星、网红依托个人流量为品牌造势，增加品牌曝光，节省大量代言、营销费用，而彩妆师的背景则为品牌专业性背书，使品牌更易建立与消费者的信任，

从而增强品牌力，能够带来更高的溢价空间。

图 37：个人 IP 赋能品牌的优势



资料来源：安信证券研究中心整理

3.3. 化妆学校孵化品牌可形成完美营销闭环

化妆学校影响力出圈，品牌、学校、学员、大众形成紧密的营销闭环。近年来，一些国际和国内品牌依托自身的化妆培训学校平台扩大影响力，塑造品牌专业性。我们认为有开设化妆学校能力的品牌或化妆学校培育的品牌在营销上具有极高的效率，原因有三：

- 1) 学校将品牌概念植入学员教学中：化妆培训学校通常面对有志成为专业化妆师的学员，并且在教学中通常会推荐好用的产品，因此学校有机会开创自有品牌研发自有产品并在教学中将品牌概览传达给学徒。
- 2) 学员作为媒介二次传播或直接代理销售产品：一方面，学员出师后作为专业彩妆师可通过客户接触传播品牌概念，近年来更有大量美妆博主进入化妆学校进修化妆技术并于社交品牌分享品牌心得；另一方面，学校可将学员发展为品牌代理商，通过紧密合作直接出售商品。
- 3) 大众受到双重教育，品牌概念深入人心：在明星学校、优秀学员双重教育下，大众逐渐肯定品牌，自觉成为品牌粉丝。

以国际专业彩妆品牌 MAKE UP FOR EVER 为例，其发展模式值得借鉴。MAKE UP FOR EVER 由上世纪著名专业彩妆师 Dany Sanz 女士创立。Dany 在上世纪七十年代创立了彩妆学校 Christian Chauveau，由于发现市场缺少专业人士所需的彩妆品，Dany 孕育出品牌 MAKE UP FOR EVER，并通过彩妆学校和个人影响力将品牌发扬光大。品牌创立之初，第一批位于韩国首尔的店铺便由彩妆学校的学生引入，到 1995 年，品牌在约 30 个国家和地区开设的销售点大部分由 Dany 的学生经营，可以说 MAKE UP FOR EVER 的发展离不开彩妆学校及其学员。

图 38：MAKE UP FOR EVER 全球开设彩妆学校



资料来源：品牌官网，安信证券研究中心

图 39：MAKE UP FOR EVER 专业彩妆产品享誉全球



资料来源：品牌官网，安信证券研究中心

3.4. 高阶向低阶降维打击更为有效

从高阶品牌和产品起步奠定调性，逐渐向下渗透低阶品牌和品类。一般来说，品牌调性高+品类属性强，能够造就较强的护城河。高端品牌享受更高的品牌溢价，不需要通过管控成本压低价格，而是通过提供更优质的产品和服务受到客户青睐，其客户忠诚度也较高。化妆品集团通过起初建立高端品牌奠定集团调性，而后向下渗透推出平价替代品牌的打法更坚固。同样的道理，同品牌内，底妆、口红等高阶品类由于消费者要求高、较为挑剔，一旦攻占能够建立起强壁垒，而眉笔、腮红等低阶产品更多是“顺手购买”的消费习惯。品牌率先突破高阶品牌攻占消费者心智，而后低阶产品易被消费者接受，可实现快速扩张。

图 40：曾经腮红届标杆 Laduree 消失



资料来源：京东，安信证券研究中心

图 41：阿玛尼底妆系列产品提升品牌调性



资料来源：天猫，安信证券研究中心

3.5. 大集团整合资源注资潜力品牌共造彩妆新势力

大集团管理营销资源+潜力新品牌，是较为有效的打造品牌方式。我们认为，目前由于国内性价比高的成熟品牌收购标的较少，加上国内集团协调管控品牌调性存在挑战，短期内彩妆行业国内大集团可能仍以整合新品牌为主。大集团整合集团的管理和营销资源，通过联合 IP、彩妆学校等具有本身亮点的品牌的方式加速品牌孵化，能达到优势互补的效果。

珀莱雅旗下专业彩妆品牌彩棠为例，通过切入专业彩妆师 IP 品牌步入彩妆赛道。彩棠是专业彩妆师唐宏毅于 2014 年创立的中高端彩妆品牌，品牌概念是将传统美学与时尚潮流结合。2019 年，珀莱雅参与彩棠 B 轮融资，根据天眼查，目前珀莱雅持股 61.36%，唐宏毅持股 33.64%，另有女星章子怡持股 5%。珀莱雅控股后，使彩棠享受集团整合营销方案，并提供专业的组织管理，使得彩棠通过修容盘大单品打通市场，成为新晋国风彩妆代表，2020 年实现营业收入 1.21 亿元。

图 42：彩棠“浮光掠影”修容盘尽显国风美学



资料来源：品牌官网，安信证券研究中心

图 43：珀莱雅与彩棠优势互补



资料来源：安信证券研究中心整理

3.6. 细分品类代表带动全品类开花

我们认为，先专攻某一细分品类，如完美日记的口红、逐本的卸妆油，做到“品牌即品类”，攻占消费者心智，而后借助细分品类下积淀的优质形象能够以点带面形成全品类矩阵。这样的产品策略对国货彩妆品牌的破局和发展具有借鉴意义，同时也导致国货彩妆市场呈现出爆品驱动的特点：根据 CBNDATA，重点品类头部 1% 的单品贡献了本品类超过 6 成的销售额。复盘国货彩妆品牌的发展，在细分品类选取上主要有以下两种思路：1) 以平价且时尚度高的唇釉、眼影等产品切入大众市场，通过频繁上新和 IP 联名吸引年轻消费者。根据逸仙电商招股书，完美日记能够在 6 个月内开发出新产品，维持每月上新 5-6 个产品的频率。2) 优先布局散粉、修容盘等中高端底妆产品，以功效和体验为亮点进一步提升消费者粘性，花西子、毛戈平以及彩棠均沿用这一方法论。以花西子为例，2017 年推出主打粉质细腻、保湿力度更强的空气蜜粉后，针对不同肤质和妆感需求进行产品迭代来打造爆款，目前花西子已经涵盖定妆、唇妆、底妆、卸妆以及眼妆五大系列产品。

图 44：完美日记×王者荣耀联名眼影



资料来源：完美日记微信公众号，安信证券研究中心

图 45：花西子产品矩阵



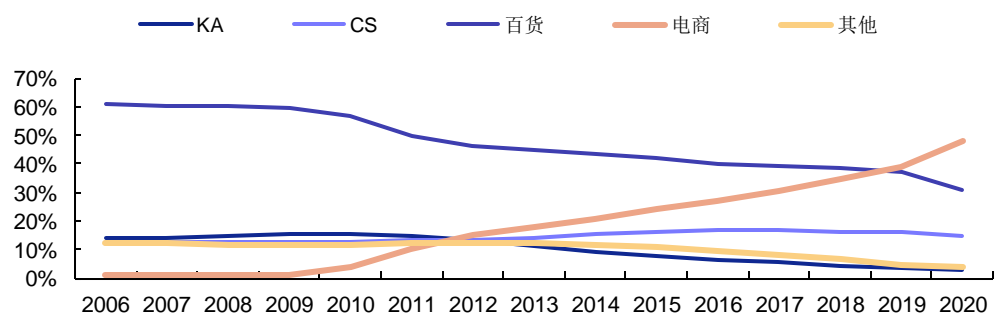
资料来源：花西子官方旗舰店，安信证券研究中心

4. 分析框架：渠道、营销、市场风向三维解析彩妆市场

4.1. 渠道变迁：电商爆发式增长，彩妆集合店转型

我国彩妆的销售渠道主要有 KA 商超、CS 店、百货、电商等几种，近年来渠道发生重大变迁，电商渠道出现爆发式增长，新型集合店成为热点，百货和 KA 商超的主导地位逐渐被取代。

图 46：2006-2020 年我国彩妆各渠道销售额占比



资料来源：欧睿，安信证券研究中心

4.1.1. KA 商超渠道：从货架到背柜，平价国货阵地

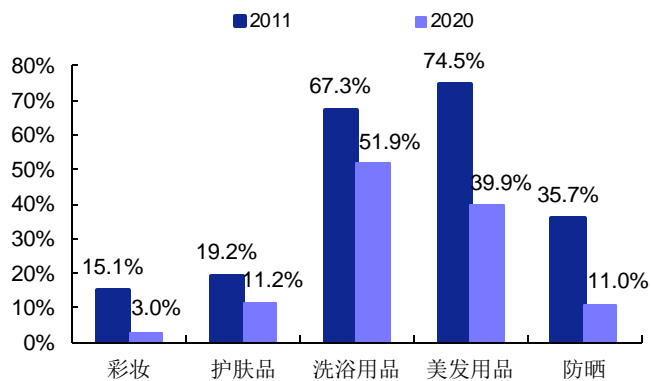
KA 商超渠道可谓是平价国货阵地。KA 商超主要指连锁商场、超市等，如沃尔玛、家乐福，由于商品种类多、是人们购买日常生活用品的主要渠道，所以人流量较大。2011 年以前，KA 渠道占比稳定保持在 14%-15%，化妆品陈列方式以传统货架为主，SKU 多，是平价国货品牌（如小护士、大宝、相宜本草、百雀羚等）的主要阵地，少部分基础彩妆和大量的护肤品、个人洗护用品摆放在一起，没有明显分区。

图 47：彩妆和护肤品、洗护用品陈列在传统货架上



资料来源：商超拍摄，安信证券研究中心

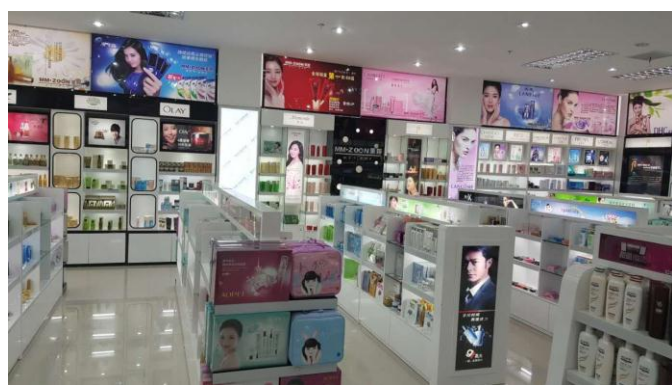
图 48：KA 商超在各类化妆品销售渠道中占比情况



资料来源：欧睿，安信证券研究中心

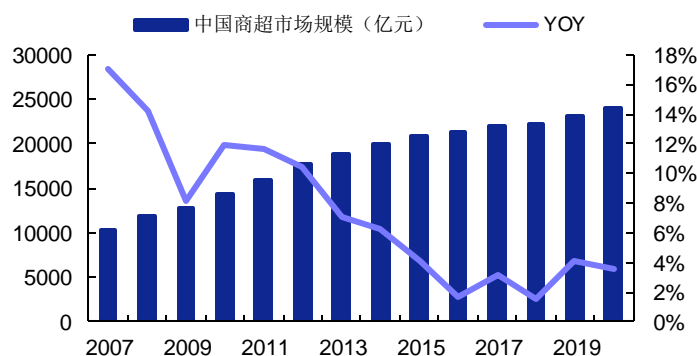
随着品牌展示需求提升、营销投入增加、商超面积扩大，传统货架逐渐升级成背柜形式，部分品牌拥有独立背柜和 BA，在消费场景的升级中，顾客体验得到优化。而由于 KA 的进入门槛和成本费用相对较高，产品以中低端护肤品为主且上新较慢，结合商超的主要消费人群与彩妆消费人群不符以及其他渠道的冲击，2011 年后 KA 渠道销售额占比逐渐下降，2020 年占比仅达到 3%。

图 49：传统货架逐渐升级成背柜形式



资料来源：CS 拍摄，安信证券研究中心

图 50：我国商超市场规模增速呈下降趋势



资料来源：欧睿，安信证券研究中心

4.1.2. 百货渠道：中高端外资品牌为主，购物中心崛起和疫情爆发降低客流量

百货渠道以中高端外资品牌为主，近两年有所式微。百货渠道指彩妆品牌在大型百货商场（如银泰、百盛等）设立专柜。90 年代开始，外资品牌以设立专柜形式进入中国，中国彩妆热潮兴起，根据欧睿数据 2006 年百货渠道销售额占比达到 60.9%，2018 年之前一直占据显著优势。该渠道以中高端外资品牌为主，展示空间比商超背柜大，购物体验更好，提供售前咨询、

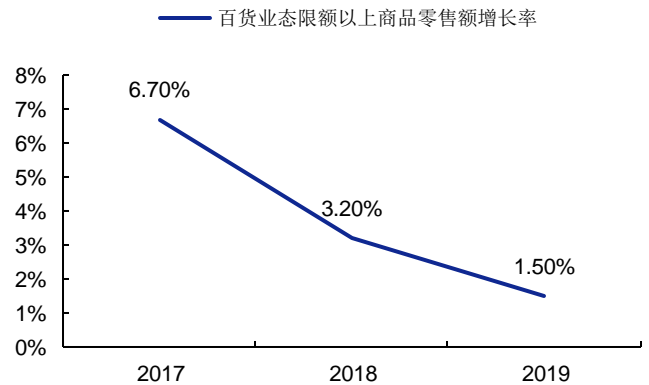
试妆、售后等服务。而随着购物中心的崛起，百货客流量逐渐下滑，疫情的爆发更削弱了线下消费，部分品牌由于资金压力和转型需要从百货撤柜，根据 GFK 数据，2020 年 9 月相比 4 月百货化妆品专柜数量减少了 8.3%。加上新兴渠道的冲击，欧睿数据显示，2020 年百货渠道占比下滑到 30.60%。

图 51：彩妆品牌在大型百货商场设立专柜



资料来源：百货拍摄，安信证券研究中心

图 52：百货业态商品零售额增长率呈下滑趋势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

4.1.3. CS 渠道：早期国货品牌受益于传统 CS 店发展

CS（即 Cosmetic Shop）是最早诞生的化妆品销售渠道，指日化产品在终端销售中的化妆品店、日化店、精品店系统所构成的销售终端网络系统。我国化妆品 CS 店数量众多，根据 CBO，2018 年全国约有 17 万家，总产值超 800 亿元。小到四五线城市的“xx 美妆店”“xx 日化”，大到本土区域性连锁店娇兰佳人、金甲虫、程小程、唐三彩等，以及外资 CS 店丝芙兰、莎莎国际、屈臣氏等，包括珀莱雅、自然堂、卡姿兰、韩后等在内的多个国产品牌都是受益于 CS 渠道发展壮大。以卡姿兰为例，卡姿兰诞生于 2001 年，中国彩妆市场刚处于起步阶段，面对国际品牌占领市场以及消费者对彩妆认知有限的情形，选择以 CS 店突围，在加大广告宣传的同时，进行专业培训帮助门店销售，扭转了当时国内彩妆无形象柜、无化妆师的印象，为其后来走进商超和百货、进入中国彩妆市场 TOP10 打下了基础。根据品观 APP，2018 年卡姿兰仍占据国内众多 CS 店彩妆销售 50% 的份额。

图 53：2020 中国化妆品连锁店前十名

排名	省份	已核实注册公司名
1	广东	广州娇兰佳人化妆品连锁有限公司
2	广东	妍丽化妆品（中国）有限公司
3	四川	四川金甲虫云商商贸有限公司
4	湖北	黄冈金梦化妆品有限公司
5	四川	绵阳市美乐化妆品有限责任公司
6	四川	乐山蓝天时尚商贸连锁有限公司
7	浙江	香港唐三彩国际控股有限公司
8	河北	保定市东大日化有限公司
9	广西	桂林市惠之林化妆品有限公司
10	北京	北京亿莎商业管理有限公司

资料来源：CBO，安信证券研究中心

图 54：卡姿兰在 CS 店的背柜



资料来源：安信证券研究中心

欧睿数据显示，aozhan 销售额占比从 2006 年的 12.3% 增长到 2017 年的 17.0%，随后呈下降趋势。随着 CS 渠道在消费者印象中逐渐“低端化”、销售逐渐低迷，2019 年后新型彩妆集合店兴起。以 THE COLORIST、WOW CLOUR、喜燃、话梅等为代表的**新型美妆集合店**主打“**产品零售+服务体验**”，通常开在人流密集的商场及购物中心的一层，装修风格明亮绚丽、让人眼前一亮，注重沉浸式购物，导购人数少，试妆自由度高，**弥补了线上购物不能试妆的缺陷**，受年轻人喜爱，成为“网红打卡点”。其售卖商品以大众品牌为主，有大量新锐国货品牌入驻。

表 4：各具特色的新型彩妆集合店

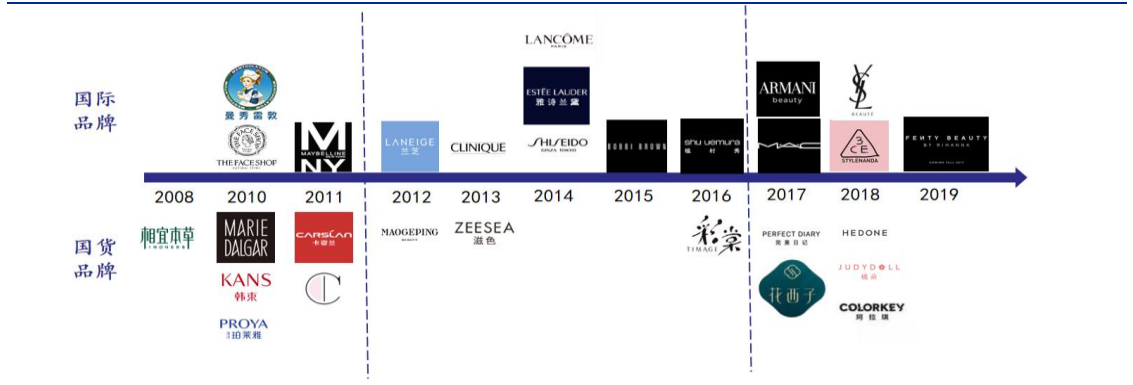
名称	门店图片	创立时间	门店数量 (统计截止时间)	入驻品牌代表	特色
话梅		2013.05.07	7 (2021.10.06)	SG79 STHLM, Balmain Hair、 TANGENT GC、 ICONIC LONDON、 GRAINE DE PASTEL	工业风的装修；仓储式的陈列方式；批售小样；装修风格主色调为黑白灰，突出“性冷淡”的高级感；
KKV		2019.05.01	近 200 家 (2020.10.07)	canmake、kiss me、 unny、得鲜、稚优泉、 wet n wild	三高：高品质、高颜值、高性价比；三禁：禁“营销活动”、禁“欢迎光临”、禁“聪明动作”；三无：无“过度服务”，无“空间冗杂”，无“品牌溢价”
The colorist		2019.08.29	100+ (2020.05.12)	Wet n wild、 physicians formula、 橘朵、稚优泉、卡婷、 ZEESEA	平价+轻奢，性价比超高；流行彩妆依次铺陈，组成的绚烂色彩；全比例试用；去 BA 化；
wow clour		2019.11.05	300 家左右 (2021.07.30)	colorkey、橘朵、滋 色、VNK、Girlcult、 花知晓、clap o claps、万花镜、 Fomomy、小野秋、 holdlive、Jill Leen	创意区域（小仙女面膜区、创意自拍区、男友寄放区）；根据热点和品牌指定不同店铺风格；设置爆品区，进行 TOP SALE 堆头展示；
喜燃		2020.03.05	8 (2020.12.29)	谷雨、优时颜、理然、 润百颜、雏菊的天空、 小奥汀、HFP、完美 日记、橘朵、 JOOCYEE 酵色	零食与美妆捆绑销售；装修风格以极简主义风格为基础；全开架自助式的选购；窄长穿衣镜、Amiro 化妆镜、洗手台、潮流扭蛋机；

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

4.1.4. 电商渠道：新锐国货从中突围，直播带货带来新发展红利

大牌云集背景下，**新锐国货品牌从中突围**。随着我国电商的井喷式发展，2010 年后电商渠道的彩妆销售也呈现爆发式增长，成为近十年占比唯一增长的渠道。早期，进驻天猫的彩妆品牌以传统国货品牌（如玛丽黛佳、韩束、卡姿兰）、大众外资品牌（如 THE FACE SHOP、曼秀雷敦、美宝莲）为主；2012 年后，国际高端品牌看到线上红利纷纷入局，电商平台也主动发力吸引品牌，线上彩妆逐渐成为外资大牌的天下；2017 年开始，在新锐国货品牌完美日记、花西子等从线上突围打开市场的同时，天猫发布《化妆品入驻资质细则》进一步提高进驻门槛，筛选优质商家、清退低质品牌；2018 年启动“美妆品牌的扶持计划”，重点面向进口和新锐网红品牌；2019 年进一步升级，计划一年中增加 1000 个品牌进入天猫，打造超过 50 个年销售额过亿元的单品；2020 年发布美妆洗护“春雷计划”，加大扶持中小品牌力度，加速孵化 1000 个年销售额超过千万的新开店品牌，“新国货计划 2020”、“超级新秀计划”等推出助力国货彩妆在天猫的蓬勃发展。根据解数咨询，2021 年天猫“双十一”花西子、完美日记、珂拉琪入围彩妆品牌销售额 TOP10。

图 55：外资品牌和国货品牌入驻天猫



资料来源：淘数据，安信证券研究中心

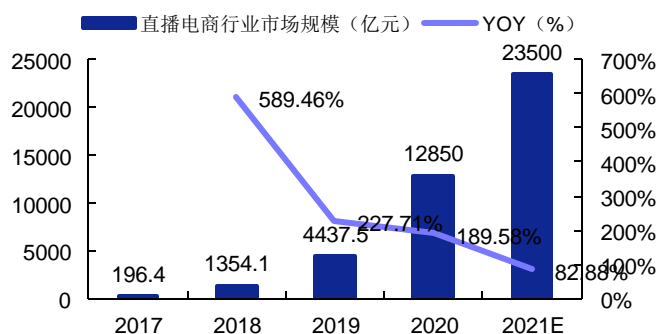
表 5：2019-2021 年天猫双十一彩妆类销售额 TOP10

排名	2019 年	2020 年	2021 年
1	完美日记	完美日记	YSL
2	魅可	花西子	雅诗兰黛
3	雅诗兰黛	魅可	花西子
4	兰蔻	3CE	3CE
5	阿玛尼	阿玛尼	阿玛尼
6	花西子	雅诗兰黛	完美日记
7	纪梵希	兰蔻	MAC
8	美宝莲	圣罗兰	兰蔻
9	圣罗兰	美宝莲	纪梵希
10	3CE	纪梵希	珂拉琪

资料来源：解数咨询，生意参谋，安信证券研究中心

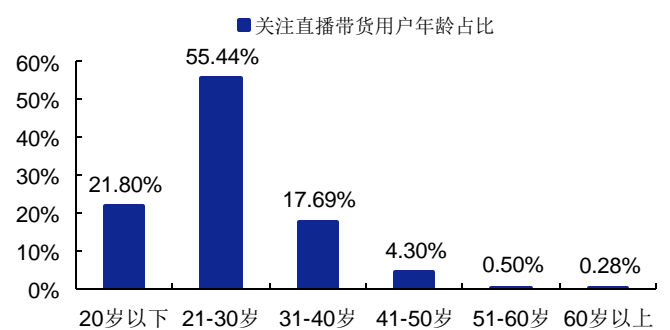
直播带货促进“国货”和“冲动消费”，带来新发展红利。2016 年直播带货作为一种全新的商品展示形式兴起，随后头部主播走红正式将其推向高潮。直播一方面解决了传统线上销售时展示效果差、互动性体验感不足的问题，融合了“导+购”的功能，缩短了消费者的购买决策路径，另一方面配合大促、发放优惠券、推出电商专供款能够促进“国货”和“冲动消费”。根据网经社数据，我国直播电商市场交易规模迅速增长，2020 年达到 12850 亿元/+189.57%，除传统的电商平台，抖音、快手等也迅速崛起。与其他化妆品相比，彩妆由于种类丰富、产品迭代快、客单价低、效果展现直观，成为直播间最受欢迎的品类之一，品牌知名度和产品销量也得到显著提升。微热点数据显示，关注直播带货的用户中 21-30 岁占比最大，也正是彩妆的重点消费人群。

图 56：我国直播电商行业发展迅猛



资料来源：网经社，安信证券研究中心

图 57：关注直播带货用户年龄结构



资料来源：微热点，安信证券研究中心

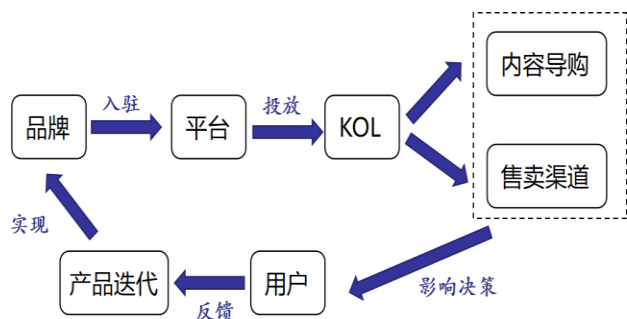
超头主播相继式微，抖音电商势头强劲。2020年以来，抖音/小红书/快手等社交平台积极拓展电商业务，淘系平台的流量被动分流。此外，随着头部主播相继式微，虹吸效应减弱后将迎来流量在不同平台间以及不同主播间的重新分配。一方面，线上人口红利消退的同时传统电商渠道的获客和营销成本持续增长，以抖音为代表的兴趣电商成为未来新的红利赛道。另一方面，超头垄断直播行业的局面不再，流量分散到腰部达人，为精细化的内容营销和细分品类的达人矩阵提供土壤，有望形成中间大、两头小的纺锤形主播生态。对品牌而言，依赖头部主播打造爆品的时代一去不复返，培养品牌自有主播能够为产品营销提质增效提供解决思路。

4.2. 营销方式：KOL 助力内容营销，明星代言营造品牌讨论度

4.2.1. 内容营销下的 KOL 种草

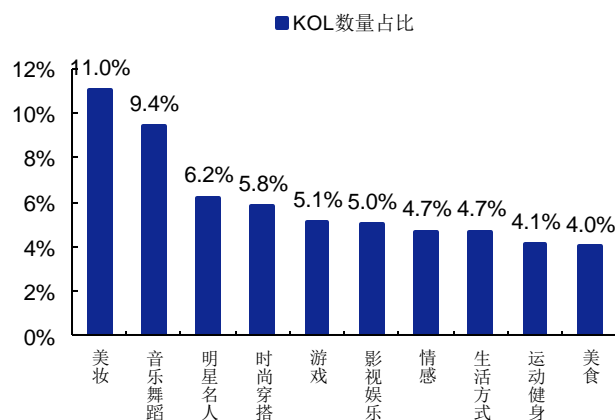
KOL（关键意见领袖）是内容营销的关键，是品牌与用户的连接点。当 KOL 以“朋友”的姿态向消费者推荐产品、传递使用感受，更能增加可信度从而影响消费者决策。由于彩妆具有“所见即所得”的特征，美妆是 KOL 投放数量最多的行业。KOL 营销的形式多样：（1）图文形式：主要分布在微信、微博、小红书，结论鲜明易见但产品展示不够直观；（2）视频形式：长视频主要集中在 B 站，以科普、开箱、测评为主，短视频集中在快手、抖音，降低了阅读门槛，适合仿妆等趣味性、创意性更强的内容；（3）直播形式：分布在各大具有购物属性的电商平台。

图 58：彩妆品牌的内容营销



资料来源：Quest Mobile，安信证券研究中心

图 59：KOL 数量占比 TOP10 行业



资料来源：Quest Mobile，安信证券研究中心

根据 KOL 所发布的内容，可以将其划分为开箱、测评、教程、带货、剧情五大类，也有一些 KOL 会覆盖多个类别。以深夜徐老师为代表的开箱类 KOL 定期以不同主题进行好物合集分享，例如“适合过年涂的绝美口红”“油皮挚爱”等，通过描述自己的使用感受向粉丝种草；以老爸测评、骆王宇为代表的测评类 KOL 更注重分析产品的成分和功效；以仙姆 SamChak 为代表的 KOL 主要发布化妆教程进行“软种草”；此前超头 KOL 商业属性更强，与其他 KOL 将产品渗透在视频中不同，往往在购物平台上采用直播的形式带货，通过主播背书和号召，感受直观且强烈，容易形成冲动消费；剧情类 KOL 则主要集中在抖音和快手，利用反转、悬念、搞笑等爆点吸引消费者观看，将产品广告融入剧情中。

图 60：根据发布内容可将 KOL 划分为开箱、测评、教程、带货、剧情五类



资料来源：用户说，安信证券研究中心

4.2.2. 粉丝经济下的明星代言

明星代言营造曝光度和讨论度，粉丝经济助推销量增长。明星代言有长期全线代言、细分产品线代言或短期合作等多种形式，首先明星在微博发布“官宣”图文或短片，在粉丝的宣传转发中能够触达更多的消费者，并结合热搜榜获得更高的点击量，以 2019 年肖战代言雅诗兰黛为例，微博数据显示，#肖战口红微电影#话题阅读量达 5.5 亿、讨论量达 65.2 万。同时，品牌推出限量定制款或联名款，促进粉丝消费；当达到一定销量后，品牌方会解锁开屏广告曝光、线下大屏投放、拍摄物料、公益活动等“福利”，提升粉丝黏性；618、双十一等大促期间明星会走进品牌直播间进行带货宣传；电商平台的商品标题也多冠以“明星同款”，充分发挥明星效应。

图 61：明星代言话题登上热搜榜获得更高热度



资料来源：新浪微博，安信证券研究中心

图 62：品牌营销中融入公益项目



资料来源：新浪微博，安信证券研究中心

兼顾国民度和流量，充分触达更多圈层。在代言人的选择上，国际品牌在男女性演员、歌手、偶像均有涉猎，大牌代言也成为明星影响力和号召力的象征，以巴黎欧莱雅为例，2019 年起合作国内明星超 25 位；而国货品牌的代言人以“国民女神”和“新锐 idol”为主，一方面能在短时间内提高品牌知名度，摆脱人们对国货“低档”的刻板印象，另一方面也能打开彩妆主要消费人群即年轻人的市场。

图 63: 新锐国货品牌同时邀请“国民女神”和“新锐idol”作为代言人

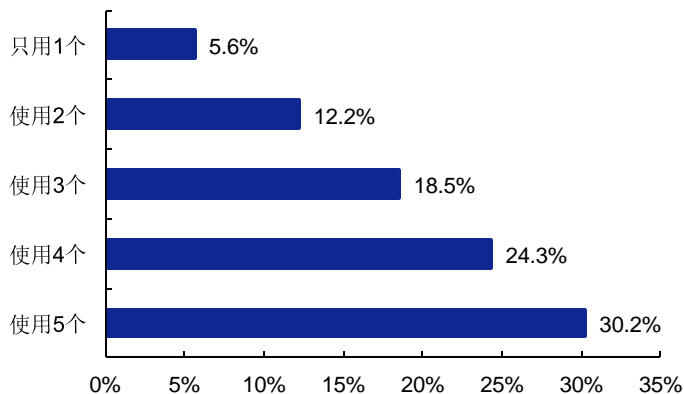


资料来源: 新浪微博, 安信证券研究中心

4.3. 市场风向：“平替”频出下，高端品牌拥有更高壁垒

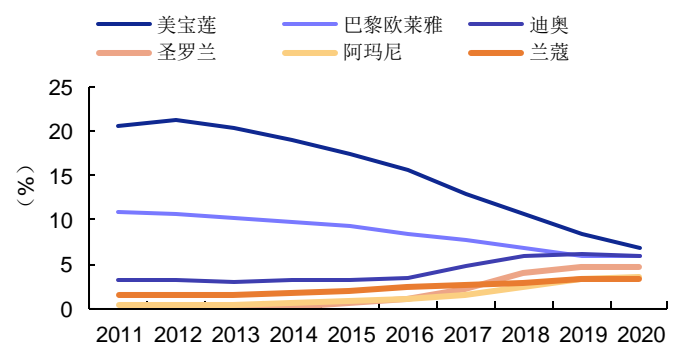
彩妆“平替”频出，高端品牌拥有更高的竞争壁垒。将彩妆与护肤品对比来看，护肤品的核心配方和技术决定了其功效，“平价”“低配”产品难以取代高端产品，且产品的生命周期长，消费者多选择成套购买，在选择品牌时忠诚度高、黏性更强。而彩妆产品迭代快、生命周期短，消费者在购买不同品类时往往选择不同品牌，对品牌忠诚度低，根据 CID 消费者智库，混合使用 5 个品牌的消费者占比达到 30.2%。同时根据国家药品监督管理局，包括科丝美诗、莹特丽、上海臻臣、诺斯贝尔等在内的代工厂往往会生产多个品牌的产品，降低了产品本身的差异化，也相应降低了制造成本和行业进入壁垒，因此“平替”频出。对于低端彩妆，消费者对溢价敏感度高，一旦产品提价超过心理预期，就会寻找下一个“平替”，因此品牌调性高的高端彩妆品牌将拥有更高的竞争壁垒。结合国际品牌经验来看，在新品牌频出、竞争日益激烈的背景下，包括美宝莲、巴黎欧莱雅在内的大众品牌市场被挤压，而迪奥、圣罗兰、兰蔻等高端品牌市占率稳固甚至呈现上升趋势。

图 64: 消费者在彩妆使用时对品牌个数的选择



资料来源: CID 消费者智库, 安信证券研究中心

图 65: 大众品牌市场被挤压，高端品牌市占率呈上升趋势



资料来源: 欧睿, 安信证券研究中心

表 6: 一家彩妆代工厂往往同时生产多个品牌产品

代工厂	合作品牌
莹特丽	迪奥、兰蔻、香奈儿、珀莱雅、毛戈平、玛丽黛佳等
科丝美诗	美宝莲、欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻、完美日记、稚优泉、橘朵等
上海臻臣	欧莱雅、雅诗兰黛、完美日记、橘朵、花西子等

资料来源: 国家药品监督管理局, 安信证券研究中心

5. 借他山之石：国际品牌梳理

5.1. MAC：经典包装成为视觉标识，本土化营销渗透年轻圈层

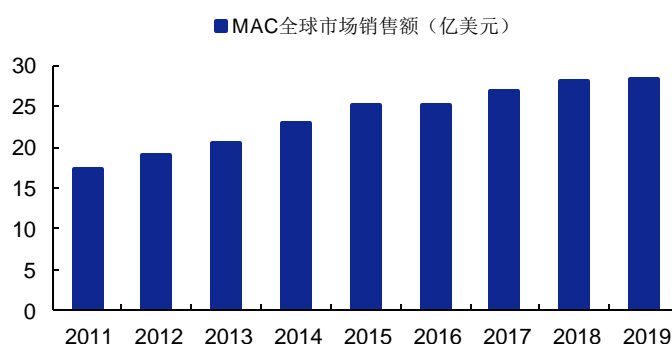
MAC 由彩妆师暨摄影师 Frank Toskan，以及经营连锁美发沙龙的 FrankAngelo 于 1984 年在加拿大多伦多创立。雅诗兰黛于 1994 年控制了 MAC 51% 的股份，并于 1998 年完成收购。品牌创立之初，其目标人群是化妆师、模特、摄影师、造型师，随着给杂志赞助的大获成功，MAC 逐渐积累口碑，渗透到普通消费者中，主要目标客群是 23-38 岁的都市女性。MAC 的销售遍布 120 多个国家，累计推出超过 7000 个 sku，全球范围内平均每秒钟售出一支口红，每三秒售出一盘眼影，长期稳居全球彩妆市场市占率第三的位置。

图 66：MAC 拥有多位彩妆大师坐镇



资料来源：品牌官网，安信证券研究中心

图 67：MAC 在全球市场销售额



资料来源：欧睿，安信证券研究中心

产品包容性强，经典“子弹头”成为视觉标识。MAC 的产品不受传统化妆品的束缚，极具包容性和前卫创意，可以满足不同种族人群需求。例如为满足拉美消费者睫毛朝下的特定诉求，开发“Up For Everything”睫毛膏，该产品最终在墨西哥和智利销量排名第一；拥有四百多种色号的粉底，以满足全球消费者不同的肤质和肤色。“子弹头”口红是 MAC 热销多年的代表产品，色号超过 150 种，沿用多年的“黑色子弹头”包装也已经成为品牌的视觉标识，其定价 170 元，与国际大牌 300 元左右的价格拉开差距，成为很多“化妆小白”的入门口红。

图 68：MAC 共拥有四百多种色号的粉底



资料来源：品牌官网，安信证券研究中心

图 69：MAC “子弹头”口红色号超过 150 种



资料来源：安信证券研究中心

在不同国家进行本土化营销，打入电竞和“二次元”世界。在品牌营销上，2019 年 MAC 和韩国知名化妆师 PONY 朴惠敏合作，借助 PONY 作为美妆 KOL 对消费者需求和痛点的了解

获取产品设计灵感，推出联名系列，KOL 庞大的粉丝量以及社交平台的宣传也为品牌带来了庞大的销量和曝光度。在中国市场，MAC 采用年轻化营销，2019 年 1 月推出王者荣耀联名口红，以“吻住，我们能赢！”的宣传文案、与游戏英雄匹配的包装设计一举击中游戏玩家，激发王者荣耀爱好者进行海报创作，并在线下打造 Cos 专场和电竞专场，邀请 KOL 现场开黑、合影、VR 趣玩；同年 8 月参展 ChinaJoy，打入“二次元”世界。而作为彩妆师、摄影师创立的品牌，MAC 多年来入驻时装周，提供模特使用化妆品，维持其在全球时尚界的影响力。

图 70: MAC×PONY 朴惠敏联名款



资料来源: MAC 官方微博, 安信证券研究中心

图 71: MAC×王者荣耀联名口红



资料来源: MAC 官方微博, 安信证券研究中心

5.2. Bobbi Brown: 裸妆皇后的自然彩妆，产品树立口碑后拥抱 KOL 营销

Bobbi Brown 由具有裸妆皇后之称的美国彩妆大师 Bobbi Brown 于 1991 年创立于纽约。创立之初，在当时色彩对比强烈的潮流下，推出 10 款自然色系唇膏迅速风靡全美，1992 年在当时粉底液偏粉色调为主的情况下推出黄色系粉底，1995 年推出护肤系列，同年被雅诗兰黛收购。Bobbi Brown 的产品主打“裸妆”、干净、清新理念，首创自然妆概念，鼓励女性发掘自身最自然真实的魅力，并在底妆中加入护肤功效。

图 72: Bobbi Brown 以自然色系唇膏风靡全美



资料来源: 品牌官网, 安信证券研究中心

图 73: Bobbi Brown 推出黄色系粉底



资料来源: 品牌官网, 安信证券研究中心

初期以口碑打开市场，后期拥抱社交媒体营销。在初期宣传推广时，品牌并未以 Bobbi Brown 本人作为噱头、也极少和美妆 KOL 合作，而是凭借口碑打开市场，在缺乏营销的情况下，Bobbi Brown 也进入了全球销售额前二十。直到 2017 年将 Sandra Main 纳为其全球总裁，品牌开始拥抱社交媒体。在中国市场的推广中，Bobbi Brown 选择倪妮作为代言人，并打出“美 无需他人定义”的标语。2020 年，vloger “你好_竹子”发布 Bobbi Brown 合作 vlog，

视频中并没有直接对品牌进行介绍，而是围绕“big women”展开，传递品牌精神，成为“情感营销”教科书式的案例。

图 74: Bobbi Brown 官宣倪妮作为代言人



资料来源：微博，安信证券研究中心

图 75: “你好_竹子”发布“big women”为主题的合作 vlog

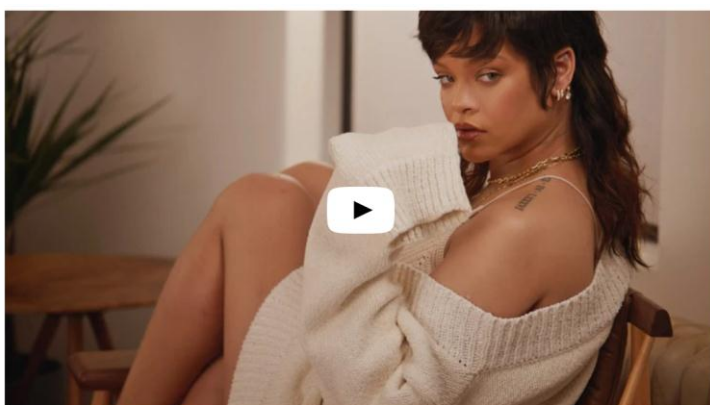


资料来源：微博，安信证券研究中心

5.3. Fenty Beauty: 流行天后自带粉丝基础，与现代女性情感共鸣

Fenty Beauty 由流行天后 Rihanna 于 2016 年创立，隶属 LVMH 集团旗下，2017 年 9 月与 LVMH 美妆孵化器 KENDO 合作推出的第一批产品上市，据化妆品网数据，产品上市 40 天销售额就达到 1 亿美元，其在全球彩妆市场的渗透率也从 2017 年的 0.2% 迅速提升至 2019 年的 0.8%。2019 年 9 月 Fenty Beauty 正式进军亚洲，开通了微博、微信公众号、小红书等社交账户，同时 Rihanna 登上《时尚芭莎》封面为品牌制造声量。为本土化营销，2020 年 5 月 Fenty Beauty 和喜茶推出联名产品，进一步提高在中国年轻人中的知名度。

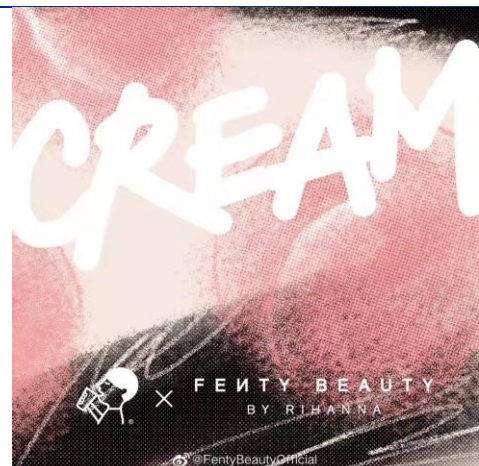
图 76: Rihanna 亲自拍摄宣传短片



BRIGHT FIX EYE BRIGHTENER | WATCH IT IN ACTION

资料来源：品牌官网，安信证券研究中心

图 77: Fenty Beauty × 喜茶联名



资料来源：微博，安信证券研究中心

粉丝基础庞大，产品高度包容与创新。Fenty Beauty 的爆红首先依赖于 Rihanna 这一个人 IP 的热度，Rihanna 作为欧美一线女歌手，多次斩获格莱美，拥有众多忠实粉丝；同时大胆前卫的穿搭也让她成为时尚界的宠儿，斩获“时尚界奥斯卡”，早在 2014 年就出任 Puma 的创意总监。因此超高人气与丰富的时尚经验为 Fenty Beauty 打下了坚实的粉丝基础。其次，品牌理念极具包容性，无论是产品本身还是宣传都处处传递着反对刻板印象、拒绝 body shame

的价值观，与现代独立女性产生情感共鸣，一次性推出色号高达 40 多种的底妆，充分满足各种族多元化需求。而与本人的时尚理念相符，其产品也高度创新，眼影、口红色号大胆夸张，更是推出“身体高光”并为其亲自拍摄宣传片。

图 78: Fenty Beauty 一次性推出色号高达 40 多种的底妆



资料来源：品牌官网，安信证券研究中心

图 79: Fenty Beauty 产品色彩大胆明亮



资料来源：品牌官网，安信证券研究中心

5.4. Kylie Cosmetics: 美妆 KOL 与品牌高度绑定，将“争议”做成“生意”

Kylie Cosmetics 是由卡戴珊家族小女儿 Kylie Jenner 创立。根据福布斯数据，创立后 18 个月内就实现了 4.2 亿美元的销售额，曾创造一天销售 1900 万美金的记录，并预计到 2022 年销售额实现 10 亿美元，Kylie Jenner 也因此成为 2019 年福布斯最年轻的白手起家的亿万富翁。高度依赖网络营销，品牌直至 2018 年和 Ulta Beauty 合作才正式拥有实体销售渠道，从线上渗透到线下。2019 年，Coty 集团宣布用六亿美金收购 Kylie Cosmetics 51% 的股份。

图 80: Kylie Jenner 登上福布斯榜单



资料来源：福布斯，安信证券研究中心

图 81: Kylie Jenner 的 YouTube 粉丝超 1100 万



资料来源：YouTube，安信证券研究中心

个人 IP 变现，流量红利&饥饿营销助推销量。在创立品牌之前，Kylie Jenner 就是著名的美妆 KOL，在社交媒体上经常分享自己的自拍和妆容，ins 粉丝超 2.8 亿，YouTube 粉丝超 1100 万，拥有众多潮流追随者。曾因做丰唇手术引起网络热议，她把自己充满争议的嘴唇“做成了生意”，用自己标志性的嘴唇做成品牌 LOGO 并最先推出唇妆产品，随后将产品矩阵拓展到眼妆、美妆工具。比起其他品牌，Kylie 上新周期短，基本每个月都会推出新的色号或产品，同时和几个高人气的姐姐频出联名款，充分利用明星流量的红利，采取限量的饥饿营销方式，产品总在上新后抢售一空。明星个人流量和品牌热度的高度绑定、互相助推下，Kylie 成为了

全球顶级美妆 KOL，其品牌也跻身国际彩妆品牌前列。

图 82: Kylie Jenner 用标志性的嘴唇做成品牌 LOGO



资料来源：品牌官网，安信证券研究中心

图 83: Kylie Jenner 和姐姐 Kim Kardashian 联名产品



资料来源：品牌官网，安信证券研究中心

6. 琢己身之玉：国内品牌梳理

6.1. 毛戈平：“换头大师”的“光影美学”

6.1.1. 品牌概览：定位高端，毛利率高于同行水平

深耕化妆行业多年，独创“光影美学”。毛戈平（MGPIN）品牌于 2000 年由化妆艺术大师毛戈平先生创建，是公司核心品牌。毛戈平从戏剧化妆开始，至今从事化妆艺术三十多年，曾参与《杨乃武与小白菜》、《武则天》等四十多部影视剧艺术形象的塑造，四次荣获中国影视化妆金像奖，曾担任北京奥运会开幕式造型设计师。他独创“光影美学”美颜法，被称作拥有“换头术”的魔术化妆师。MGPIN 定位高端品牌，以中高端百货专柜直营模式为主。

图 84: 毛戈平曾参与多部影视剧艺术形象塑造



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 85: MGPIN 在商场的专柜

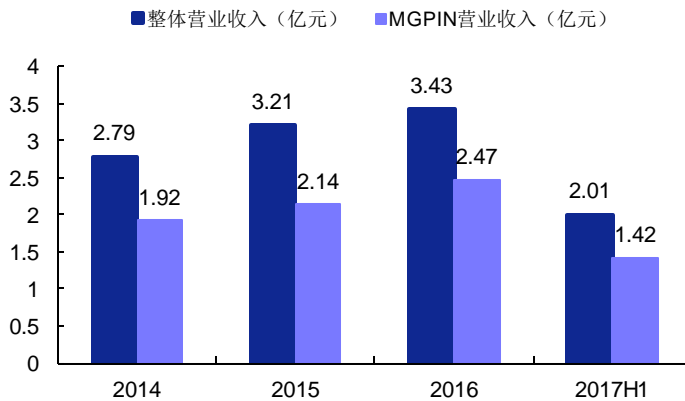


资料来源：招股书，安信证券研究中心

品牌营收占比超七成，毛利率高于同行水平。MGPIN 以彩妆为主，护肤品为辅，主营产品包括护肤系列（基础护肤、奢华养肤、清洁养肤、周期护理等）、彩妆系列（包括隔离、底妆、遮瑕、眼部彩妆、眉部彩妆、唇部彩妆、面颊彩妆等）、工具系列（化妆刷、海绵、睫毛夹等）。根据招股书显示，公司 2017H1 营业收入 2.01 亿元，实现归母净利润 0.36 亿元，

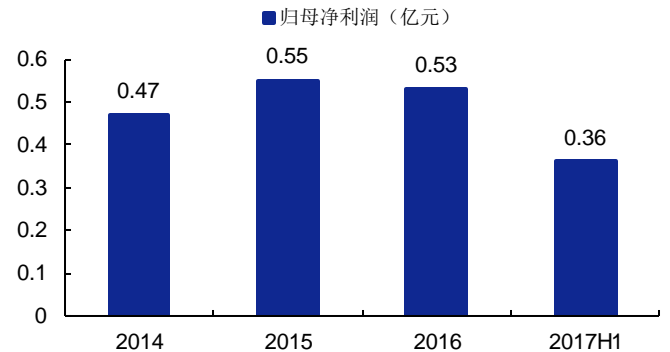
其中 MGPIN 品牌实现营收 1.42 亿元,占比 72.80%。MGPIN 品牌综合毛利率在 85%-88%,高于同行业上市公司水平。

图 86: MGPIN 品牌营收占公司整体比重超七成



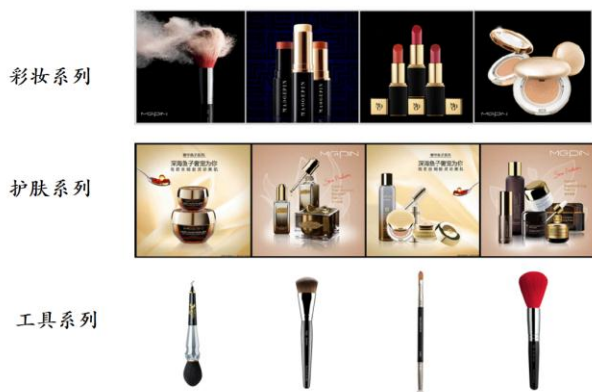
资料来源:招股书,安信证券研究中心

图 87: 公司 2014-2017H1 归母净利润 (亿元)



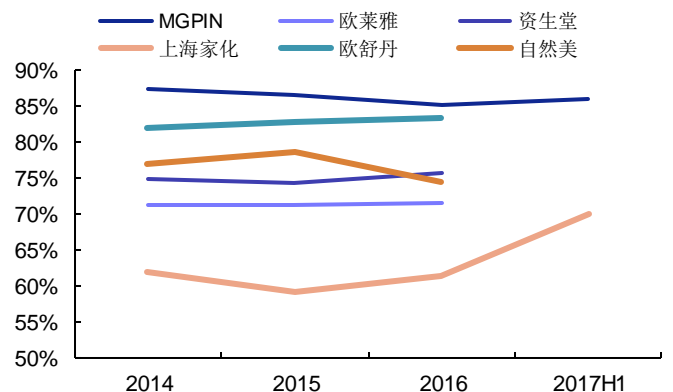
资料来源:招股书,安信证券研究中心

图 88: MGPIN 产品可分为彩妆、护肤、工具三大系列



资料来源:招股书,公司官网,安信证券研究中心

图 89: MGPIN 品牌综合毛利率高于同行业上市公司水平



资料来源:招股书,安信证券研究中心

6.1.2. 产品: 扎根国潮, 打造极致东方美

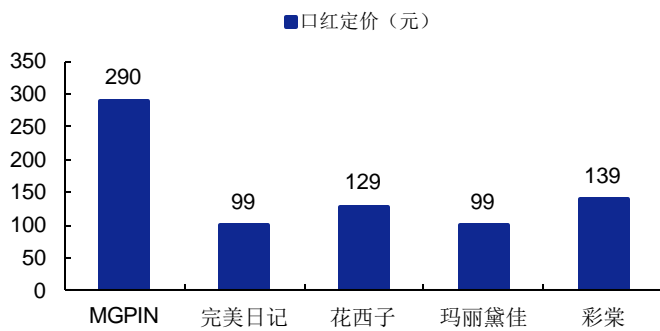
精确产品定位, 立足东方审美。MGPIN 产品定位轻奢、中高端, 价格带集中在 150-500 元, 主要面向 25-40 岁的都市女性, 与完美日记、花西子等主要针对学生党和年轻白领的大众品牌拉开差距。同时, 国际品牌在我国彩妆市场长期占据优势地位, 而其产品以白种人为主要消费群体, 妆容更符合西方审美, 众多国货彩妆也以主打“大牌平替”出圈。MGPIN 立足于东方美学理念, 针对东方女性不同的面部特征、肤质与肤色进行产品设计, 更贴合国人需求。

表 7: 国货彩妆价格带与产品定位对比

品牌	价格带	产品定位	目标客群
MGPIN	集中在 150-500 元	轻奢、中高端	25-40 岁都市女性
完美日记	150 元以内	大众品牌	20-30 岁学生党、年轻白领
花西子	250 元以内	大众品牌	20-30 岁年轻白领, 国风爱好者

资料来源:公司官网,淘数据,安信证券研究中心

图 90：国货品牌口红价格对比



资料来源：淘宝，安信证券研究中心

图 91：截至 2020.04，毛戈平共有线下专柜 244 家



资料来源：CBNData，安信证券研究中心

扎根“国潮”，产品设计和 IP 联名主打古典、高奢。2019 年 1 月，MGPIN 与故宫合作推出“气蕴东方”系列，包含粉底、眼影、口红、腮红等共 32 个 SKU，产品名称、包装设计、压粉图纹均采用故宫藏品纹样，极具东方韵味；同年 11 月，“气蕴东方”第二季上线，包含 19 个 SKU，采用太和殿建筑、《明皇试马图》等多种灵感元素，包材采用金泥画漆中黑金两色为主色调；2020 年 12 月、2021 年 10 月，第三季、第四季分别上线。与其他品牌和多个 IP 合作、高频次推出联名产品不同，MGPIN 品牌创立以来故宫为唯一联名对象，保持其高调性和高端形象。国风和潮流的碰撞不仅让高颜值的产品收获了忠实的粉丝，也是东方审美的输出，其中“国色天香·宋韵雅集臻品礼盒”荣膺 2021 年缪斯设计奖铂金奖。

图 92：毛戈平“气蕴东方”系列部分产品



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

6.1.3. 渠道：线下专柜巩固高端印象，降低单价线上同步发力

体验式营销增强客户粘性，技能培训业务带动终端销售。MGPIN 产品定价比肩国际大牌，但在知名度、影响力上仍有差距，因此，线下专柜的设置成为提高曝光率和巩固中高端品牌

印象的关键。根据 CBNData，截至 2020 年 4 月，MGPIN 共有 244 家线下专柜，营收占比达到 70%-80%。每家专柜都提供试妆服务，一方面让客户通过体验妆效感受产品品质，帮助其选择适合的产品，另一方面挖掘潜在需求，培养彩妆消费习惯，增强客户粘性和复购率。同时，采取会员制度，依据消费金额设置不同等级并提供妆容定制、彩妆课堂等个性化服务，增加消费者购买频次，提升其对于品牌的忠诚度。而化妆技能培训作为公司主营业务之一，培训过程中使用公司自有产品，提高品牌口碑、促进终端销售。

图 93：线下试妆成为毛戈平营销热点之一



资料来源：Bilibili，安信证券研究中心

图 94：毛戈平形象设计培训学校



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表 8：MGPIN 品牌 2017H1 会员数量与复购率情况

会员等级	消费标准 (元)	2017H1 消费人数	在册人数	复购率
美妆会员	-	79221	528695	14.98%
风尚会员	1800	20535	33146	61.95%
金卡风尚会员	2800	17954	25344	70.84%
白金风尚会员	4800	10799	13575	79.55%
至尊风尚会员	8800	6252	7320	85.41%

资料来源：招股书，安信证券研究中心

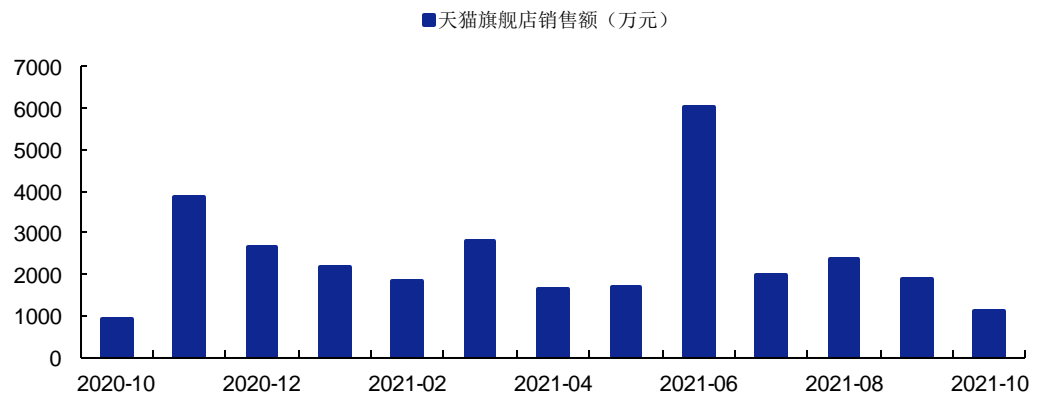
中小样降低单价，线上渠道同步发力。早在 2012 年毛戈平就在天猫开设官方旗舰店，由于电商渠道相比线下专柜消费者所能接受的价格更低，MGPIN 对多款明星产品设计了不同克重，压低商品单价，例如天猫旗舰店中无痕粉膏 4.5g/7.5g/14.5g 的价格分别为 150 元/230 元/350 元。2020 年品牌开始涉足电商直播，与头部主播深度合作。在设置促销活动时，也多采用优惠券、增加赠品的方式，而不会轻易降低商品价格。

表 9：MGPIN 通过降低产品克重压低单价

产品	规格	价格
光感滋润无痕粉膏	4.5g	150 元
	7.5g	230 元
	14.5g	350 元
光感柔润蜜粉	2.5g	100 元
	12g	300 元
光影塑颜高光修容粉饼	3.5g	240 元
	8g	490 元

资料来源：毛戈平天猫旗舰店，安信证券研究中心

图 95: MGPIN 天猫旗舰店销售额 (万元)



资料来源: 淘数据, 安信证券研究中心

6.1.4. 营销: 美妆视频再次出圈, 创始人带来最大流量

“换头大师”美妆出圈, 个人 IP 向品牌引流。与其他国货品牌不同, 创始人毛戈平是品牌最大的 IP。早在二十多年前, 毛戈平作为演员刘晓庆的“御用化妆师”, 为其在《武则天》中打造从 14 岁到 80 岁的妆容走红。借助社交媒体和社交网站的东风, 毛戈平再次“出圈”。入驻微博、小红书、B 站等平台, 多次和明星、美妆博主合作拍摄化妆视频, 以妆前妆后的明显对比给观众强烈的视觉冲击。毛戈平拥有微博粉丝 98 万, 根据云合数据, 2019 年至 2021 年 11 月共 11 次登上微博热搜, 其中 2019 年 8 月 20 日为时尚博主“深夜徐老师”改装视频最高登上热搜第三, 阅读量 7.1 亿, 引发讨论 40.9 万; 2020 年以“聊聊中国妆”入驻 B 站, 所发布视频总播放量超 800 万。毛戈平的高热度和高话题度在为本人吸引粉丝和流量的同时, 也提高了品牌的曝光度和消费者的信任度。而在选择入驻平台时, 毛戈平会谨慎评估平台的定位、用户情况, 保证与品牌调性相符。

表 10: 2019 年至今曾 11 次登上微博热搜

时间	话题	热搜历史最高排名	阅读量/讨论量	时间	话题	热搜历史最高排名	阅读量/讨论量
2019.05.24	#毛戈平化妆技术#	1	4 亿/17.5 万	2020.10.06	#毛戈平换头术#	4	7.9 亿/10.9 万
2019.08.20	#毛戈平美妆#	3	7.1 亿/40.9 万	2020.12.08	#毛戈平又出裸妆大法#	4	4.5 亿/14.7 万
2019.08.21	#毛戈平眼妆技巧#	7	3.1 亿/17.9 万	2020.12.11	#毛戈平 2021 绝美限量彩妆#	3	6869.9 万 /7821
2019.08.21	#毛戈平教化妆#	9	1.7 亿 /10.9 万	2021.02.03	#毛戈平化的赵露思#	1	3.9 亿/9.4 万
2019.11.16	#毛戈平一秒美妆#	3	1.2 亿 /2.7 万	2021.07.04	#胡兵请毛戈平给妈妈们做造型#	3	1.4 亿/4.3 万
2020.09.08	#毛戈平化妆术隐藏双下巴#	3	1.4 亿/5.8 万				

资料来源: 云合数据, 安信证券研究中心

图 96: 毛戈平在 微博和小红书拥有众多粉丝



资料来源: 微博, 小红书, 安信证券研究中心

图 97: 毛戈平在 B 站视频播放总量超 800 万



资料来源: B 站, 安信证券研究中心

6.2. 完美日记: KOL 种草出的“时尚黑马”

6.2.1. 品牌概览: 创始人履历丰富, 以“大牌平替”实现突围

创始人快消、电商运营经验丰富, 首登美股。完美日记的母公司逸仙电商成立于 2016 年, 2020 年 11 月逸仙电商正式在纽交所挂牌上市, 成为首个登陆美股的中国美妆集团。逸仙电商三位创始人均毕业于中山大学, 黄锦峰曾任职于宝洁、御泥坊, 陈宇文、吕建华曾任职于以纯, 均拥有丰富的快消、电商运营经验。股权架构上采用同股不同权的架构, 主要决策权集中在管理层手中。

表 11: 逸仙电商管理层在快消、电商运营等方面经验丰富

姓名	职位	过往履历
黄锦峰	创始人、董事长、CEO	中山大学本科、哈佛 MBA; 2007-2010 担任宝洁市场研究经理; 2011-2016 担任御家汇副总裁
陈宇文	联合创始人、董事、COO	中山大学硕士; 2007-2013 担任广发证券投资经理; 2013-2016 担任以纯电子商务部总经理
吕建华	联合创始人、董事、CSO	中山大学本科; 2009-2012 担任海达集团物流经理, 2012-2016 担任以纯电子商务部运营总监

资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

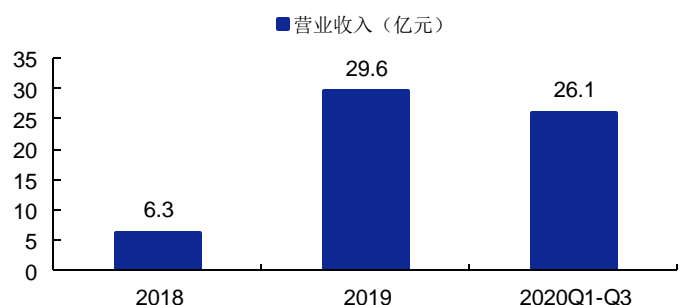
美妆界的“黑马”, 大牌中异军突起。2017 年 4 月, 逸仙电商推出品牌完美日记, 主打“大牌平替”, 目标客群集中在 18-28 岁女性, 创立之初便取得了爆发式增长, 从众多国际大牌中突围, 蝉联 2019、2020 年天猫双十一彩妆类销售额 TOP1, 2020 年在我国彩妆市场市占率也快速上升至第二。2019 年完美日记实现营收 29.6 亿元, 同比增长 370%, 占公司整体收入 97.7%。

图 98: 2020 年双十一完美日记战报



资料来源: 天猫, 安信证券研究中心

图 99: 2019 年完美日记营收同比增长 370%



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

6.2.2. 产品：眼妆和唇妆作为切入点，保持高速上新

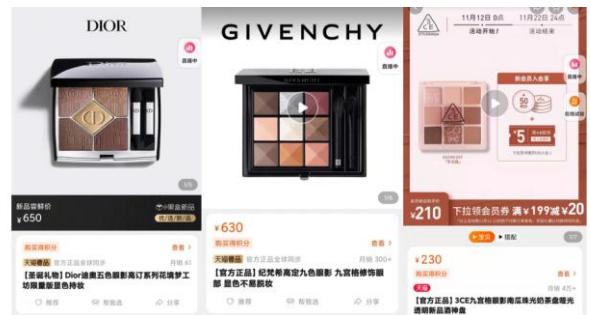
完美日记选择以眼影和唇部彩妆切入市场，一是由于这两大品类是彩妆中色彩最为丰富、购买频次最高、产品更新迭代最快、展示效果最直观的品类，人们在选择底妆时，往往会根据自己的肤色、肤质做好“攻略”、仔细挑选，很少会同时使用两款底妆产品，黏性相对较高；二是眼影、唇釉、口红市场竞争更为激烈，没有品牌占据绝对优势，国际大牌与国货品牌价格差异大，且大多数国货品牌在外观上相对“低端”。因此，完美日记以 120 元左右的多色眼影盘和 70 元左右的唇釉进入市场，与国际大牌相比价格有显著优势，与国产品牌比包装设计更高级。同时，完美日记保持高出新速度，根据招股书披露，截至 2020Q3 完美日记共有 SKU1363 个，新产品从概念到正式上线仅需不到 6 个月，远低于国际品牌 7-18 个月的出上新时间。在选品上结合技术打造爆款，例如在唇部彩妆选品时，提取了天猫 40000 个唇妆 SKU 的 RGB 数值，汇总出最热门的颜色排序并应用于产品优化中。

图 100：完美日记选择以眼影和唇部彩妆切入市场



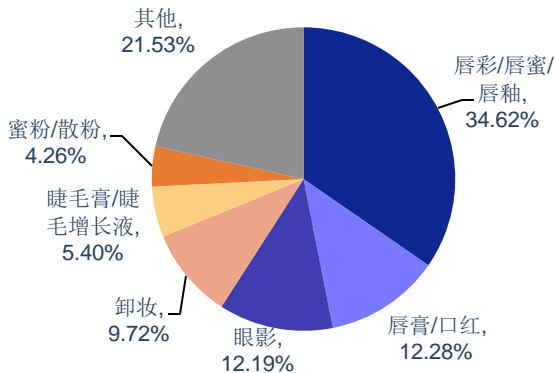
资料来源：淘宝，安信证券研究中心

图 101：国际品牌眼影盘售价普遍较高



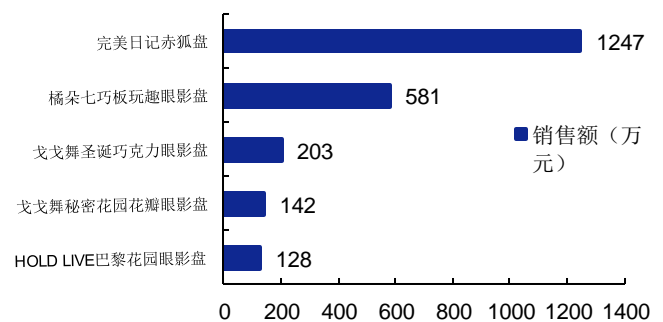
资料来源：淘宝，安信证券研究中心

图 102：2021 年 10 月完美日记旗舰店各品类销量占比



资料来源：淘数据，安信证券研究中心

图 103：2021 年 10 月天猫眼影盘销售额 TOP5

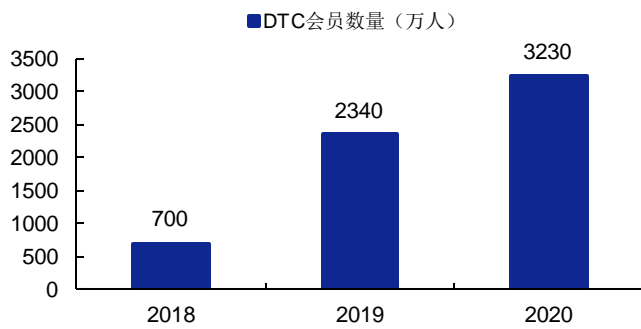


资料来源：淘数据，安信证券研究中心

6.2.3. 渠道：线上起家，线下同步发力

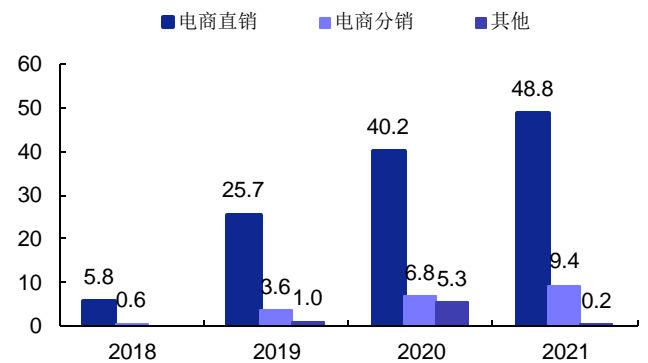
完美日记在销售渠道的建设上以 DTC 模式为主。传统的分销模式中，品牌将产品投放给第三方经销商进行售卖，极少与消费者直接接触，根据 CIC 报告，经销商会收取大约一半利润。而 DTC 模式直接面对消费者，能够掌握消费者的消费行为、消费偏好，形成互动反馈，直接控制产品的销售和定价。DTC 渠道包含天猫、抖音、快手等电商平台、微信和线下体验店，而不包括电商平台例如京东、唯品会的分销。根据逸仙电商 2021 年财报，公司营收 58.4 元/+12%，2021 年线上直销/线上分销/其他渠道营收占比分别为 83.5%/16.1%/0.3%。

图 104: 2020 年逸仙电商拥有 DTC 客户 3230 万人



资料来源: 逸仙电商年报, 安信证券研究中心

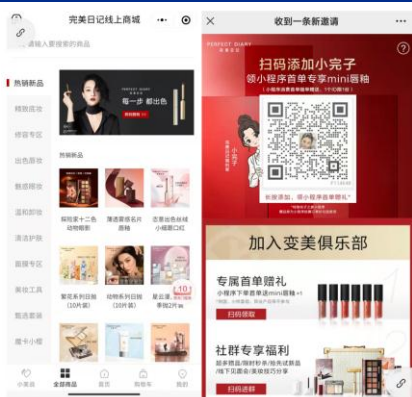
图 105: 2018-2021 年逸仙电商各渠道营业收入 (亿元)



资料来源: 逸仙电商年报, 安信证券研究中心

从公域到私域, 从线上到线下。完美日记 2017 年创立之初便分别于当年 4 月、8 月、9 月及次年 4 月相继进驻京东、天猫、小红书、唯品会, 根据招股书, 在天猫旗舰店上线的 13 个月后就登顶彩妆类 TOP1。2018 年开始运营微信商城, 并巩固私域流量, 客户在不同平台购买商品后引导其扫码关注公众号、添加客服“小完子”并加入社群, 与消费者建立更紧密的沟通、提升复购率。为了提高品牌曝光率、提升品牌调性, 2019 年 1 月完美日记开始建设线下渠道、开设体验店, 与网红打卡点、咖啡厅、美甲、会员福利等结合, 创造沉浸式购物体验氛围, 在提供试妆的同时共配备一千多名美容顾问与消费者沟通交流、提供购买建议。根据公司公告, 截至 2021 年底完美日记共有 252 家门店, 预计到 2022 年共开设 600 家。线上线下全渠道整合, 线上业务可以为线下体验店带来更多的客流量, 而线下体验店也为线上平台进一步引流。

图 106: 完美日记通过微信渠道巩固私域流量



资料来源: 完美日记公众号, 安信证券研究中心

图 107: 完美日记线下体验店



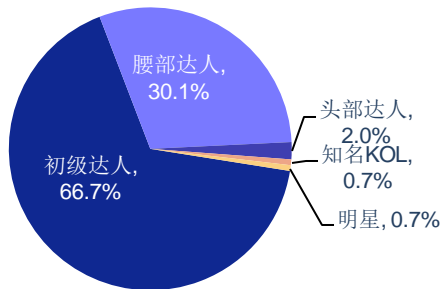
资料来源: 完美日记公众号, 安信证券研究中心

6.2.4. 营销: 多平台齐种草, IP 联名凸显差异化

大规模投放 KOL, 采用“金字塔”布局。根据招股书, 截至 2020Q3 完美日记与超过 1.5 万个 KOL 建立合作, 其中超 800 人拥有百万粉丝。品牌成立初期, 结合目标客群和平台特点, 完美日记选择小红书作为第一阵地, 不通过中介机构而是直接与 KOL 合作, 并采用数据驱动管理系统, 与 KOL 进行内容共创, 发布高质量试色、种草笔记, 及时了解笔记流量和用户反响优化内容, 在提高品牌曝光度的同时也为 KOL 建立了粉丝基础, 吸引更多高质量 KOL 加入, 形成良性循环。在 KOL 的选择上采用“金字塔”结构, 即少量明星和头部 KOL (粉丝数 > 50 万) + 中量腰部 KOL (粉丝数 5-50 万) + 大量初级 KOL (粉丝数 < 5 万), 头部 KOL 提升品牌影响力, 腰部和初级 KOL 配合度高、营销费用较低却也更拉近和消费者之间的距离

离。截至 2021 年 11 月，完美日记在小红书拥有粉丝 200.9 万，远超其他彩妆品牌。除小红书之外，完美日记也抓住热度，2018 年入驻淘宝直播发布新品和美妆教程，并开通抖音、B 站等官方账号，实现全平台流量布局，根据火烧云数据，截至 2021.11，完美日记共关联 UP 主 831 个，总播放量近 7 千万。

图 108: 完美日记在小红书各类型达人 (非素人) 占比



资料来源: 千瓜数据, 安信证券研究中心

图 109: 完美日记在小红书发布的种草笔记



资料来源: 小红书, 安信证券研究中心

表 12: 完美日记在 KOL 投放上远超其他彩妆品牌

品牌	小红书		B 站	
	粉丝量 (万)	获赞与收藏 (万)	关联 UP 主	播放量 (万)
完美日记	200.9	495.7	831	6958.1
花西子	18.5	55.1	658	8807.7
美宝莲	21.2	43.0	591	3830.0
欧莱雅	36.3	85.1	1493	17000.0
YSL	24.3	71.0	218	1132.9
阿玛尼	19.3	18.7	980	7534.2
MAC	36.5	60.9	87	231.8

资料来源: 小红书, 火烧云, 安信证券研究中心

多圈层代言人提升声量, 合作时装周扩大影响力。在品牌代言人的选择上, 完美日记选择周迅和戛爷作为全系列的全球代言人、品牌大使, 推动品牌调性和知名度的提升; 选择罗云熙、朱正廷、赖冠霖等拥有众多年轻女性粉丝的流量明星分别代言色彩、唇妆、底妆产品线; 在七夕、新年等节日也会官宣特邀大使。代言人横跨演员、偶像、歌手多个圈层, 充分享受粉丝经济的红利, 带动各平台声量提升。为扩大时尚影响力, 与米兰时装周、巴黎时装周、上海时装周等建立合作, 通过海外博主的分享在海外时尚圈崭露头角。

图 110: 完美日记代言人横跨多个圈层



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 111: 完美日记走进时装周

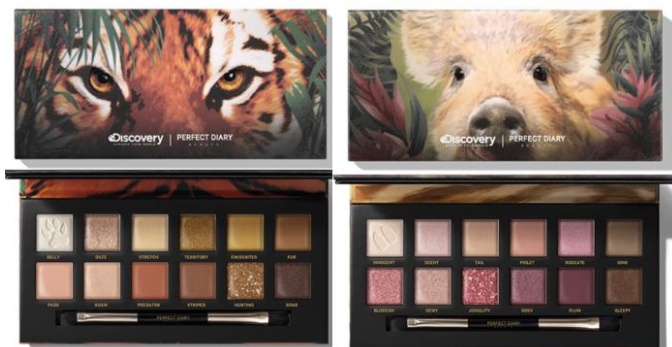


资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

高频次联名打造品牌差异化。由于同类彩妆产品本身难以看出明显差异，包装设计也成为打造品牌差异化的关键，IP 联名则是包装设计创新的重要途径。完美日记推出联名产品频率极高，合作 IP 可分为文化类和萌物类，包括大英博物馆、DISCOVERY 频道、中国国家地理、大都会艺术博物馆以及三丽鸥、奥利奥等。以“探险家十二色眼影盘”为例，抓住动物保护这一话题热点，分别以小猪、鳄鱼、冰狼、斑虎为灵感推出四种色系的“野性”眼影盘，引发热议，刚发售时一周销量超过二十万。

图 112：完美日记×DISCOVERY 频道“探险家眼影盘”

图 113：完美日记×奥利奥气垫



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

6.3. 花西子：花草孕育的“东方美人”

6.3.1. 品牌概览：差异化国风定位，创始人运营多年国货品牌

花西子于 2017 年 3 月诞生，“西子”指西湖亦指西施，“花”蕴含了品牌理念“以花养妆”。其创始人花满天（吴成宝）曾担任百雀羚、丹姿水密码的运营，带领百雀羚进军电商，并参与策划玛丽黛佳的营销活动，由于大学就读于风景园林专业，对东方美学、植物花卉有深入研究，为品牌的创立打下了基础。花满天对花西子的市场定位是“彩妆+100~200 价格带+有审美欲求（喜欢国风）+有一定消费能力”的人群。CBO 数据显示，2019 年花西子全网成交额达 11.3 亿元，同比暴涨 25 倍，同时市占率位列中国彩妆第 10 名，2020 年全网成交额突破 30 亿元，2021 年天猫双十一销售额 3.07 亿元，位列彩妆类目第三，仅次于 YSL 和雅诗兰黛。

图 114：花西子包装设计富有东方特色

图 115：2021 年天猫双十一彩妆销售额花西子排名第三



天猫双十一彩妆 TOP10 榜单		
排名	店铺	总金额 (亿元)
01	YSL 圣罗兰美妆官方旗舰店	3.66 亿元
02	Estee Lauder 雅诗兰黛官方旗舰店	3.19 亿元
03	花西子旗舰店	3.07 亿元
04	3CE 官方旗舰店	2.99 亿元
05	GIORGIO ARMANI 阿玛尼美妆官方旗舰店	2.96 亿元

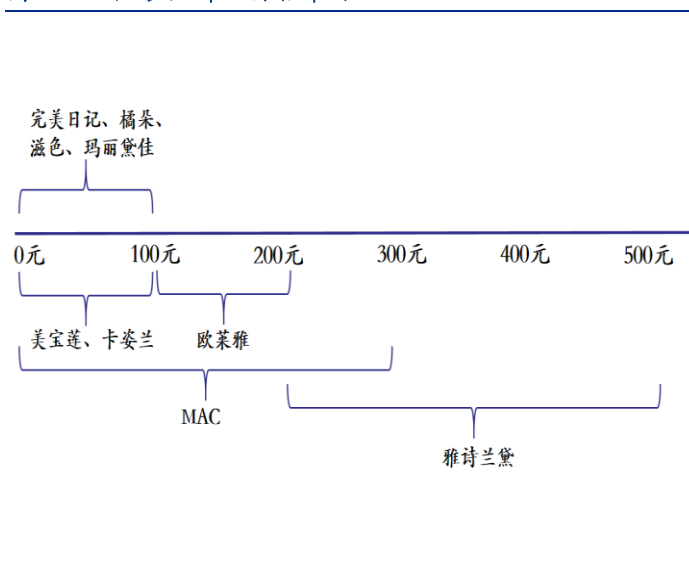
资料来源：微博，安信证券研究中心

资料来源：解数咨询，安信证券研究中心

6.3.2. 产品：以花养妆，用户共创

眉笔→蜜粉→口红，从产品品质的胜利到品牌文化的全面崛起。花西子最初开发产品时，会以一个品类在世界上最强大的产品作为超越目标，再寻找完整供应链条中最好的供应商，在这样的思路下其第一款热销产品眉笔诞生。在发现市面上的蜜粉普遍粉质较粗、上脸较干之后，花西子研发出了粉质细腻、上脸轻薄服帖不拔干的蜜粉，将颗粒大小控制在 5.5-8 微米之间（市场上常规蜜粉颗粒大约为 20 微米），而在定价上，国际大牌散粉价格大都在 300 元以上，国产品牌在百元以下，花西子卡位市场空白，定价 150 元左右，竞品少、精准吸引目标客群，蜜粉也成为花西子第一款爆款产品。在巩固蜜粉优势地位的同时，花西子积极探索面部、唇部彩妆，打造产品矩阵。2019 年，花西子雕花口红横空出世，根据天猫数据开售 5 个月销量突破 10w 件，不仅标志着另一爆款的诞生，也是品牌文化的崛起。

图 116：各彩妆所处价格带对比



资料来源：魔镜电商，安信证券研究中心

图 117：2019 年花西子开创雕花口红先河



资料来源：淘宝，安信证券研究中心

产品主打国风，成分中融入花草元素。花西子在外观设计上均采用东方美学元素，包装以黛色为基调，将园林轩窗、同心锁、传统雕花工艺、百鸟朝凤等元素运用于产品外观中。践行“以花养肤”的理念，其产品成分大多添加了对皮肤有益的花草提取物，温和养肤。例如蜜粉中添加葛根、连翘、知母等；口红采用“花露胭脂”古方，添加上好花瓣；眉笔汲取“螺子黛”灵感，融入何首乌、忍冬花等成分。产品差异化突出。

表 13：花西子产品成分大多添加花草提取物

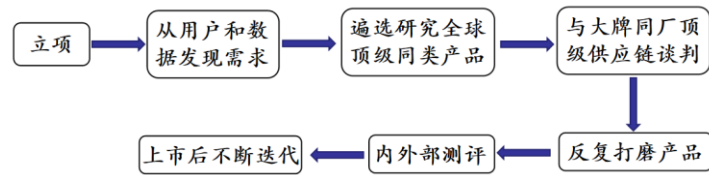
产品	所含花草成分
空气蜜粉	葛根、连翘、知母
平衡粉底液	密蒙花、金钗石斛、七叶一枝花、莲花
翡翠气垫	白术、白芨、白薇、白睡莲、樱桃花、蔷薇
防晒妆前乳	红花、穗花杜荆提取物、母菊花、马齿苋、积雪草
小砍刀眉粉笔	何首乌、忍冬花

资料来源：淘宝，安信证券研究中心

“慢工雕琢”，谨慎推新；用户共创，“快速迭代”。花西子在产品的推新速度与同行相比较慢，单品开发周期平均长达一年九个月，2020 年仅推出约 10 款新品，这是由于在研发时要经历配方的反复调试和设计的层层打磨，经历需求洞察、安全风险评估、稳定性测试、防腐剂测试等在内的 36 个环节的系统性评估。“快速迭代”则建立在“用户共创”的基础上，

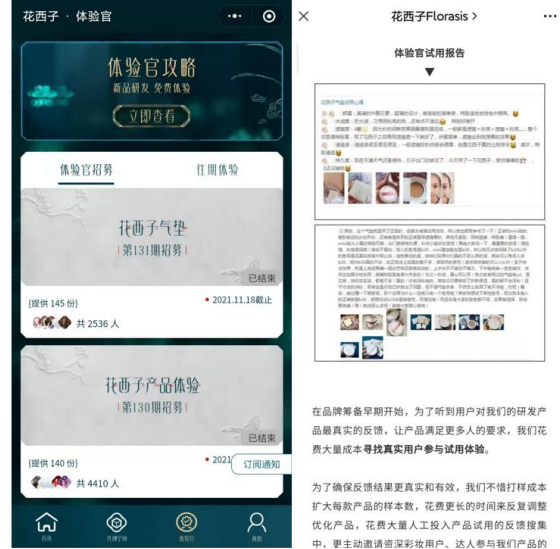
花西子在公众号、微博、天猫店铺等平台发布体验官招募信息，邀请用户成为体验馆参与产品测评，反馈使用感受，截至 2021.11 已发布体验官招募 131 期，每期申请人数在 1500-4500 人。通过实时跟进用户反馈进行产品升级，四年里历经了眉笔 8 次迭代、蜜粉 4 次更新、眼线笔 3 次升级，切实满足消费者需要。

图 118：花西子产品开发流程



资料来源：聚美丽，安信证券研究中心

图 119：花西子招募体验官参与产品共创



资料来源：花西子公众号，安信证券研究中心

图 120：花西子产品均经历多次迭代升级



资料来源：花西子公众号，安信证券研究中心

6.3.3. 营销：深度绑定超头主播，讲好东方故事

“1.0 带货模式”升级为“2.0 带品牌模式”，主播参与共创。深度绑定头部主播成为花西子前期快速成长的重要推动力，2019 年品牌邀请超头主播作为“首席推荐官”，据淘宝直播数据，2020 年一年内，花西子在其直播间出现了 77 次，618、七夕、双十一三个大促节点超头直播贡献了花西子近 70% 的销量。除了传统的直播间带货，超头主播还参与了花西子的产品试用、质量把关等工作。主播在产品研发的深度参与，一方面能充分运用其多年的选品带

货经验和对市场前沿、消费者心理的了解，另一方面也有助于主播深入理解品牌理念，在直播中更好地宣传。

图 121：花西子代言人的选择上多元化



资料来源：微博，安信证券研究中心

搭上国潮快车，讲好东方故事。在合作明星矩阵的设置上，花西子充分考虑品牌调性与流量的平衡，选择古装美女鞠婧祎、古典美国国际模特杜鹃、音乐才子周深作为代言人，深度契合品牌定位。打造“花西子世界”，开发了独特字体“花西子体”，2020年6月推出品牌同名歌曲，2021年6月虚拟IP形象诞生，其面相符合东方传统审美，拥有眉间美人痣，头发挑染品牌色黛色，以莲叶作为耳饰并手持“并蒂莲”，绝世独立，是品牌人格化的集中展现。搭上天猫国潮的快车，2019年开始进行高频率的跨界联名，合作品牌包括泸州老窖、钟薛高、盖娅传说等，多个礼盒产品取材于中国自然风光和非物质文化遗产，例如2019年以西湖十景为灵感的“西湖印记”礼盒，2020年以苗族银饰为灵感的“苗族印象”礼盒。全渠道营销时均以国风文化为主题，在抖音发起#卸妆卸出脸谱妆#挑战，淘宝直播间推出古典妆容仿妆，B站发布华服展示、国风歌舞、古代美食等相关视频。

图 122：花西子虚拟形象



资料来源：官方微博，安信证券研究中心

图 123：花西子苗族印象礼盒



资料来源：官方微博，安信证券研究中心

7. 风险提示

(1) 行业竞争加剧风险

彩妆企业线上渠道竞争越来越激烈，若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品或者不能顺应潮流使用恰当的营销手段，公司的经营情况可能会受到不利影响。

(2) 经营风险

若彩妆品牌遭受重大负面新闻、市场认可度降低，或者发生品牌被盗用、被侵权等情况，都可能导致该品牌产品的销售收入下滑，进而对公司经营业绩产生不利影响。

(3) 销售平台风险

目前国内彩妆品牌线上销售渠道依赖程度较高，若平台流量下滑、平台销售政策及收费标准出现调整等情况，将有可能对彩妆公司业务产生重大不利影响。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034