

# 新消费研究之逸仙电商：试解困境反转的可能

2023年02月19日



## 行业评级

商贸零售 强于大市（维持）

## 证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号：S1060516080002  
电子邮箱：YIYONGJIAN176@pingan.com.cn

## 证券分析师

徐熠雯 投资咨询资格编号：S1060522070002  
电子邮箱：XUYIWEN393@pingan.com.cn

## 投资要点

- **逸仙电商是国内领先的化妆品公司**，主品牌完美日记创立3年零售额即突破30亿，2021年公司整体收入规模超50亿元，属于国内头部级化妆品集团。多年来，通过孵化与并购，公司已拥有涵盖彩妆和护肤的多品牌矩阵。2021年以来，公司所处的外部环境以及内部组织均发生了较大变化。面对逐渐成熟的化妆品市场与国内外同行激烈的竞争，公司选择从流量打法转型品牌打法，优化彩妆、发力护肤，在拥有强大运营能力的基础上，大力补足研发、夯实产品、塑造品牌，以寻求长期可持续发展。
- **复盘：成功将完美日记“从0做到10”，整合运营能力毋庸置疑。**完美日记成功抓住彩妆低渗透+流量红利，2017年以“大牌平替”切入彩妆市场，2019年成为天猫彩妆双11首个登顶榜首的国货品牌。产品端，侧重眼妆、唇妆品类，从消费者需求出发，玩转高颜值+IP联名，结合大促节点重点打造1-2款大爆款。营销端，最早从时尚圈切入，借力明星、KOL深入年轻人聚集的各类圈层，结合内容营销，快速形成品牌声量与口碑。公司对新流量平台反应敏锐，乘小红书之风快速崛起，随即全面布局B站、抖音、淘宝直播等新平台，并利用微信生态发展私域沉淀，成为行业标杆。
- **近期变化：转型初显成效，经营质量不断改善。**1) 2021年来两位联合创始人离职，引起人事动荡，目前已经趋于稳定，2022年底推出新的股权激励额度，以吸引留住更多人才。2) 财报端，护肤品牌收入已经连续2个季度占比超过30%，随着护肤持续增长+彩妆企稳，营收结构拐点有望显现。在毛利和营销效率优化下，公司净亏损季度环比持续收窄，经营性现金净流量也已连续2个季度转正。3) 重点经营的三大中高端护肤品牌达尔肤、科兰黎、Eve Lom现基本完成中国市场0-1的孵化，各品牌均成功打造了细分领域领先的第一个大单品，新品稳步推进，处于良性发展轨道。4) 彩妆方面，完美日记推进品牌升级，控制折扣、调整品类结构、优化渠道效率，短期规模出现收缩，但长期有利于品牌健康发展。目前完美日记的折扣控制已有所成效，线下关店接近尾声，抖音等新渠道有所增长。
- **风险提示：**1) 行业竞争加剧；2) 新品类经营不及预期；3) 新品牌孵化不及预期；4) 新渠道拓展不及预期；5) 产品质量控制风险。

## 目录 CONTENTS

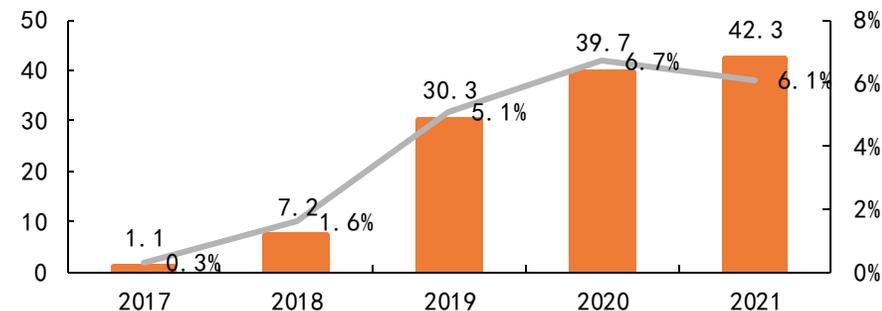
- 典型的成长型企业，从高光到低谷，再寻求二次出发
- OCF连续两个季度为正，净利润扭亏有望
- 数千亿的国内美妆市场，本土企业成长空间巨大
- 完美日记品牌从无到有，并逐步走稳
- 转型看点：三大护肤品牌
- 投资建议与风险提示

# 公司历史：从彩妆到护肤，从流量到品牌，开启二次创业

- **中国领先的化妆品公司。**逸仙电商成立于2016年，由三位中山大学校友共同创立，故取名“逸仙”。过去五年，国内国货美妆迎来爆发式增长，公司成功抓住品类红利和流量红利，以独特的互联网思维实现快速扩张，5年时间零售规模即突破50亿元。2020年11月公司在纽交所上市，成为美股第一家中国化妆品上市公司。
- **快速成长期（2016-2020年）：**主品牌完美日记迅速崛起，构建多品牌组合。
- 主品牌完美日记于2017年面世，通过产品和流量的双轮驱动，以及强大运营能力加持下，2018年99大促一举登顶天猫彩妆第一，成为行业黑马。2019年，完美日记包揽天猫彩妆全年大促的冠军，成为史上第一个登上天猫双11彩妆榜首的国货品牌。2020年和2021年双11大促，完美日记持续保持国货第一，到2021年，完美日记零售规模已经达到40亿元。
- 2019年开始，公司规划将完美日记的成功经验复制到更多品类和品牌上，相继孵化和收购小奥汀、完子心选、法国科兰黎、达尔肤（中国大陆业务）、EVE LOM、皮可熊等品牌。小奥汀、完子心选在推出后仅花8个月、3个月时间达到完美日记第一年的月销。

2017-2021年完美日记零售规模

零售额（亿元） 在中国彩妆市场的份额（%）



行业排名

17

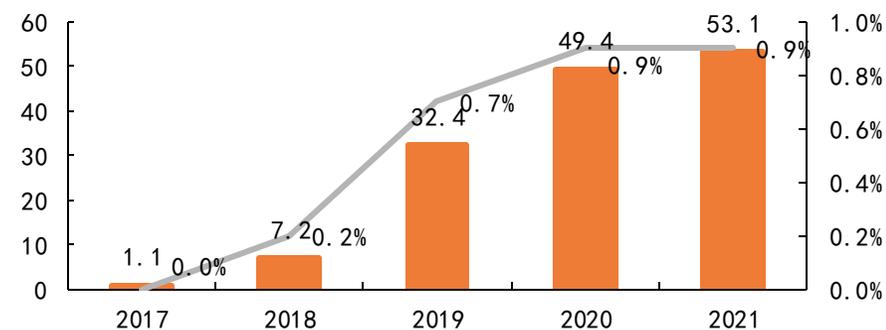
4

2

2

2017-2021年逸仙电商零售规模

零售额（亿元） 在中国美妆个护市场的份额（%）



资料来源：公司招股书，欧睿，平安证券研究所

# 公司历史：从彩妆到护肤，从流量到品牌，开启二次创业

## 逸仙电商发展历程 (1)

2016-2021年

快速成长期：主品牌完美日记崛起，构建多品牌组合

2016年

公司于广州成立，年底获弘毅投资、真格基金投资

2017年9月

完美日记亮相米兰时装周

2018年9月

完美日记天猫99大促获得彩妆第一

2019年

完美日记在天猫全年大促中包揽彩妆第一

2019年9月

公司获高瓴资本、CMC资本战略投资，估值10亿+美金

2017年3月

完美日记淘宝店上线，线上多平台铺开，亮相米兰、上海时装周

2018年5月

公司获高榕资本1亿美金投资

2019年1月

完美日记开设线下体验店

2019年6月

公司收购小奥汀品牌并重新推出

2021年1月

公司收购中国台湾功效护肤品牌达尔肤中国大陆业务

2020年11月

完美日记双11再登天猫彩妆第一，小奥汀GMV快速破亿，成为黑马

2020年9月

公司获正心谷、凯雷、华平1.4亿美金战投，估值40亿美金

2020年6月

完美日记天猫618大促保持前三

2021年3月

公司推出大众彩妆品牌皮可熊，收购英国SPA级高端护肤品牌EVE LOM

2020年11月

公司在纽交所IPO

2020年10月

公司收购法国高端药妆品牌科兰黎

2020年6月

公司推出大众护肤品牌完子心选

2020年4月

公司获博裕、老虎、厚朴1亿美金战投，估值20亿美金

资料来源：公司招股书，公司官微，平安证券研究所整理

# 公司历史：从彩妆到护肤，从流量到品牌，开启二次创业

- **战略转型（2022年以来）**：以品牌建设为核心，优化彩妆、发力护肤。面对疫情管控、彩妆下滑、竞争加剧、渠道变革等多重变局，公司将首要目标从增长转向造血，从求速度转向高质量发展，明确以品牌建设为核心进行转型。一方面，要尽快实现盈利以抵御风险，另一方面，抓住中长期消费行业机会，进行跨周期建设，蓄力下一阶段增长。并提出三大转型抓手：1) 精细化运营，降脂增肌；2) 主品牌升级，多品牌带动公司增长；3) 持续投入研发、人才和基础设施三大资产，夯实底层基础，打造长期发展和产品创新的坚实壁垒。2022年是公司关键的转型过渡年，彩妆在折扣控制、费比优化下，规模出现收缩，而护肤板块增势较好，收入贡献不断攀升，同时公司的现金流、盈利性持续转好。

## 逸仙电商发展历程 (2)

### 2022年以来

#### 战略转型：以品牌建设为核心，优化彩妆、发力护肤

2021年上半年  
公司增速放缓，提出战略转型

2021年11月  
公司批准1亿美金回购

2022年5月  
联合创始人兼CSO吕建华离职

2022年8月  
退市警告解除，新批5000万美金回购额度

2022年11月  
科兰黎、达尔肤、EVE LOM双11期间GMV均实现破亿

2021年6月  
联合创始人兼COO陈宇文离职

2022年4月  
公司收到纽交所退市警告

2022年6月  
完美日记618天猫彩妆排名掉出前十，线下收缩

2022年10月  
前三季度护肤业务占比攀升至近30%，彩妆收紧流量投放、规模收缩

## 管理层及员工：人事动荡结束，组织趋于稳定

- 创始团队美妆、电商经验丰富，2021年来两位联合创始人相继离开，经过一年多调整，组织已趋于稳定。公司创始人兼CEO黄锦峰曾就职于宝洁、御泥坊，两位联合创始人陈宇文、吕建华曾就职于以纯服装集团电商部门，擅长电商运营。2020年公司引进唯品会首席财务官杨东皓担任CFO，进一步规范公司经营。2021年、2022年两位联合创始人因身体状况等原因相继离职，引起一定人事动荡。经过近半年调整，公司管理团队及业务骨干已基本稳定，也引入了不少来自知名快消集团、咨询/投行、互联网公司的人才。2022年底，公司推出新的股权激励额度，吸引留住更多人才。

### 逸仙电商高管团队

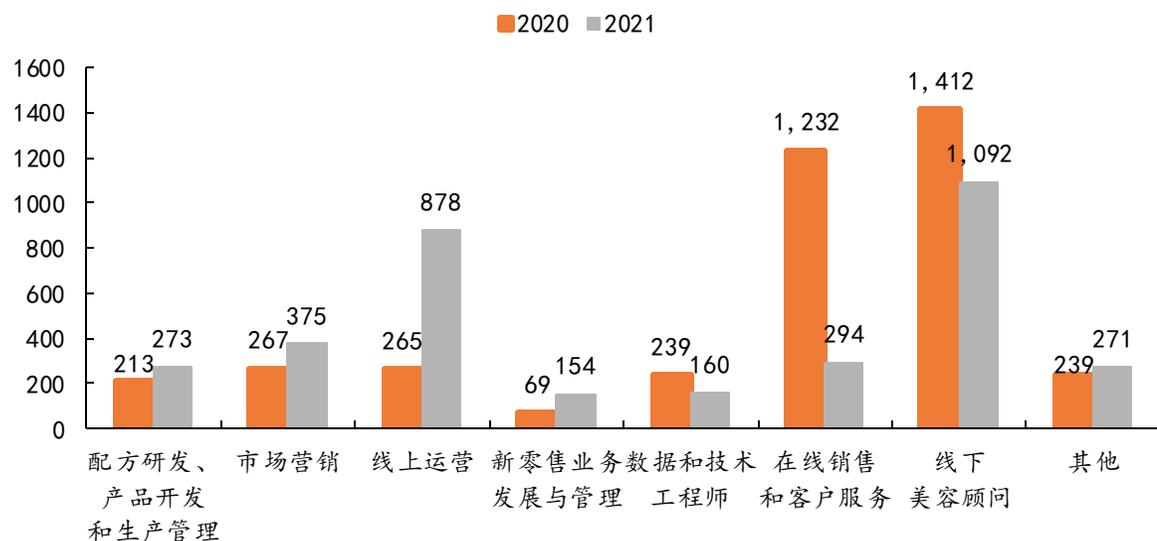
姓名	职务	出生年份	简介
黄锦峰	董事&首席执行官	1983	公司创始人，自2016年公司成立以来一直担任董事和首席执行官 2011-2016：御泥坊担任副总裁 2007-2010：宝洁公司市场研究经理 哈佛商学院工商管理硕士（2017），中山大学国际商务与贸易学士（2007）
陈宇文 (2021年6月离职)	董事&首席运营官	1985	公司联合创始人，自2018年9月起担任董事，自成立以来担任首席运营官，2021年6月离职 2013-2016：以纯集团电商总经理 2007-2013：广发证券投资经理 中山大学工商管理硕士学位（2014）
吕建华 (2022年5月离职)	董事&首席销售官	1987	公司联合创始人，自2018年9月起担任董事，自成立以来担任首席销售官，2022年5月离职 2012-2016：以纯集团电商运营总监 2009-2012：广州海达集团物流经理 中山大学物流管理学士（2009）
杨东皓	董事&首席财务官	1972	自2020年7月起担任董事，并被任命为首席财务官，自2020年11月13日起生效 2011-2020：唯品会首席财务官（NYSE:VIPS） 哈佛商学院工商管理硕士学位（2003），南开大学国际经济学学士（1993）
WeihuaChen	首席技术官	1980	2021年5月加入公司，在科技领域拥有20年的经验，并担任过多个高级职位。 2015-2020：富途控股（NASDAQ:FUTU）首席技术官 2003-2015：腾讯微信/微信和QQ业务线技术部副总经理 沈阳工业大学应用物理学学士（2001）

资料来源：公司公告，平安证券研究所

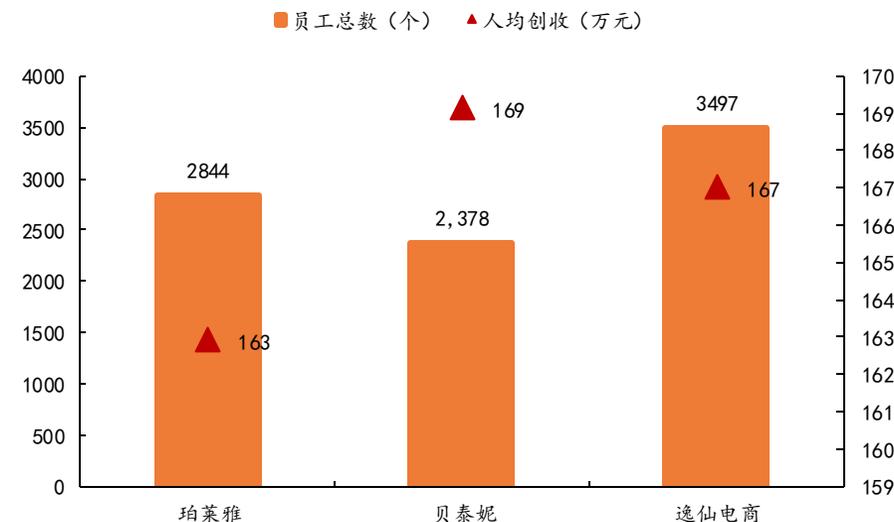
## 管理层及员工：人事动荡结束，组织趋于稳定

- 截止2021年底，公司共3497名员工，人均创收约为167万元，与国内头部化妆品企业接近。公司员工主要集中在线上运营、线下美容顾问两大部门，占比过半。公司持续投入研发，2021年研发和生产部门扩容60人，达到273人。
- 员工平均年龄27岁，较为年轻，女性占比70%+。截止2021年底，员工持股比例约为11.9%。
- 此外，公司设置了健全的管培生培养体制，截止2021年已培养出高达35位业务骨干及团队管理者。

逸仙电商员工构成



逸仙电商员工总数（左轴）及人均创收（右轴）同业对比



## 目录 CONTENTS

- 典型的成长型企业，从高光到低谷，再寻求二次出发
- OCF连续两个季度为正，净利润扭亏有望
- 数千亿的国内美妆市场，本土企业成长空间巨大
- 完美日记品牌从无到有，并逐步走稳
- 转型看点：三大护肤品牌
- 投资建议与风险提示

# 营收环比趋稳，亏损持续收窄

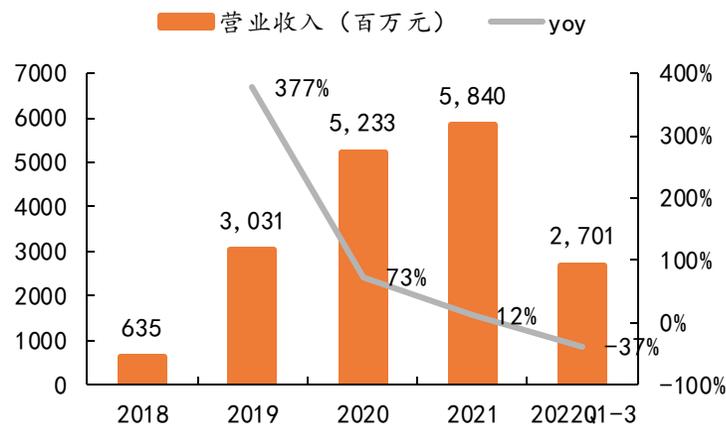
## ➤ 2022年营收同比降幅较大，但季度间环比平稳。

2018-2020年公司营收倍数级增长，2021年下半年开始增速放缓，21年Q4首次出现下滑，主要受彩妆拖累，全年营收58亿元，同比增幅12%。2022年前三季度，公司营收收缩至27亿元，同比降幅37%，但季度间环比平稳，单季营收8-10亿元。

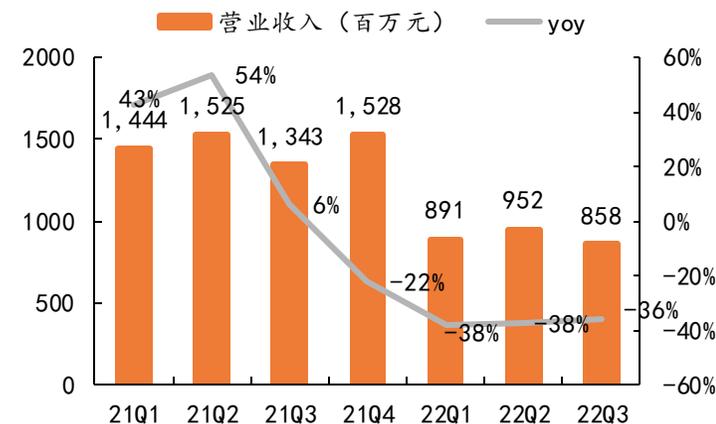
## ➤ 净亏损逐季收窄。2018年以来公司一直处于净亏损状态，2019年non-GAAP下实现1.5亿元盈利，利润率5%。20-21年亏损较大，主要为疫情扰动、新品牌孵化前置费用、线下店拖累以及研发投入加大等因素导致。2022年前三季度公司净亏损7.6亿元，同比收窄29%。其中Q1-Q3分别净亏损2.9亿元、2.7亿元、2.1亿元，持续收窄，non-GAAP下净亏损1.6亿元、2.1亿元、1.2亿元，呈波动收窄。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

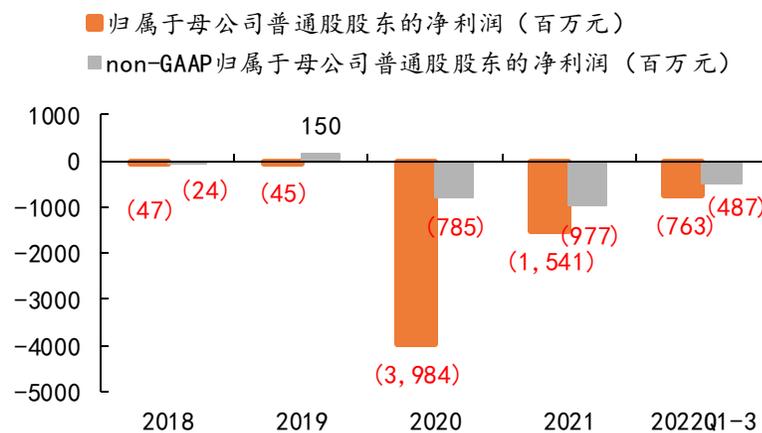
2018-2022年前三季度公司营收及增速情况



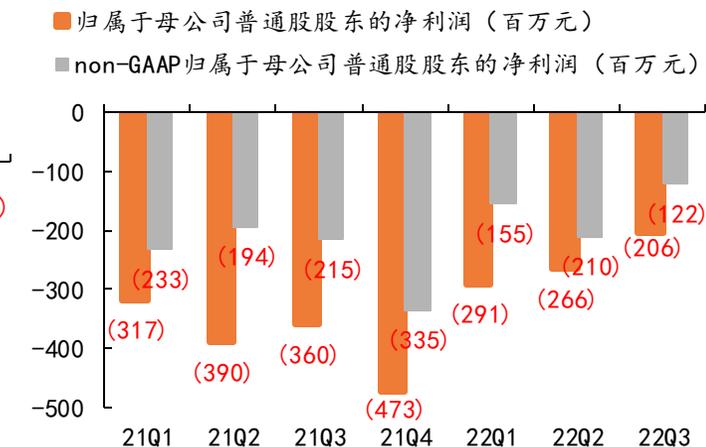
21Q1-22Q3公司营收及增速情况



2018-2022年前三季度公司净利润情况



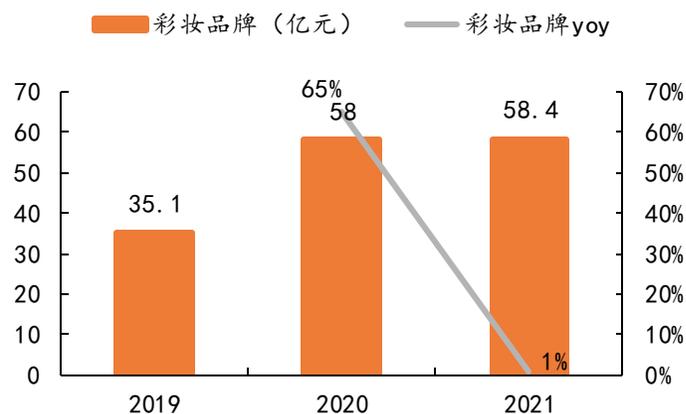
21Q1-22Q3公司净利润情况



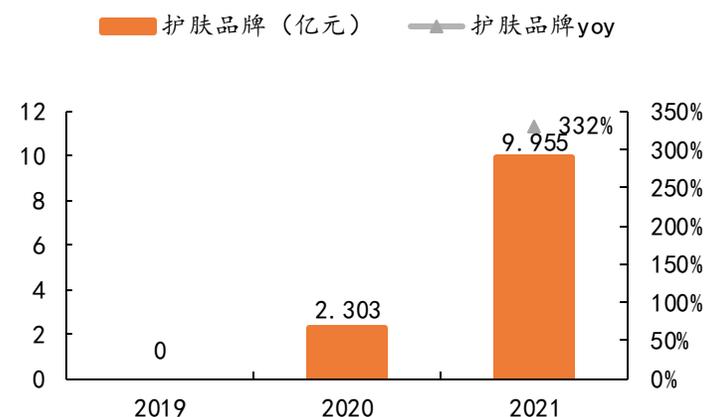
# 业务重构：护肤收入占比连续两个季度超30%，彩妆季度环比企稳

► 分业务看，护肤品牌收入保持快速增长，22Q3占比攀升至近30%，彩妆品牌规模持续收缩，但单季营收逐渐平稳，营收结构拐点有望显现。销售额层面，2021年公司彩妆、护肤销售额分别为58亿元、10亿元，彩妆同比持平，护肤同比增长332%。收入层面，2022年Q1-Q3公司彩妆品牌收入分别为7.1亿元、6.3亿元、5.9亿元，Q3开始环比企稳；护肤品牌收入分别为1.8亿元、3.2亿元、2.7亿元，同比增长69%、49%、33%，占比已经连续两个季度超过30%，前三季度累计收入7.7亿元，同比增长47%，占比提升到29%，2021年同期占比仅12%。我们预计随着彩妆规模企稳+护肤业务持续增长，公司整体营收同比降幅有望迎来收窄，且营收结构拐点有望逐步显现。

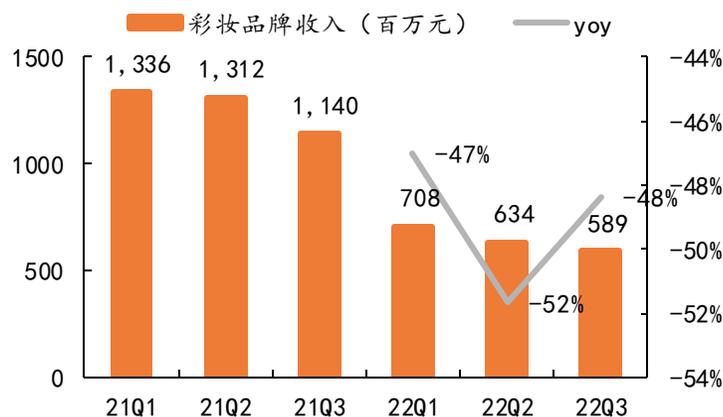
2019-2021年公司彩妆品牌销售额及增速



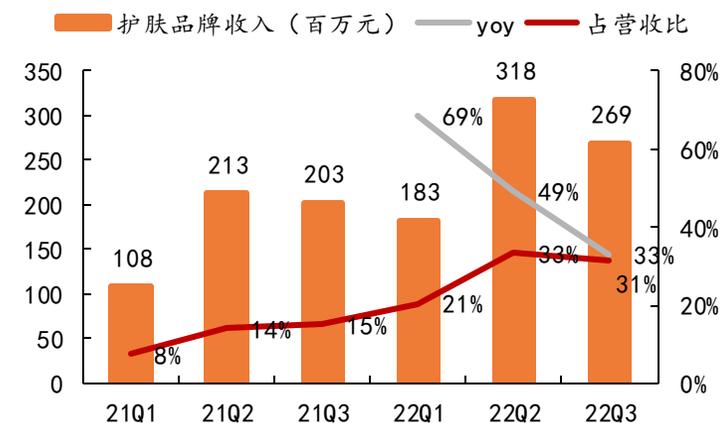
2019-2021年公司护肤品牌销售额及增速



22Q1-Q3公司彩妆品牌收入及增速



22Q1-Q3公司护肤品牌收入及增速

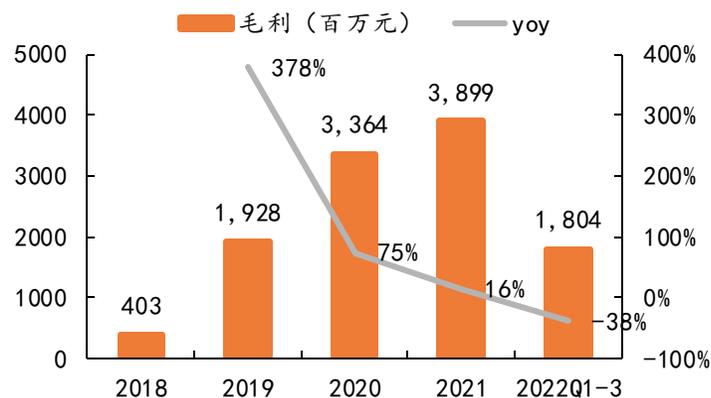


资料来源：公司公告，平安证券研究所

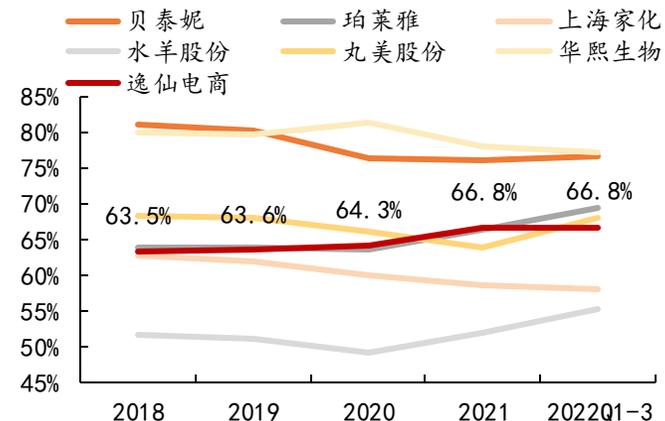
# 提效转型渐显成效：毛利率持续上升，营销费率有所下降

- 毛利率持续上升，2022年前三季度达到66.8%，处于行业中游。在折扣控制、品类结构优化的推动下，公司毛利率持续上升，2022年前三季度同比提升0.6pct到66.8%，整体处于行业中游水平，接近于珀莱雅、丸美股份。
- 销售及营销费用率有所下降，2022年前三季度占营收比66.5%，同比下降1.4pct，提效转型有所成效。2019年是公司历史上销售费率的最低点，为41.3%，接近行业平均。2020年开始费率较高，主要受到新品牌孵化、疫情环境下彩妆ROI降低、线下闭店等多因素影响。2022年前三季度公司销售费用率66.5%，同比下降1.4pct，主要得益于ROI的提升，但部分被线下关店及费用拨备、线下门店经营杠杆恶化所抵消。

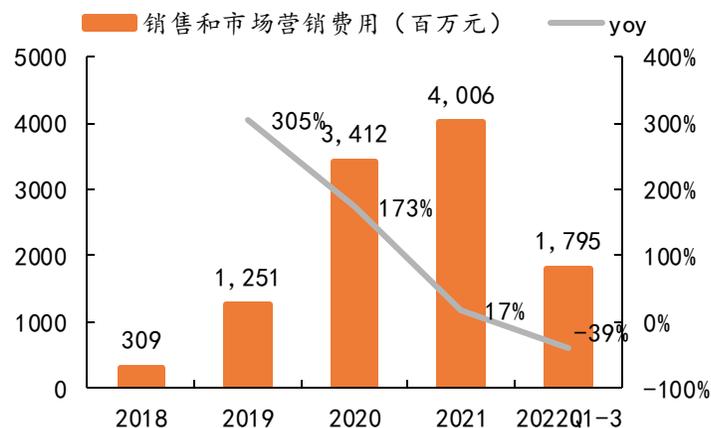
2018年-2021年Q1-3公司毛利润及增速



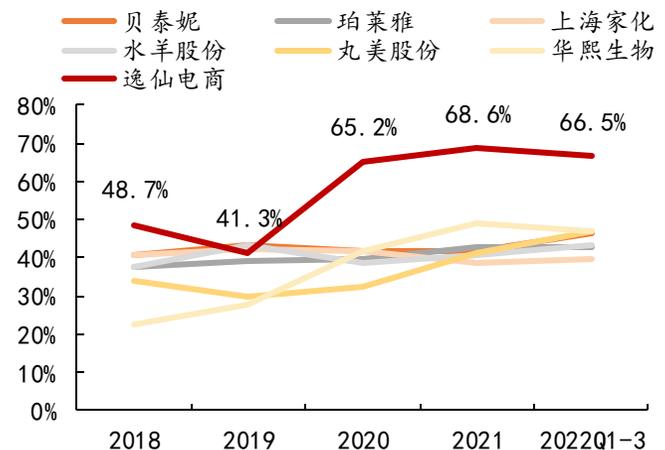
2018年-2021年Q1-3公司毛利率及同业对比



2018年-2021年Q1-3公司销售及市场费用与增速



2018年-2021年Q1-3公司销售费率及同业对比

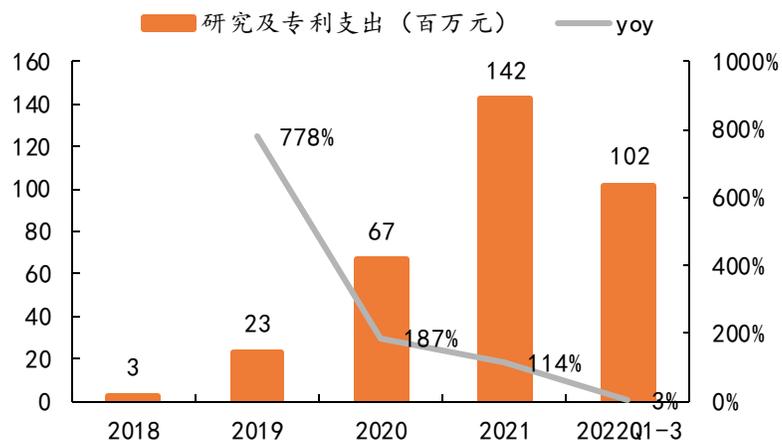


资料来源：公司公告，平安证券研究所

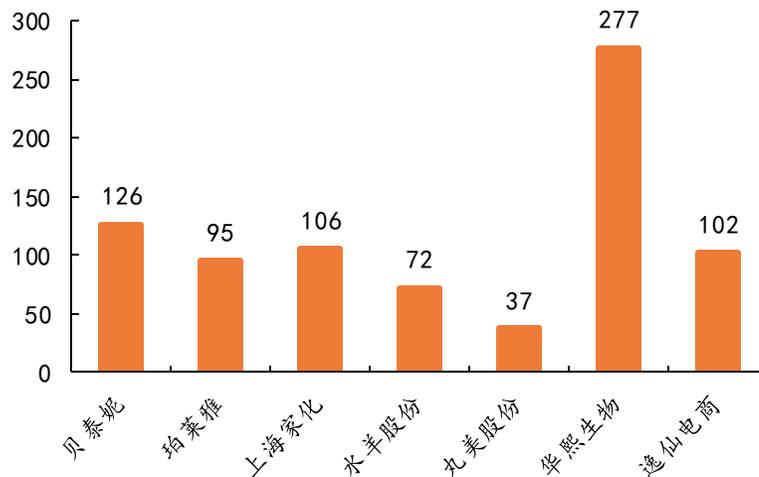
# 转型观察指标：持续投入研发，研发费率达到行业头部水平

- 持续夯实研发基础，2022年前三季度研发投入近1亿元，占营收比3.8%，位居同业前列。近年来公司研发投入不断加大，研发费用率从2020年的1.3%持续提升到2022年前三季度的3.8%，在国内同业中处于较高水平。从绝对值上看，2022年前三季度公司研发投入约1亿元，处在行业较高水平。
- 截止2021年底，公司拥有研发人员273人，占比7.8%，与行业平均水平接近。

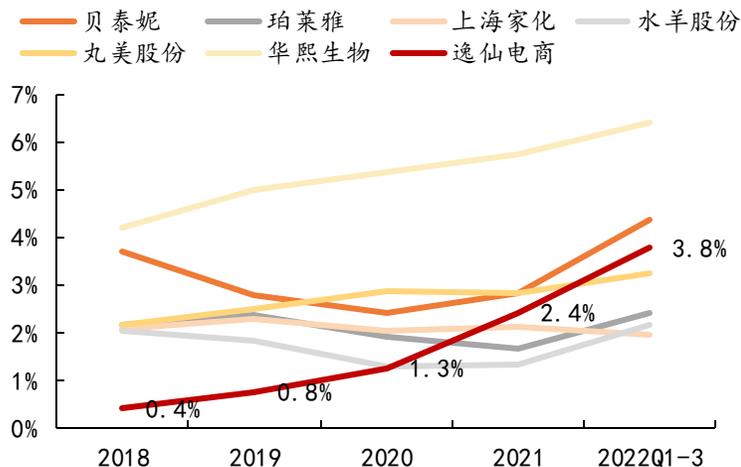
2018-2021年Q1-3公司研发及专利支出情况



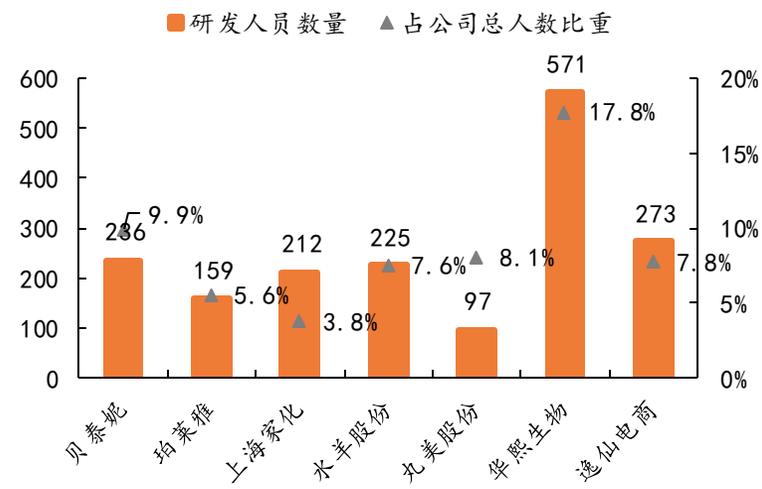
2022年Q1-3公司研发及专利支出绝对值与同业对比 (单位：百万元)



2018-2021年Q1-3公司研发及专利支出占营收比及同业对比



2021年底公司研发人员数量及同业对比

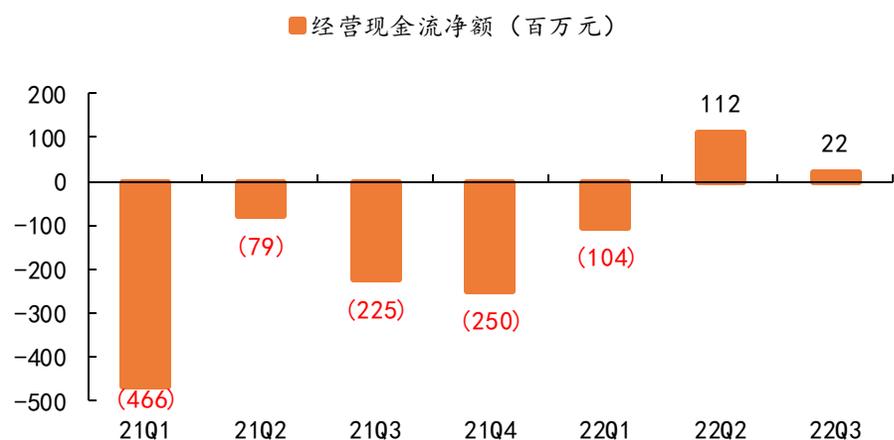


资料来源：公司公告，平安证券研究所

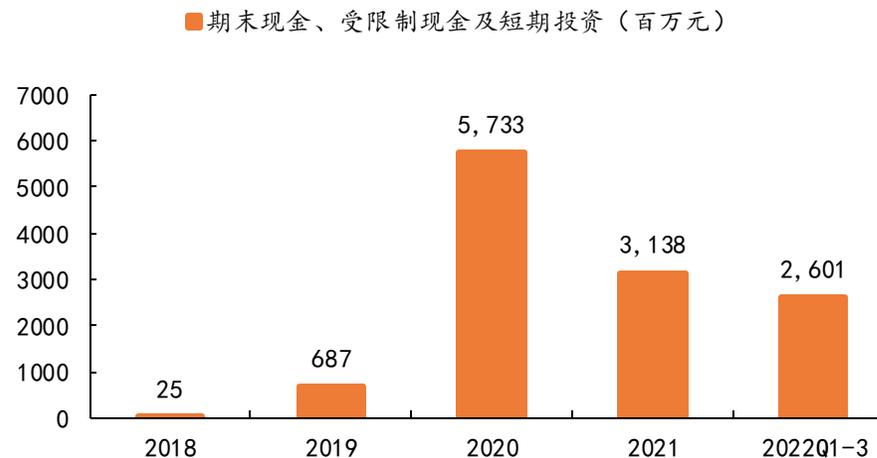
# 安全垫开启：OCF连续两个季度转正，22Q3期末类现金近26亿

- ▶ 经营性现金流净额连续两个季度为正。2022年Q2和Q3，公司经营性现金流分别净流入1.12亿元、0.22亿元，已经连续两个季度为正，整体经营效益提升。其中Q3若剔除政府补贴仍有一定微负，主要系筹备双11大促，存在前置的现金性的营销支出。
- ▶ 截止2022年Q3末账上现金、受限制现金及短期投资合计约26亿，较为充足。公司截止2022年Q3末账上现金、受限制现金及短期投资合计约26亿，较为充足。但较2021年末有所下降，主要用于股票回购。并且公司基本无有息负债，资产负债表稳健。

21Q4-22Q3公司经营性现金流净额情况



2018年-2022年Q1-3公司期末现金、受限制现金及短期投资情况



## 目录 CONTENTS

- 典型的成长型企业，从高光到低谷，再寻求二次出发
- OCF连续两个季度为正，净利润扭亏有望
- 数千亿的国内美妆市场，本土企业成长空间巨大
- 完美日记品牌从无到有，并逐步走稳
- 转型看点：三大护肤品牌
- 投资建议与风险提示

## 行业分析：彩妆与护肤品消费特征差异较大

- **消费目的及效果：**1) 彩妆主要用于修饰美化，通过颜色遮住瑕疵或塑造精致，效果立竿见影；2) 护肤主要用于保养肌肤，即时效果不明显，需要长时间的持续使用。
- **消费频次：**1) 彩妆更具可选属性，眼影、口红等色彩类产品使用频次通常低于底妆类产品；2) 护肤消费更具刚性。
- **品类构成：**1) 彩妆细分品类较多，主要分成面部彩妆、唇部彩妆、眼部彩妆、美妆工具四大类，占比分别约为40%、24%、13%、14%，面部彩妆中以粉底液产品为主，占比13%，唇部彩妆包含口红、唇釉等，占比均在12%左右，眼部彩妆包含眼影、眉笔、眼线、睫毛膏等，占比均在3-4%；2) 护肤品主要分成精华、面膜、面霜、眼部护理等品类，其中面部精华占比最高，达到16%，面膜、乳液面膜占比12%左右。

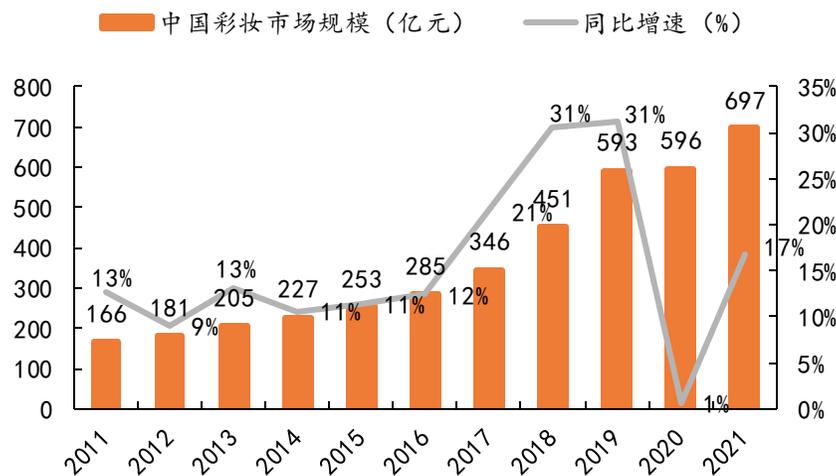
2022年天猫彩妆及护肤细分品类成交额占比

	彩妆		护肤	
	品类	占比	品类	占比
1	粉底液/膏	13%	面部护理套装	27%
2	唇膏/口红	12%	面部精华	16%
3	唇彩/唇蜜/唇釉	12%	面膜	12%
4	彩妆套装	7%	乳液/面霜	12%
5	蜜粉/散粉	7%	眼部护理	6%
6	隔离/妆前	6%	洁面	5%
7	BB霜	4%	化妆水/爽肤水	4%
8	眼影	4%	防晒	4%
9	眉笔/眉粉/眉膏	3%	身体护理	3%
10	眼线	3%	卸妆	3%
11	其他	34%	其他	9%

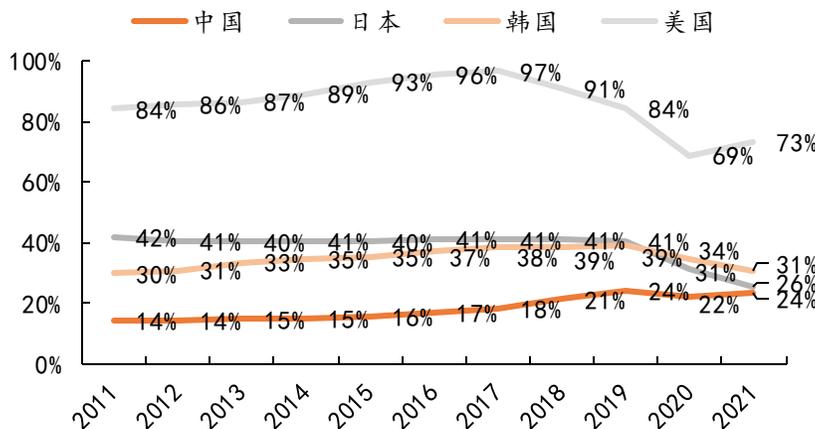
# 行业分析：21年彩妆市场规模约为700亿元，与成熟市场比发展空间尚大

- 2021年我国彩妆市场规模约700亿元，2016-2021年复合增速19.6%，高速增长。据欧睿数据，2011年-2016年，我国彩妆市场每年保持10%左右增速平稳增长。2016年开始提速，2016年-2021年复合增速达到19.6%，主要受益于彩妆渗透率的快速提升。据CTR数据，2015年我国彩妆渗透率仅32%，到2019年提升到了49%。2020年受疫情影响同比基本持平，2021年快速反弹，重回双位数增长轨道。
- 我国彩妆：护肤消费约为0.25:1，远低于海外成熟市场水平。据欧睿，疫情前美国彩妆：护肤消费约为1:1，邻国日本、韩国该比例约为0.4:1，中国该比例仅0.25:1，彩妆品牌和产品的供给仍有待进一步丰富，消费者需求也有待进一步挖掘。

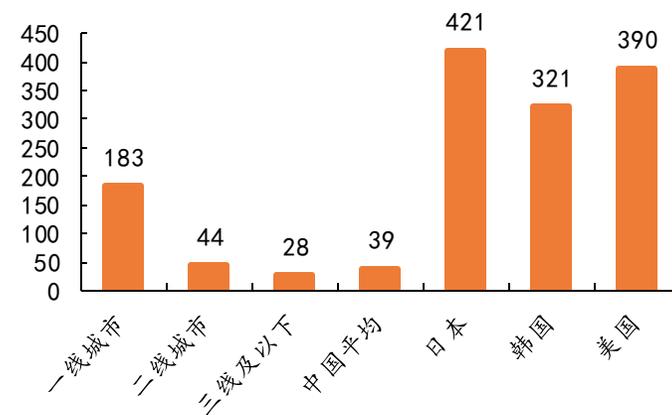
2011-2021年中国彩妆市场规模及增速



2011-2021年中日韩美彩妆与护肤消费比例



2019年中国各线城市彩妆人均消费 (元)

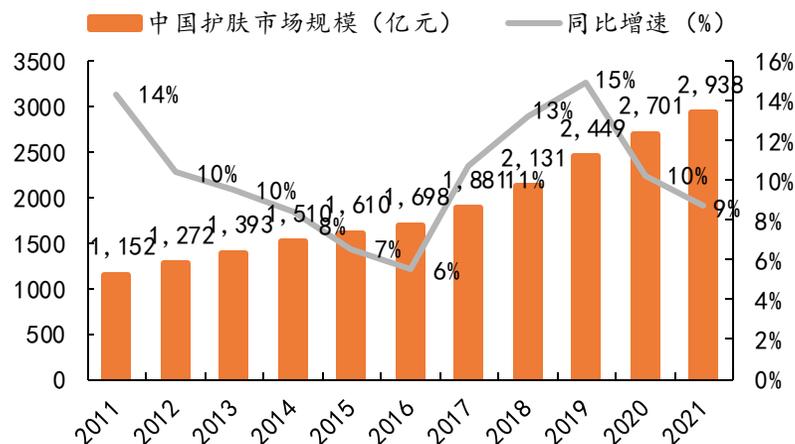


资料来源：欧睿，德勤，平安证券研究所

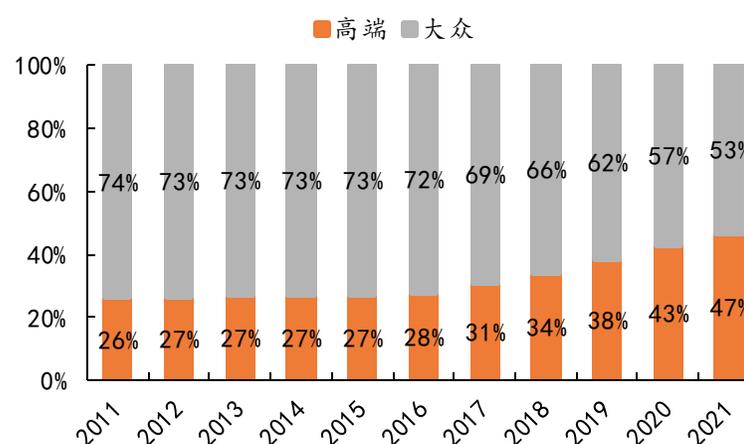
# 行业分析：护肤市场空间至少3000亿，高端化、功效化趋势明显

- 2021年我国护肤市场规模约为3000亿元，2016-2021年复合增速11.6%，中高速增长。据欧睿，2016年以来我国护肤市场增速中枢提升到10%以上，并且在疫情年份仍保持了10%左右的增长，展现出较强的消费韧性。2021年我国护肤市场规模增长至近3000亿元，市场空间较大。
- 近年来，高端护肤、功效护肤需求驱动护肤行业快速发展。受益于居民消费水平的提升、消费者教育的逐渐成熟以及化妆品功效新规落地等多重因素，近年来护肤市场呈现明显的高端化、功效化趋势。据欧睿，2016-2021年我国中高端护肤品消费占比从28%提升到47%，接近翻倍，功效护肤占到整体护肤消费比重从4%快速提升到10%。

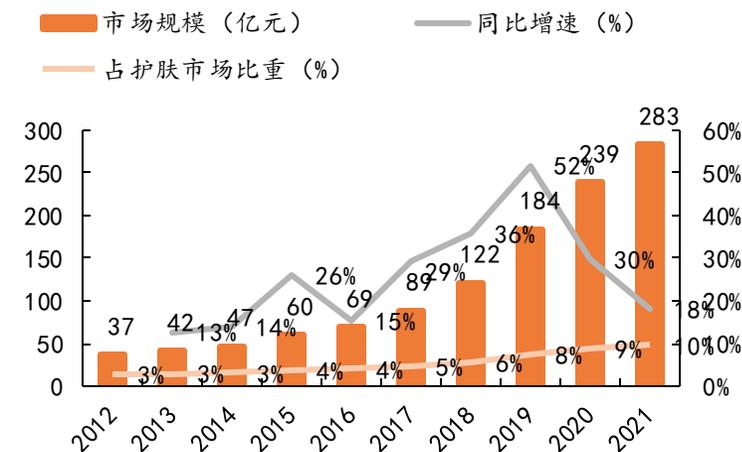
2011-2021年中国护肤市场规模及增速



2011-2021年中国中高端护肤/大众护肤消费



2012-2021年中国功效护肤市场增长情况



资料来源：欧睿，平安证券研究所

## 行业分析：对比海外成熟市场，中国化妆品行业本土化率偏低

- 外资占据中国化妆品行业高地，本土企业有待赶超。参考海外成熟市场，本土企业往往能够通过发挥对本土消费者更为前瞻的洞察以及渠道资源优势，占据更多市场份额。但中国化妆品行业较早对外资开放，外资经由百货渠道以及后来的电商渠道快速发展，截止目前，外资仍占到国内化妆品市场绝大多数份额。据欧睿，2021年中国彩妆、护肤行业TOP10品牌中有8个、5个为外资品牌。而日本、韩国、美国TOP10品牌中由本土企业运营的品牌占据绝对优势，鲜有外资能够进入前十。

2021年中日韩美护肤市场TOP10品牌市占率（%）

中国		日本		韩国		美国	
巴黎欧莱雅	5.3	POLA	4.0	后	17.7	Neutrogena	4.7
兰蔻	5.1	DHC	4.0	雪花秀	9.0	GeraVe	3.8
雅诗兰黛	4.8	怡丽丝尔	3.4	SU:M37	3.0	Bath & Body Works	3.8
百雀羚	3.8	芳珂	2.9	兰芝	2.3	玉兰油	3.2
玉兰油	3.0	SK-II	2.9	Dr Jart+	2.2	Mary Kay	3.0
自然堂	3.0	Sofina	2.4	O HUI	2.2	Proactiv	2.9
SK-II	2.4	Orbis	2.1	Hera	2.1	Clinique	2.9
海蓝之谜	2.1	CPB	2.1	lope	2.0	Rodan + Fields	2.7
珀莱雅	1.7	Saishunkan Seiyakusho	1.9	Innisfree	1.9	兰蔻	2.6
薇诺娜	1.7	Bioré	1.9	AHC	1.8	雅诗兰黛	2.3

2021年中日韩美彩妆市场TOP10品牌市占率（%）

中国		日本		韩国		美国	
花西子	6.4	Maquillage	4.4	香奈儿	4.6	美宝莲	7.5
完美日记	6.1	Integrate	3.5	雪花秀	4.4	巴黎欧莱雅	5.8
迪奥	5.8	美宝莲	3.0	Clio	4.3	MAC	4.8
巴黎欧莱雅	5.4	Kanebo Kate	3.0	Mac	4.0	Cover Girl	4.3
YSL	5.0	Sofina	3.0	Age 20's	3.8	Clinique	3.8
美宝莲	4.7	Majolica Majorca	2.3	YSL	3.3	Urban Decay	3.0
阿玛尼	3.6	Coffret D'or	2.2	lope	3.3	Mary Kay	3.0
兰蔻	3.2	Pola	2.2	兰芝	3.3	Fenty Beauty by Rihanna	3.0
MAC	2.7	CPB	2.1	Hera	3.0	Lancôme	2.9
香奈儿	2.6	Albion	2.0	后	2.3	NYX	2.9

资料来源：欧睿，平安证券研究所（注：标橙为外资控股，包括了诞生于本土但受跨国公司控股情况）

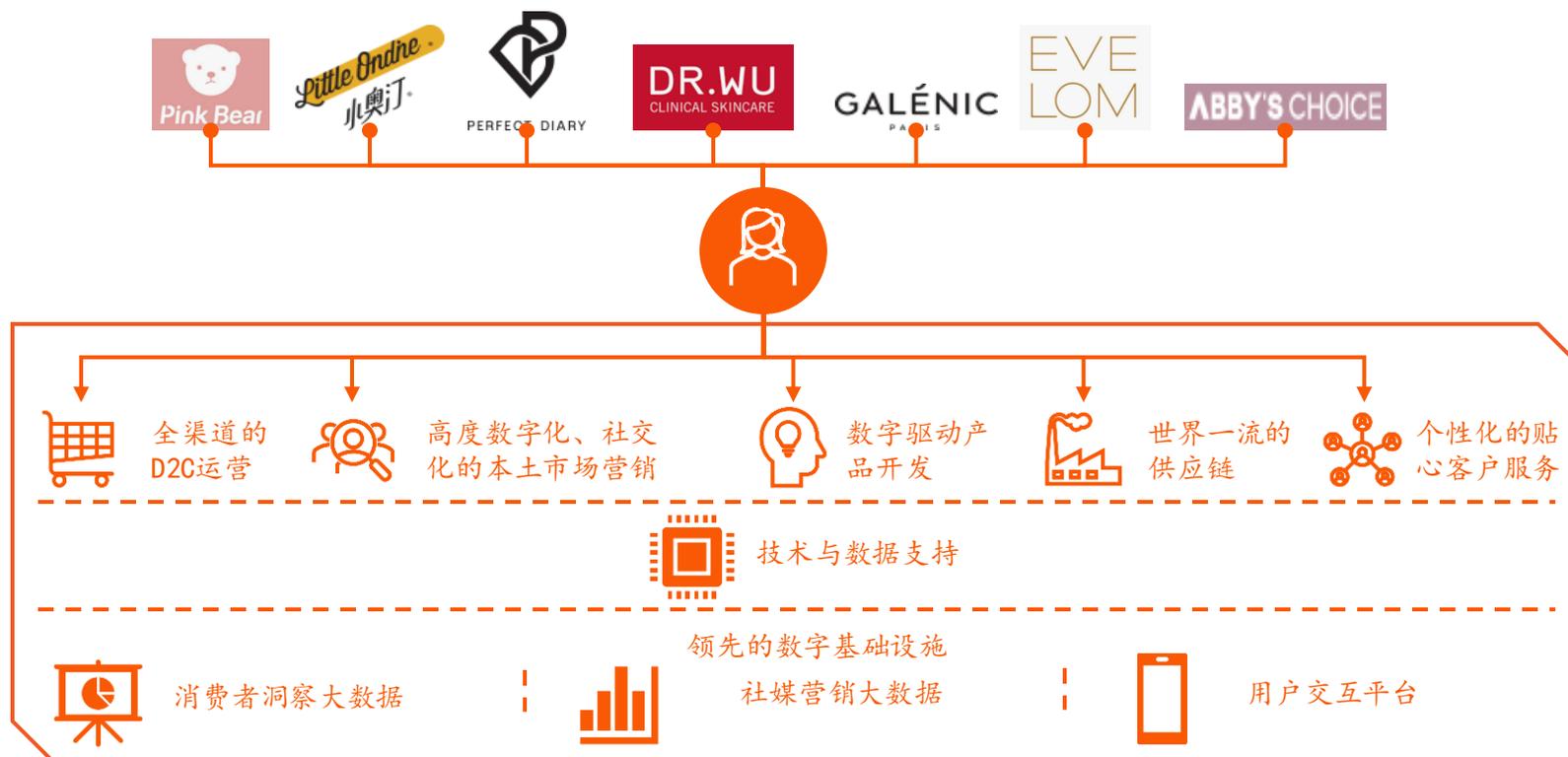
## 目录 CONTENTS

- 典型的成长型企业，从高光到低谷，再寻求二次出发
- OCF连续两个季度为正，净利润扭亏有望
- 数千亿的国内美妆市场，本土企业成长空间巨大
- 完美日记品牌从无到有，并逐步走稳
- 转型看点：三大护肤品牌
- 投资建议与风险提示

# 以DTC和数据驱动为核心的运营模型，底层运营能力扎实

- 公司DTC（直接触达消费者）和数据驱动为核心，建立用户与品牌的深度联系，通过数据积累，反向赋能产品开发、市场营销、供应链管理、渠道运营和客户服务。数字基础设施是公司最重要的资产之一，包含消费者洞察大数据、社媒营销大数据和用户交互平台三大板块，而传统美妆企业通常将这一环节交由外包，用户触达率低，产品迭代周期慢。

## 逸仙电商运营模型



## 公司数据类型及作用

### 1、市场数据

- ✓ 市场规模、TOP品牌/渠道/产品/KOL/内容
- ✓ 帮助了解市场供需和市场趋势

### 2、销售订单

- ✓ 按天/SKU/渠道/客户的销售订单
- ✓ 指导预测销售、库存、供应和物流等，优化供应链效率

### 3、用户行为数据

- ✓ 用户在社交平台产生的行为数据
- ✓ 观察用户反馈，帮助公司提供满足用户需求的产品

大数据平台拥有强大实时计算能力，每天处理超过8亿条数据

资料来源：公司招股书，平安证券研究所

## 品牌矩阵：3大彩妆，4大护肤，覆盖大众到高端、年轻到成熟

- 公司目前主要经营7大品牌，价位段覆盖大众到高端，年龄层覆盖年轻到成熟人群。其中，彩妆品牌完美日记目前仍为公司基本盘，2022年收入规模估计20亿元左右，小奥汀、PINK BEAR规模相对较小，收入估计2-5亿元左右。护肤品牌中，达尔肤、科兰黎（含海外）、EVE LOM（含海外）三个中高端品牌目前规模相当。发展顺位上，彩妆板块包括完美日记目标稳住规模，或有增长，护肤板块为重点发力对象，其中达尔肤、科兰黎定位趋势赛道，预计增速更快。

### 逸仙电商品牌矩阵

品类	品牌	推出时间	品牌理念	定位	价格（元）	主打产品	收入规模*
彩妆	完美日记	2017	人人都可轻松变美，美不设限	高品质、有创意、带惊喜感的大众彩妆品牌	59-199	小细跟口红、名片唇釉、动物眼影等	20亿元左右
	小奥汀	2019	就凭本色出线	主打潮酷风的彩妆品牌	39-199	不NG眼线液笔、根根丰盈睫毛膏、唱片眼影等	2-5亿元
	PINK BEAR	2021	成长不意味着改变真实的自己	主打可爱少女风的彩妆品牌，提供好看、好用、好玩的高性价比彩妆	22-109	琉光镜面水唇釉、柔滑奶霜哑光唇泥等	2-5亿元
护肤	达尔肤	2021	医师专研 低敏高效	医师专研护肤品牌	120-250	8%杏仁酸精华液、三重修护精华液等	2-5亿元
	科兰黎	2020	科学缔造优雅	法国专研皮肤学级高端护肤品牌	790-1680	抗氧1号VC精华、冻龄小G瓶精华等	2-5亿元 (含海外)
	EVE LOM	2021	追求肌肤根源健康，发光肌从清洁开始	源自英国的高端天然SPA级护肤品牌	410-2080	经典洁颜霜、亮彩洁净面膜等	2-5亿元 (含海外)
	完子心选	2020	肌肤之悦 源于修护	资深美妆顾问联合专业皮肤科医师，用户参与共创（C2B）的大众护肤品牌	49-271	3+1神经酰胺面膜、高山茶面膜等	规模较小

资料来源：公司招股书，公司官网，平安证券研究所（注：收入规模为平安估算，对应年份为2022年）

## 研发动作：以逸仙研发中心为中枢，搭建Open Lab生态

- 近年来，公司不断加大研发投入，持续打造以逸仙研发中心为中枢的Open Lab开放型研发体系。对外，公司与海内外多家知名科研机构建立深度合作，如中科院化学研究所、国家纳米药物研究中心、森馨科技集团、法国皮尔法伯集团、法国里昂大学医学院LSC3D皮肤研究中心、法国干细胞培养机构Naolys等机构，提升公司在基础研究、产品应用与功效检测等方面能力。此外，公司自建的研发中心于2020年7月正式投入使用，具备产品研发、原材料质量检测、配方开发、功效测试、安全性检验等功能，并在2022年6月正式获得国家认可实验室CNAS评定，成为行业内少数获得该项认证的检测实验室之一。
- 部分前沿科技成果已陆续注入产品中。例如，2021年9月联合中科院化学研究所共同研发的SmartLOCK斯玛络锁妆技术，首次提出“定向吸油”理念，应用于完美日记珍珠锁妆散粉等产品中；与国家纳米药物研究中心共同开发的多个原料，如舒胺修H、舒胺修L、水杨酸纳米包裹微胶囊等，已应用到DR. WU、完子心选等多个品牌中。截止2021年9月底，公司在全球范围拥有106项专利，其中包括40项发明专利（部分正在转让）。

资料来源：公司官方微信公众号，平安证券研究所

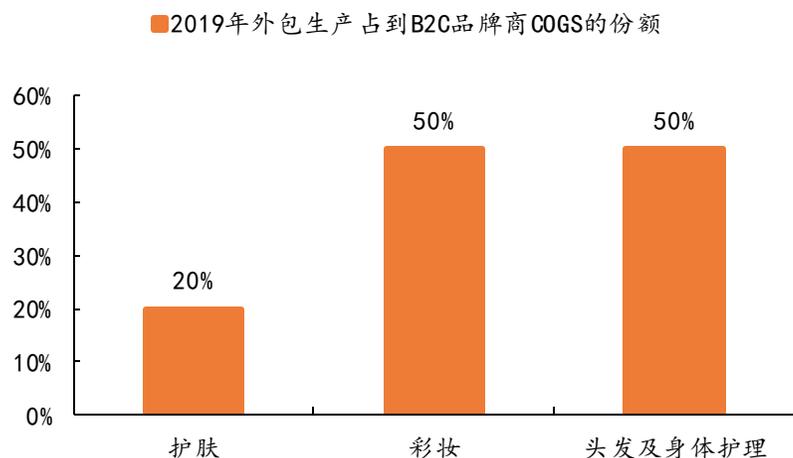
### 逸仙电商研发大事记

时间	研发大事记
2020年7月	逸仙研发中心成立
2020年10月	与里昂大学合作开发敏感肌3D皮肤模型
2020年12月	与法国Naolys研究所开发活性成分
2021年1月	与森馨科技联合实验室成立
	与国家纳米药物工程技术研究中心联合实验室成立
2021年3月	纳米包裹技术成果应用于产品
2021年4月	独家知识产权原料毛蕊花糖苷开发完成
	自主研发完子心选氧气洁面上市
2021年5月	逸仙OpenLab研发共创生态首次公开
	自主研发小奥汀粉底液上市
2021年6月	与森馨联合实验室共同开发独家包裹色粉应用于产品
2021年9月	投资因明生物
2021年10月	与中科院化学研究所共同研发SmartLOCK斯玛络锁妆技术
2021年11月	宣布与上海瑞金医院共建医学护肤联合实验室
2022年2月	与国家纳米药物工程技术研究中心共同研发的靶向修红科技和专研成分“肤源修TransHealer”应用于产品
2022年5月	首个自主研发的防晒特征正式获批
2022年6月	参与制定的国家标准《化妆品中荧光增白剂367和荧光增白剂393的测定 液相色谱-串联质谱法》正式实施
2022年6月	逸仙电商研发中心获CNAS认证，跻身国家认可实验室行列

## 供应链完善：与世界一流工厂紧密合作，布局自主生产

- 国内成熟的彩妆代工体系为完美日记的快速成型提供了重要基础。完美日记在成立之初就与全球知名OEM企业境内工厂紧密合作，莹特丽、科丝美诗、上海臻臣等是三大主要合作方，其长期服务于欧莱雅集团、雅诗兰黛集团等国际头部美妆集团，拥有从产品研发到生产全链路的能力，帮助公司快速建立起涵盖口红、眼影、底妆、护肤、睫毛膏等众多品类的供应链体系，实现产品的大量、快速上新。
- 为避免过度依赖代工厂，公司自建工厂也在筹备中。2020年3月，公司与科丝美诗合作，投资近7亿元打造美妆研发和生产基地，补足自主生产能力。预计新工厂达产后产值接近20亿元，将成为亚洲最大的化妆品生产基地之一。

### 2019年全球美妆个护市场外包生产比例



### 逸仙电商主要代工厂简介

公司	国家	2020年全球/中国区收入 (亿元)		产品结构	工厂位置	主要客户
科丝美诗	韩国	80.57	26.59	护肤：彩妆5:4	上海奉贤，广州	欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛、资生堂、橘朵、PMPM等
莹特丽	意大利	50.12	10.00	护肤：彩妆2:6	上海奉贤，苏州	迪奥、兰蔻、香奈儿、毛戈平、玛丽黛佳等
上海臻臣	中国	-	-	主要彩妆	上海奉贤	全球TOP10彩妆品牌

资料来源：莹特丽招股书，公司公告，公司官网，平安证券研究所

# 完美日记：从无到有，从0到10

- 完美日记最早以“大牌平替”为切入点进军美妆市场。2015年左右，创始团队观察到国内彩妆渗透率极低、产品供给不丰富，年轻一代消费群体逐渐崛起，大部分处于刚刚接触彩妆的阶段，而国际大牌的价格门槛较高。完美日记成立之初，就将用户精准定位于18-28岁年轻女性，以95后、00后为主，通过提供与国际大牌品质相近但价格更低、创意更新潮的产品，引导彩妆小白从用到不用。
- 2018年开始，完美日记在产品和营销上均采取了高举高打的做法。产品上侧重眼妆、唇妆品类，瞄准年轻人对高颜值、IP联名的偏好，高频率上新，重点孵化1-2款潜力单品成为大爆款。营销上，最早从时尚圈切入，合作时装周、时尚杂事、海内外明星设计师等，树立品牌专业度和高度，随后降维借力明星、KOL的影响力，深入年轻人聚集的各类圈层，结合产品内容营销，快速形成品牌声量与口碑。同时，公司对新流量平台反应十分敏锐，2018年all-in小红书，抓住第一波流量红利，随即全面布局B站、抖音、淘宝直播等新平台，第一条微博是行业内最早利用微信生态发展私域沉淀的品牌之一，开创性推出大爆格化客服“小完子”，品牌价格竞争力标杆。



**完美日记：20-150元**

- ✓ 最低：粉扑、化妆棉、化妆刷、睫毛夹等 20元左右
- ✓ 最高：粉底霜、面霜、气垫等150元左右
- ✓ 平均成交：80元左右
- ✓ 对比：接近于美宝莲、露华浓等国际品牌，不到迪奥、雅诗兰黛等国际大牌的

1/3



资料来源：天猫，平安证券研究所

# 完美日记：从无到有，从0到10

代表性爆品

产品策略

整合营销

2017

2018

2019

2020

2021

2022



小黑钻口红



动物眼影



小细跟口红



名片唇釉



原石系列

散粉起家

重点布局眼影、口红品类，高颜值+IP联名爆品打法逐渐成型

新品：成功打造以小黑钻口红为代表的多款爆品，99大促迎来第一波爆发

时装周：亮相米兰、上海时装周  
主要平台：淘宝

联名：巴黎时装周、大英博物馆时尚杂志与主编：多个美妆奖项和主编推荐

达人与明星：邀请国际超模王路平为品牌时尚大使，签约朱正廷为品牌代言人，ALL IN小红书，刘人语、林允、张韶涵等明星同款推荐

触达圈层：时尚圈，包括设计师、造型师、时尚主编等，具备专业性和权威性，有引领时尚潮流的能力

平台：小红书，天猫

继续强化色彩类目心智

新品：密集上线联名款，成功打造以动物眼影X探索频道为代表的多款爆品，大促期间持续爆发

新品类：拓展防晒、妆前、遮瑕、卸妆等底妆品类

联名：欧美文化IP探索频道、大都会博物馆联名，中国文化IP国家地理联名

达人与明星：与头部、腰部、尾部KOL广泛合作，邀请国际演员龙妈推广小金钻唇膏，邀请女星刘承羽作为品牌形象大使

品宣：与岩井俊二推出微电影《白日梦》

触达圈层：各文化圈层KOL、流量明星等，在各自圈内具有“一呼百应”效应

平台：淘宝直播，小红书，抖音，微信，微博，B站，线下店

成功打造小细跟口红大爆品

新品：保持一年3-4次联名款频率，持续扩充动物眼影大单品系列SKU，年底成功打造小细跟口红大爆品

新品类：继续拓展气垫、粉饼、卸妆等品类

联名：国内大众文化李佳琦Never、中国航天等联名

达人与明星：进一步扩大KOL、KOC营销范围，邀请罗云熙为品牌色彩代言人，周迅作为品牌全球代言人，国际知名青年演员歌手Troye Sivan作为品牌大使

品宣：与人民日报打造《这才是最美女团》，发布周迅主演短片《每一步，都出色》

触达圈层：互联网文化下的普通用户，常年冲浪、相互种草

平台：淘宝直播，抖音，小红书，微信，B站，微博，快手，线下

重点投入唇釉品类

新品：名片唇釉上市刷新天猫唇釉销量记录

新品类：扩充美瞳系列产品，加强布局底妆品类，如散粉、定妆喷雾等

技术：推出SMARTLOCK锁妆技术

联名：大众文化迪士尼、百利甜酒、中国男子体操队、王者荣耀等联名

达人与明星：与近15000名KOL合作，邀请刘昊然为品牌全球代言人，赵露思为品牌青春代言人

品宣：亮相上海时装周

触达圈层：进一步扩展大众圈层

巩固核心系列，加强底妆品类

新品：扩充动物眼影、名片唇釉系列，升级锁妆散粉，推出新的大地色系原石系列

新品类：推出多款大单品礼盒

技术：升级SMARTLOCK技术

明星：邀请国际超模项蝶倩等推广原石系列，邀请美妆博主、男团小鲜肉等进入直播间

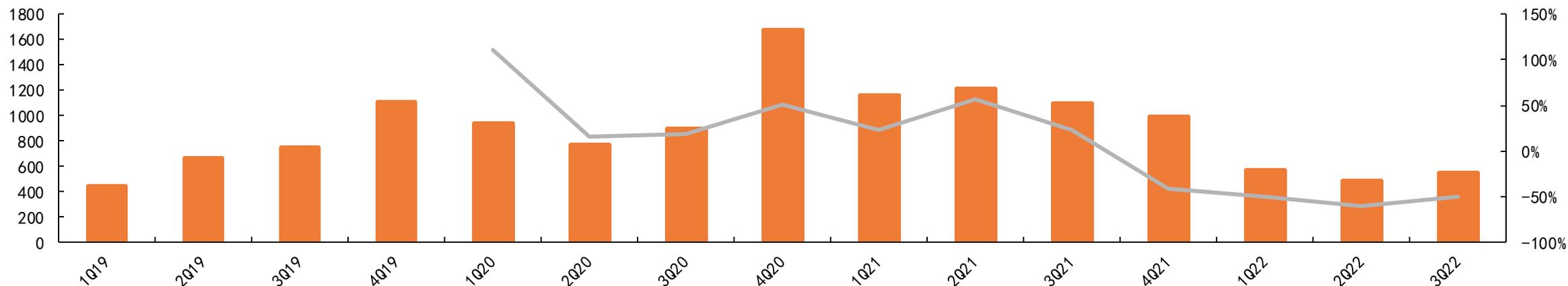
品宣：发布短片《中国姑娘》

## 完美日记：遭遇成长的烦恼

- 规模起量后，完美日记下一步目标是品牌升级、实现盈利，多维度调整下规模出现收缩。2020年底完美日记推出小细跟口红，并邀请了周迅作为代言人，整体品牌形象有所提升，新品定价较过去也有所上涨。2021年Q1财报会，公司再次强调完美日记的高端化战略，但在彩妆市场整体疲软、行业竞争激烈等多因素影响下，完美日记从21Q3开始增长放缓，公司也初步提出了战略转型的规划，目标优先利润而非规模，平衡品牌与品类组合，以增强公司的抗风险能力，21Q4，完美日记首次出现下滑，降幅估算至少在20%+。2022年以来，为提升品牌力，完美日记进一步调整，加大力度进行折扣控制、库存清理、ROI优化、组织及员工优化以及线下门店优化等，尤其在2022年下半年开始停止了过多的低效流量投放，品牌遭遇短期阵痛，规模接近砍半，但盈利能力不断提升，长期来看有助于品牌的健康发展。

19Q1-22Q3完美日记品牌收入及同比增速

收入（百万元） 同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

# 完美日记：基础依然在，从追求营收高增过渡到正向盈利

➤ 完美日记多平台粉丝量位居同业前列，用户基础尚在。我们统计了完美日记及竞争品牌在天猫、抖音、微博、小红书四大平台的粉丝量，其中完美日记合计粉丝量达到2694万个，高于花西子、圣罗兰、MAC等彩妆品牌，略低于涵盖了护肤品类的巴黎欧莱雅、兰蔻，整体位居同业前列，在小红书平台领先优势最大，能够为品牌提供相对低成本的用户触达途径。

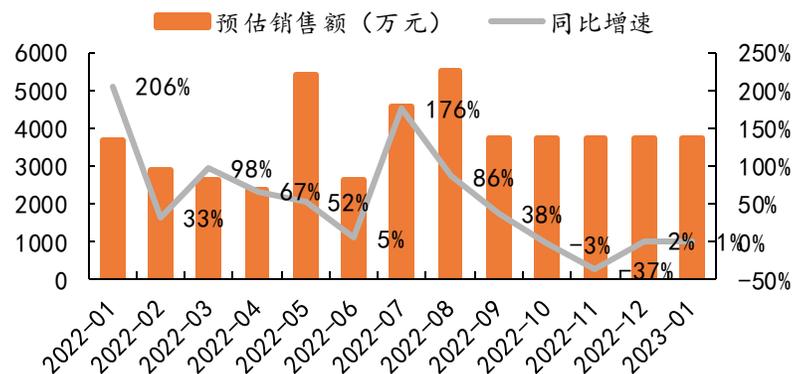
➤ 抖音发力品牌自播，产生一定增量。据飞瓜数据，2022年全年完美日记抖音渠道成交额预估4亿左右，约达天猫官方旗舰店成交额的一半，同比增速超过50%。抖音运营上，完美日记选择以自播为主，减少对KOL依赖，并将经营重点放在提升粉丝转化与复购上，近30天品牌自播号成交占比80%+。

资料来源：飞瓜数据，平安证券研究所（注：2022年9月开始飞瓜数据仅显示区间，这里取上下限均值作为估算）

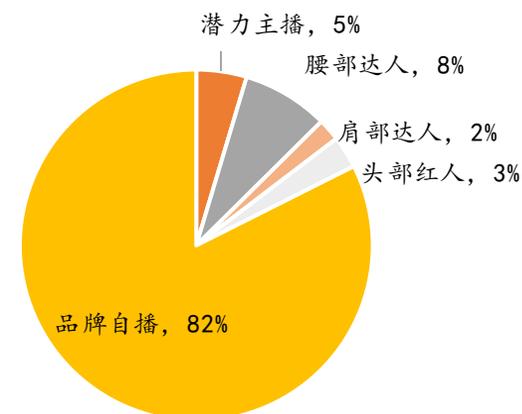
完美日记及竞争品牌各平台官方账号粉丝数量对比（万个）

	完美日记	花西子	毛戈平	彩棠	迪奥	巴黎欧莱雅	兰蔻	雅诗兰黛	圣罗兰	香奈儿	MAC
天猫	1832	1105	440	430	471	2075	2210	3077	1433	708	2050
抖音	595	1001	141	73	135	415	302	399	38	-	40
微博	56	35	11	12	125	267	231	345	114	379	143
小红书	211	21	80	13	46	37	49	52	27	15	35
哔哩哔哩	10	4	-	-	-	5	-	-	-	-	0.06
合计	2704	2166	672	528	777	2799	2792	3873	1612	1102	2268

2022年1月-2023年1月完美日记抖音预估成交额及增速



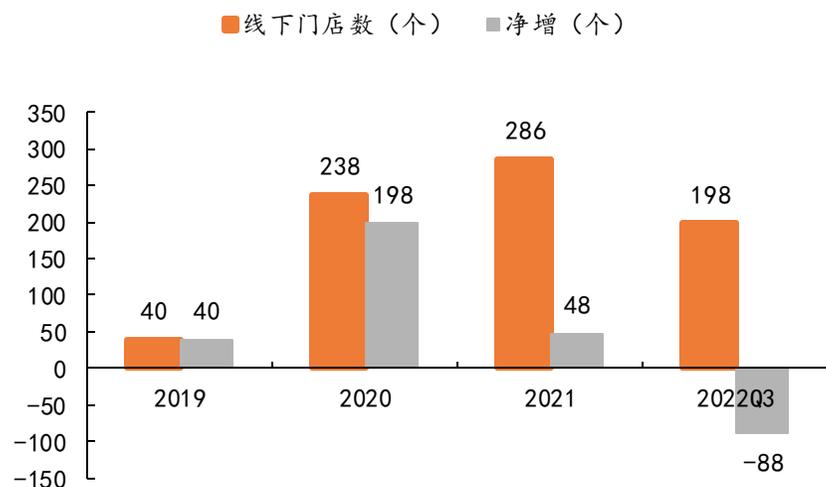
近30天完美日记品牌抖音渠道带货结构



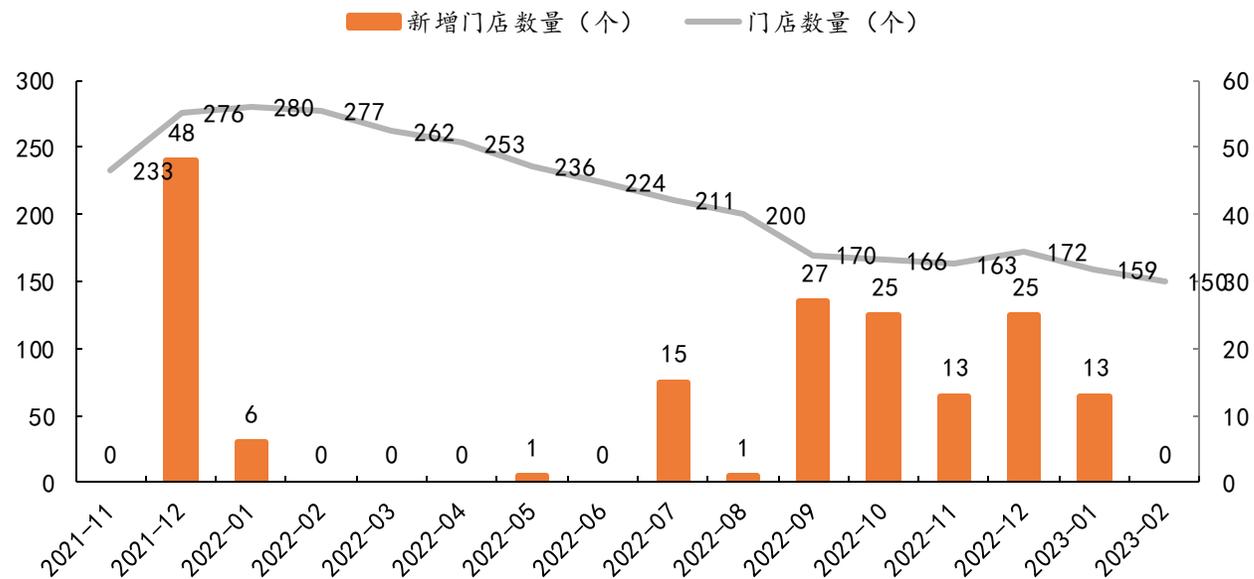
## 完美日记：线下关闭低效门店，优化接近尾声

- 线下关闭亏损门店，优化渠道效率，目前调整逐渐接近尾声。线下门店意义主要在对用户的服务价值，门店可收集用户对产品的真实反馈，进而为品牌带来价值，因此公司将线下店作为触达消费者的重要渠道之一。公司从2019年开始布局线下门店，曾目标开到600家，但受疫情等多重因素影响，开店进度放缓，到2021年底门店数量为286个。2022年以来，疫情防控形势加剧，部分门店产生亏损，公司开始对线下进行优化。以第三方极海数据为口径，截止2023年2月10日，完美日记在营门店数量缩减至159个，较2022年1月净减少121个。从关店趋势上，2022年1-9月完美日记在营门店数量从280个快速下降到170个，此后逐渐趋于平稳，门店数在160个左右波动，并且有一定新开店恢复。

完美日记线下店数量



完美日记在营门店数量变化（左轴）及新增门店数量



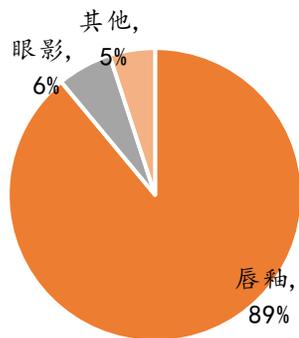
资料来源：公司公告，极海数据，平安证券研究所

# Pink Bear&小奥汀：细分品类入手，差异化定位

➤ **Pink Bear定位可爱少女风高性价比彩妆，从水光唇釉品类切入。**凭借精准的品类与客群定位，Pink Bear成立一年即斩获天猫新锐国货TOP1、双11天猫国货彩妆TOP10，2021年双11海绵宝宝联名唇釉荣登唇釉预售榜TOP1。集团定位看，随着主品牌完美日记的升级，Pink Bear将起到补充大众低端市场的作用。

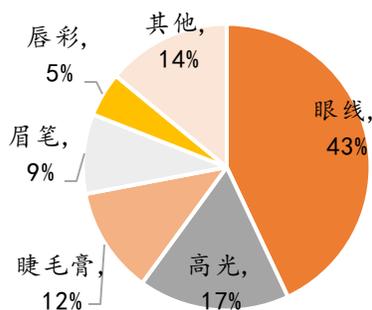
➤ **小奥汀定位潮玩彩妆，眼线笔为核心品类。**2019年公司收购小奥汀品牌，将品牌重新定位为潮酷彩妆，推出了一些列眼妆、唇妆、底妆产品，包括黑胶唱片眼影盘、雕塑家高光修容盘、猫和老鼠联名款芝心奶酪腮红、泡泡玛特联名系列等产品。凭借风格鲜明的设计，小奥汀快速成为国货新锐美妆潮牌。2020年双11期间，小奥汀天猫旗舰店销售额破亿，冲进天猫彩妆榜TOP10，2021年618期间，小奥汀不NG眼线液笔斩获天猫、京东自营、唯品会眼线类目TOP1。

🕒 Pink Bear天猫旗舰店分品类成交额占比（左）与主力单品（右）



产品	泡泡唇釉	布丁唇釉	粉雾唇釉
图示			
卖点	水润、立体	水光、清透	粉雾、柔焦
价格	原价49元 折后25元	原价59元 折后29.5元	原价69元 折后16.8元
月销	2w+件	1w+件	6000+件

🕒 小奥汀天猫旗舰店分品类成交额占比（左）与主力单品（右）



产品	不NG眼线液笔	双效立体卧蚕笔眼线笔	雕刻笔高光修容液
图示			
卖点	一笔成型，不NG	双头设计，一笔双效	液体修容，服帖不卡纹
价格	原价69元 折后59元	原价49元 折后39元	原价59元 折后39.5元
月销	2w+件	1w+件	7000+件

## 目录 CONTENTS

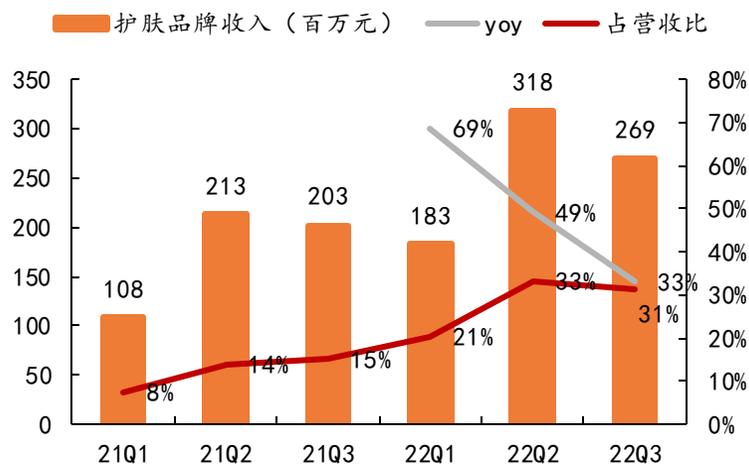
- 典型的成长型企业，从高光到低谷，再寻求二次出发
- OCF连续两个季度为正，净利润扭亏有望
- 数千亿的国内美妆市场，本土企业成长空间巨大
- 完美日记品牌从无到有，并逐步走稳
- 转型看点：三大护肤品牌
- 投资建议与风险提示

# 三大中高端护肤品牌：初步完成了中国市场0-1的孵化

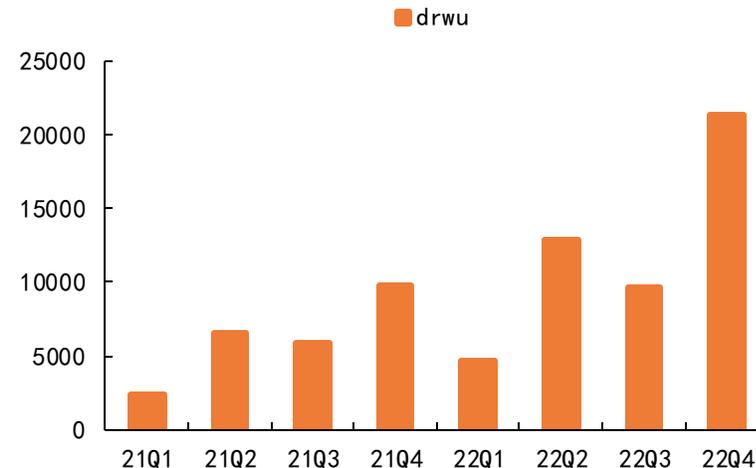
➤ 护肤业务是公司转型重点，其中核心关注达尔肤、科兰黎、Eve Lom三大中高端护肤品牌。经过近2年的并购整合，公司现已完成了三大品牌在中国市场“从0到1”的孵化，基于较好的品牌资产以及运营能力的加持，各品牌成功打造了第一大单品，并在细分领域领先，目前第二、三大新品也在稳步推进，整体发展较为良性。根据飞瓜数据和生意参谋数据测算，2022年达尔肤、科兰黎、Eve Lom在国内主要的两大平台天猫和抖音的成交额分别约为4.9亿元、4.6亿元和1.9亿元，同比增长112%、627%、50%，增势较好。

资料来源：飞瓜数据，生意参谋，公司公告，平安证券研究所

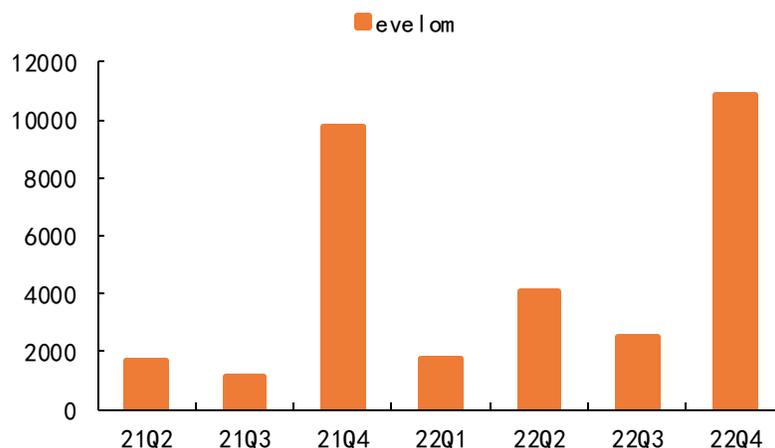
公司护肤品牌收入情况



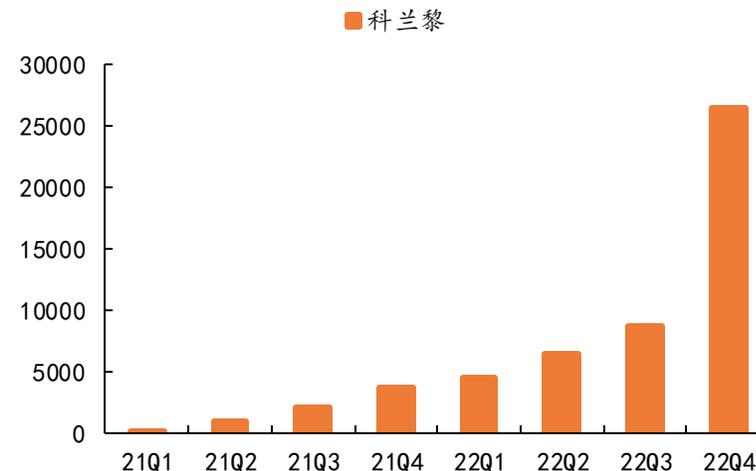
Dr. WU天猫&抖音平台GMV (万元)



Eve Lom天猫&抖音平台GMV (万元)



科兰黎天猫&抖音平台GMV (万元)



## DR. WU: 医研&痘肌心智，海外市场已有较好口碑

- 医师专研护肤品牌，深耕医研、痘肌心智。达尔肤品牌成立于2003年，由中国台湾台大医院著名皮肤科医生兼教授吴英俊创立。基于丰富的临床经验和深度的皮肤医学领域研究，达尔肤品牌以医师配方为基础，结合医学趋势和医美科技，针对痘肌、敏肌人群，开发居家可用的医美级护肤品，曾一度登顶中国台湾医美保养第一品牌。2021年1月，公司成功收购达尔肤品牌中国大陆业务，接手中国大陆地区产品开发、生产、销售。从销售表现来看，据公司战报，2021年双11达尔肤品牌GMV同比高增1600%，2022年双11品牌GMV同比增长110%+，实现破亿。结合第三方数据，我们估算2022年全年达尔肤天猫+抖音GMV接近5亿元，同比增长约112%。

### DR. WU品牌发展历史（含海外及内地市场）

年份	重要事件
2003	台大医院著名皮肤科医生兼教授吴英俊在台湾创立品牌
	经典玻尿酸保湿精华液上市
2004	经典玻尿酸保湿及美白精华受大S《美容大王》一书力荐，品牌知名度和口碑逐渐提升
2009	销售额及市占率提升到中国台湾医美保养第一品牌
2011	业界首创居家焕肤产品杏仁酸面世，引领痘肌刷酸风潮
	进入马来西亚，荣获10项美容大赏，位居中国台湾医美保养品牌第一
2013	经典明显产品角鲨润泽修复精华上市，引领美容油保养风潮
2014	与LVMH集团旗下L Capital战略合作，进军中国大陆电商
2016	海外版图持续拓展，进入缅甸、东北亚、韩国免税渠道等
2019	全新润透光美白系列上市，再创佳绩
2021	逸仙电商收购品牌中国大陆地区经营权
	双11期间品牌GMV同增1600%，天猫GMV同增1400%
2022	双11期间品牌GMV破亿，同比增长110%+

资料来源：品牌官网，平安证券研究所

### DR. WU品牌形象



**创始人背景：**曾任中国台湾皮肤科医学会理事长，近50年丰富医学经验，20万份临床病历研究；药理成分专家，从根源解决肌肤问题；被誉为亚洲医美教父，将国际专业医美知识引进中国台湾，创建自有医美诊所品牌，创造皮肤医学结合美容技术，引领亚洲居家医美护肤风潮

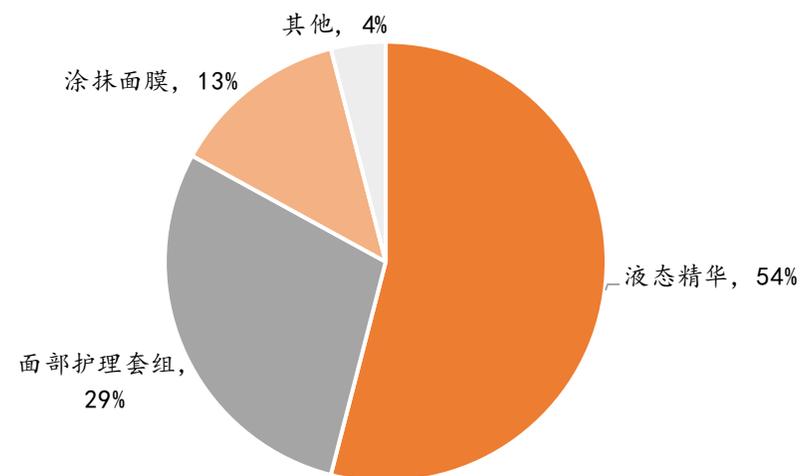
## DR. WU: 王牌杏仁酸精华叩开市场, 连带新品逐渐起量

- **主力品类液态精华, 套组销售比重高。** 截止目前达尔肤天猫旗舰店共上线5条产品线, 共14款SKU, 品类涵盖精华液、精华水、精华乳、精华霜、精华油、安瓶、面膜、身体乳、洁面、化妆水等, 功效涵盖祛痘去角质、补水保湿、抗氧抗老、美白、修红等。与头部竞品品牌相比, 产品矩阵仍有较大拓展空间, 面霜、眼霜、防晒等重点品类目前尚未覆盖。据炼丹炉数据, 近12个月达尔肤天猫旗舰店54%成交额来自液态精华品类, 近29%来自面部护理套组, 涂抹面膜占比13%。

◎ 达尔肤天猫旗舰店已上线的产品系列

产品系列	产品
杏仁酸嫩肤系列	杏仁酸精华6%, 杏仁酸精华8%, 复合果酸面膜, 复合酸焕肤身体乳, 复合酸去黑头鼻膜, 杏仁酸焕肤洁面慕斯, 杏仁酸毛孔紧致水
玻尿酸保湿系列	玻尿酸保湿精华水, 玻尿酸保湿精华霜
超逆龄修复系列	角鲨润泽精华油, 多肽密集紧致安瓶
实验室精华系列	烟酰胺舒缓精华, 神经酰胺保湿精华
三修系列	三修精华、三修水、三修乳液

◎ 近12个月达尔肤天猫旗舰店品类结构 (按销售额)



# DR. WU: 王牌杏仁酸精华叩开市场, 连带新品逐渐起量

➤ 以王牌单品杏仁酸精华叩开中国内地市场。杏仁酸精华是达尔肤品牌的王牌单品，上市于2011年，以「居家刷酸」为核心卖点。对比竞品，达尔肤8%精华具备温和、敏感肌适用的特点，并且具有独特的医研品牌心智。护肤中常用的酸包括水杨酸、杏仁酸、乳糖酸等，其中杏仁酸由于属于大分子亲脂性果酸，亲肤性佳、刺激性小、相对温和，适合包括敏感肌在内的大部分人刷酸。产品定价240元/15ml，高于The Ordinary、城野医生、芙清密钥、理肤泉，低于修丽可，整体位于中上段位。从天猫酸类精华销售榜单来看，达尔肤杏仁酸精华现已稳居第一，最近1个月销量超过8000件，远超行业第二名。2022年双11大促期间，达尔肤杏仁酸精华获得多个细分品类冠军，荣登双11天猫祛痘精华热卖榜NO.1、天猫果酸液态精华热销榜NO.1、抖音国货精华爆款榜NO.1。

2022年达尔肤天猫旗舰店主力单品

产品	杏仁酸精华8%	三修精华液	复合酸面膜
图示			
成分	5%杏仁酸, 2%水杨酸, 1%丙酮酸	专研TransHealer肤源修成分, 含肝素钠、丹皮酚等	5%杏仁酸, 2%纳米包裹水杨酸, 1%甘醇酸
功效	改善闭口粉刺, 嫩肤匀净	淡化痘后红印, 修护屏障	抗痘祛红, 减油光嫩肤质
价格	240元/15ml	270元/15ml	255元/50g
GMV占比	40%+	10%+	10%+

达尔肤杏仁酸精华竞品分析 (月销单位: 件数)

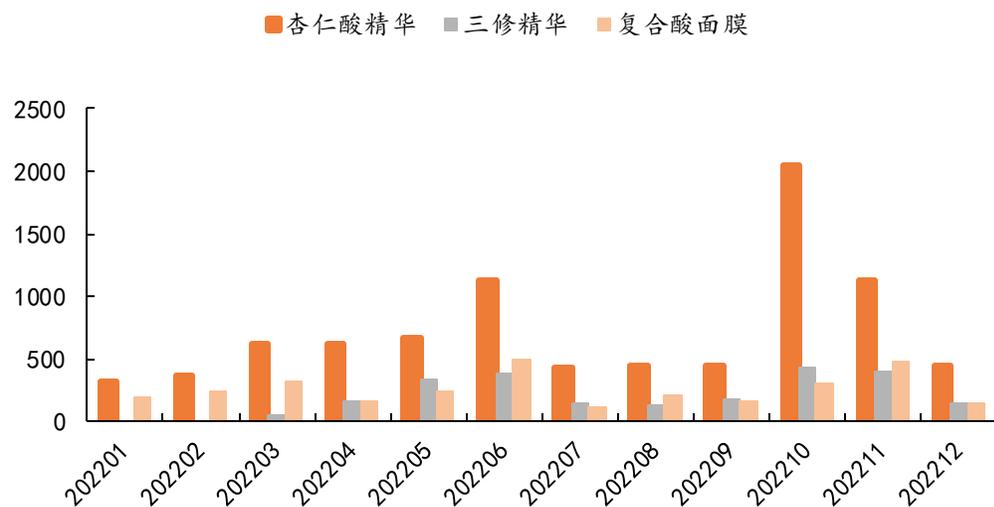
品牌	产品	成分配方	价格	月销
达尔肤	杏仁酸8%精华	5%杏仁酸+2%水杨酸+1%焦葡酸	240元/15ml	8000+
HFP	乳糖酸精华	8%乳糖酸+葡糖酸内酯+琥珀酸复合酸矩阵	189元/15ml	1000+
修丽可	五酸精华	甘醇酸+辛酰水杨酸+柠檬酸+水杨酸+二元酸	830元/30ml	700+
The Ordinary	10%杏仁酸精华	10%杏仁酸+透明质酸精华	95元/30ml	600+
芙清密钥	扁桃酸精华	8%复合酸配比 (0.15%羟基癸酸+2%水杨酸+3.84%扁桃酸+2.01%羟基乙酸)	108元/15ml	400+
城野医生	轻酸瓶	5%高纯杏仁酸	299元/30ml	300+
理肤泉	三酸精华	4.5%果酸 (羟基乙酸&柠檬酸)+1.5%水杨酸+0.45%辛酰水杨酸+2%烟酰胺	275元/30ml	200+

资料来源: 天猫, 炼丹炉, 平安证券研究所

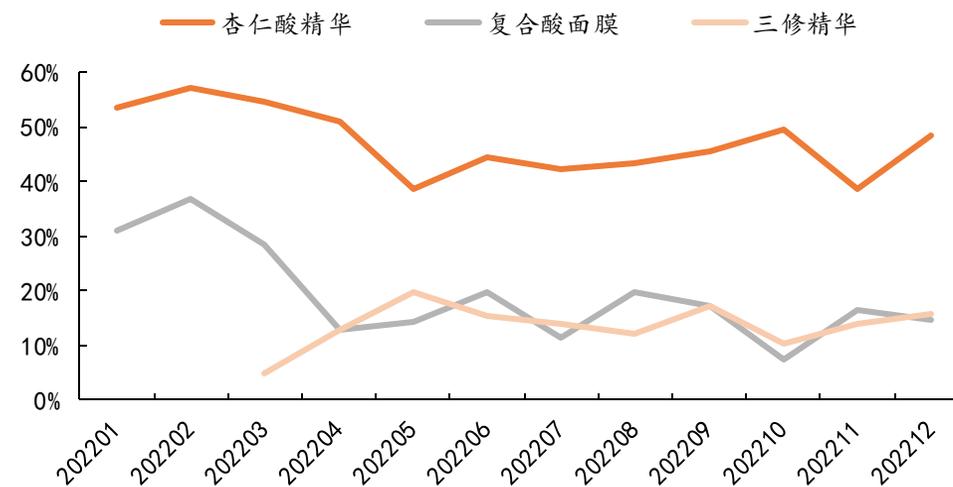
## DR. WU: 王牌杏仁酸精华叩开市场，连带新品逐渐起量

- 基于痘前痘后场景拓展产品矩阵，结合核心大单品连带，新品快速贡献新增量。公司结合Open Lab研发成果，先后推出复合酸面膜、三修精华等新品，前者适用于周期护理或针对突发性痘痘起到消肿褪红功效，后者可解决痘后红印、屏障受损问题，满足痘前、痘后的需求场景。在新品推广上，公司结合杏仁酸大单品进行连带，将复合酸面膜、三修精华与杏仁酸精华进行搭售，提供痘肌日常护理+周期护理/刷酸+酸后护理护肤方案。痘肌场景延伸+核心大单品连带带动下，新品快速起量。据炼丹炉数据，三修精华推出后三个月月销突破300万元，占店铺销售比重达到20%，全年平均占比达到16%，贡献新增量。2022年双11期间，新品三修精华获得天猫修复精华热销榜TOP4，崭露头角。

2022年1月-2022年12月达尔肤主力单品销售额趋势（万元）



2022年1月-2022年12月达尔肤主力单品销售额占比趋势

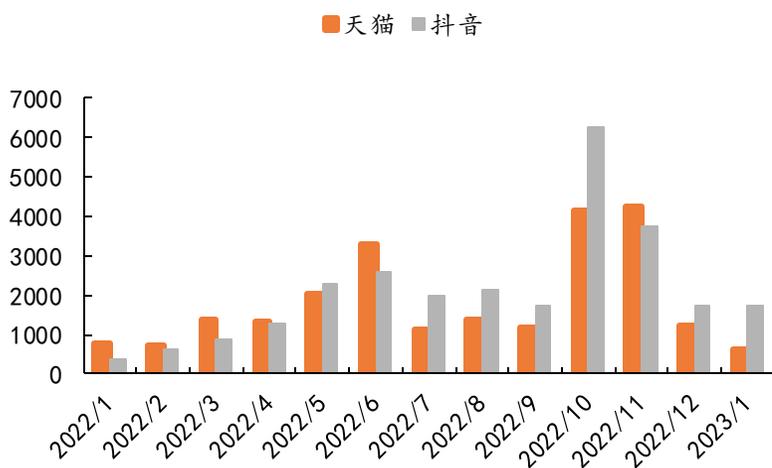


资料来源：天猫，炼丹炉，平安证券研究所

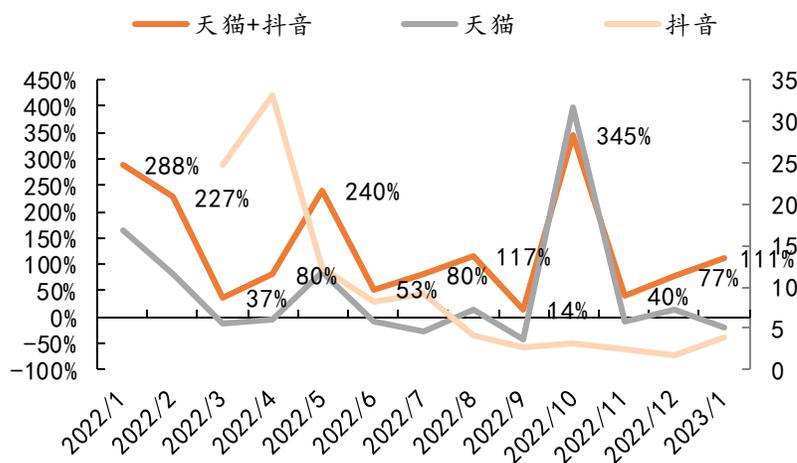
# DR. WU: 抖音表现亮眼, 自播占比近半

➤ 多渠道发力, 抖音快速增长, 自播占比近半。据炼丹炉及飞瓜数据, 2022年达尔肤天猫旗舰店、抖音平台成交额分别同比增长15%+、400%+, 抖音成为增长最快的渠道, 月度成交额接近天猫水平。从销售结构上看, 抖音平台成交主要来自品牌自播号, 近30天(1/6-2/8)品牌自播占比约为52%。目前品牌共有两个自播账号, 粉丝量分别为30.1万、3.6万, 用户年龄层上略有区分。达播中, 头部红人(粉丝量500万以上)成交占比23%, 其中美妆垂类达人、“刷酸一哥”骆王宇(粉丝量2000万)对销售贡献最大, 其他合作的头部红人还包括多余和毛毛姐、仙姆SamChak、搭搭随便夫妇、崔佳楠等; 肩部达人(粉丝量100-500万)成交占比21%; 腰部达人、潜力主播占比5%以内。

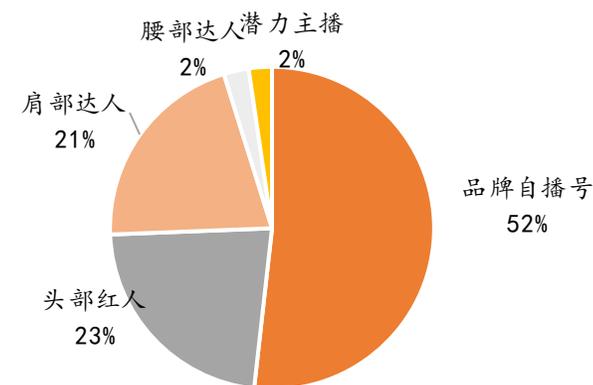
2022年1月-2023年1月达尔肤天猫及抖音渠道成交额(万元)



2022年1月-2023年1月达尔肤天猫及抖音渠道成交额同比增速



近30天达尔肤品牌抖音平台成交结构



品牌自播账号矩阵	粉丝数	预估销售额
DR. WU达尔肤官方旗舰店	30万	250-500万元
达尔肤官方旗舰店	3.6万	100-250万元

资料来源: 炼丹炉, 飞瓜数据, 抖音, 平安证券研究所

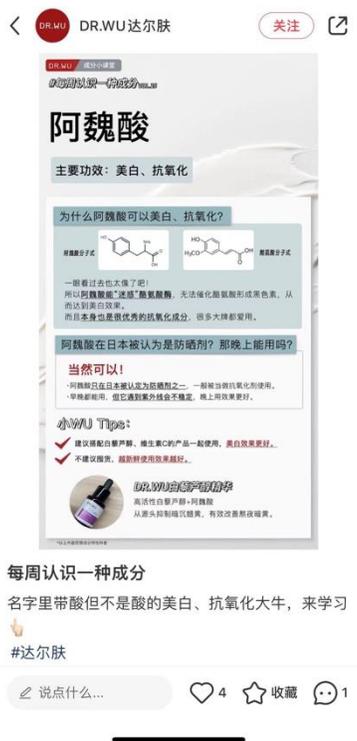
# DR. WU: 专业内容加持, 深化医研心智

➤ 专业内容加持, 深化医研心智。为进一步强化医研、功效品牌心智, 2022年底达尔肤推出全新科普栏目《专家请回达》, 传递科学护肤理念和正确护肤方法, 每期邀请权威皮肤学专家为用户在线解答问题, 第一期嘉宾邀请到国内著名院校附属医院皮肤科教授、主任医师赖维教授, 讲解痤疮成因、分类及处理方法, 抖音播放量超过8000次。同时, 品牌在微信、小红书、微博、抖音社媒渠道均开通了专业科普栏目, 结合皮肤科医生专家, 讲解产品使用方法、祛痘方法等。对于引流到私域的会员用户, 品牌客服会分享一份护肤笔记, 可在文档中查看辨别自己的肤质, 并且找到对应肤质的产品使用方法和注意事项, 提供专业的、一对一的护肤建议。



抖音  
专家请回达栏目

## 达尔肤各社交平台科普内容



小红书  
每天认识一种成分



微信公众号  
专业·科普栏目

微博  
痘肌护肤课堂

资料来源: 品牌抖音官号, 品牌小红书官号, 品牌微信公众号, 平安证券研究所

## Gal é nic: 法国高端科技护肤品牌，背靠欧洲知名药企

- 法国高端科技护肤品牌，背靠欧洲知名药企。2020年11月公司正式收购法国皮尔法伯集团旗下高端美妆品牌Gal é nic科兰黎，收购后，皮尔法伯集团将持有品牌10%的少数股权。皮尔法伯集团是欧洲著名药企之一，业务遍及全球，旗下医学护肤板块包括雅漾、DUCRAY、KLORANE、馥绿德雅等品牌。品牌诞生于1970年代，由法国著名药剂师、“医学护肤”理念之父皮尔法伯亲手创立，拥有36个产品专利技术，只在欧洲高端药房销售，具有较好口碑。逸仙收购后保留并发扬了其独有的法式基因，并进一步支持品牌在全球的继续发展，尤其是中国大陆市场，同时与皮尔法伯集团继续合作研发及生产科兰黎的产品，研发和生产基地均设在法国。集团层面，公司借此战略合作融合皮尔法伯集团在产品研发和品牌建设上的实力和丰富经验，有望赋能多品牌矩阵发展。

### 法国科兰黎品牌历史



年份	重要事件
1978	皮尔·法伯博士于1978年在法国巴黎创立科兰黎品牌，是欧洲最早将医药科学与美容护肤结合的品牌之一，也是最早在法国药房销售的高端护肤品牌之一
1990s	多次登上《Elle》，《Marie Claire》等时尚大刊，1990年被《Marie Claire》赋予“肌肤理想伴侣”高度评价
2017	荣获Elle Beauty Star China Awards
2018	获爱丽时尚网年度美妆大奖
2020	逸仙电商收购科兰黎90%多数股权，支持品牌在全球的继续发展
2021	天猫国际入驻1年累计销售额破千万，双11获得天猫国际面部精华新品牌NO. 1
2022	双11天猫快消新品牌开门红全周期品牌TOP1

## Galénic: 从美白功效到抗衰, 逐步扩充产品线

- 以强功效的美白精华作为首发单品, 树立科技护肤品牌心智。抗氧1号VC精华是品牌推向市场的第一大单品, 以“一夜焕亮”为卖点, 核心功效为美白、抗氧化, 并且见效快, 但需要皮肤建立耐受, 是一款相对高阶的猛药型产品, 以此树立科技护肤的品牌形象。产品的核心成分为20%的高浓度原型VC, 通过专研的透皮吸收技术, 实现了原型VC活性、浓度和透皮吸收率的最优组合。与普通的20%原型VC精华相比, 科兰黎VC精华在使用1支后就有比较明显的肤色提亮效果。产品上市第一天销售额突破100万元, 登上天猫精华TOP1, 2021年双11期间, 凭借VC精华的成功, 科兰黎获得天猫国际面部精华新品牌NO.1, 2022年双11持续热销, 带动品牌登上天猫开门红快消新品牌TOP1。
- 从美白拓展到抗衰, 产品线逐渐丰富。2022年5月品牌上线雪藻系列, 首发包括雪藻精华、雪藻眼霜两大产品, 主打抗衰。雪藻系列添加了品牌专研成分雪藻胜肽, 具有较好的刺激胶原新生的功效。目前新品培育稳步推进中。



**抗氧1号VC次抛精华**  
成分: 20%原型活VC、玻尿酸原液  
功效: 抗氧化, 美白焕亮  
价格: 1580元/24组  
使用方法: 建议每3天使用1支



### 雪藻系列

**雪藻精华**  
成分: 专研雪藻胜肽  
功效: 紧致膨弹, 亮透年轻  
价格: 1670元/30ml



**雪藻眼霜**  
成分: 专研雪藻胜肽、独家Rheolique类肉毒多肽  
功效: 淡纹紧致眼周  
价格: 1270元/15ml

# Galénic: 明星、超头助力提升品牌声量，抖音渠道表现亮眼

- 邀请明星、超模、KOL等助力品牌推广，进入李佳琦直播间。科兰黎品牌的营销打法相对节制，没有复制公司传统的大规模种草营销+私域流量复购打法，以保证高端品牌格调。2021年来，品牌相继邀请人气演员金晨、国际超模何穗等进行品牌推广，合作KOL分享产品使用体验，并进入超头主播李佳琦直播间，重点推广VC精华、雪藻精华两大单品。在李佳琦的助推下，2022年双11预售首日品牌即实现5万+预定量，预估成交额7500万元。
- 抖音渠道表现亮眼，重点发力自播。据飞瓜数据，2022年3月科兰黎抖音平台成交额首次突破1000万元，818大促期间科兰黎抖音渠道销售创下新高，位居抖音护肤自播单账号TOP1，抖音VC精华TOP1，此后每月成交额持续稳在1000万元以上。2022年11月适逢大促，科兰黎抖音成交额接近1亿，排名抖音美妆行业第40名，实现较好爆发。为把控品牌调性，科兰黎在抖音渠道主要发力自播，平销阶段，品牌自播号成交额占比达到77%（近30天数据）。

## 科兰黎品牌推广

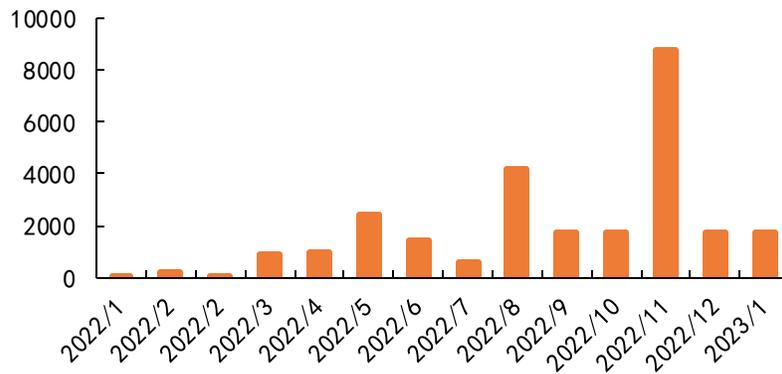


官宣品牌特邀明星  
金晨推广抗氧1号  
VC精华

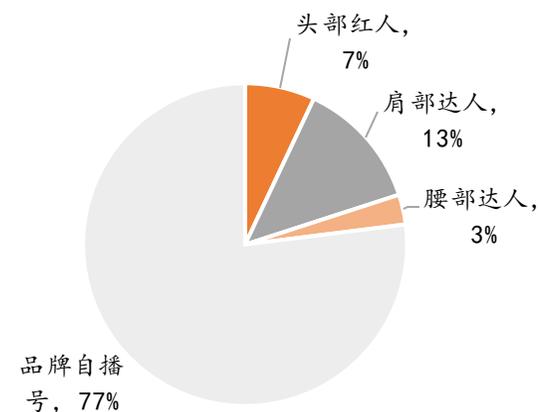


官宣品牌挚友  
国际超模何穗

## 2022年1月-2023年1月科兰黎品牌抖音平台成交额（万元）



## 近30天科兰黎品牌抖音平台成交来源

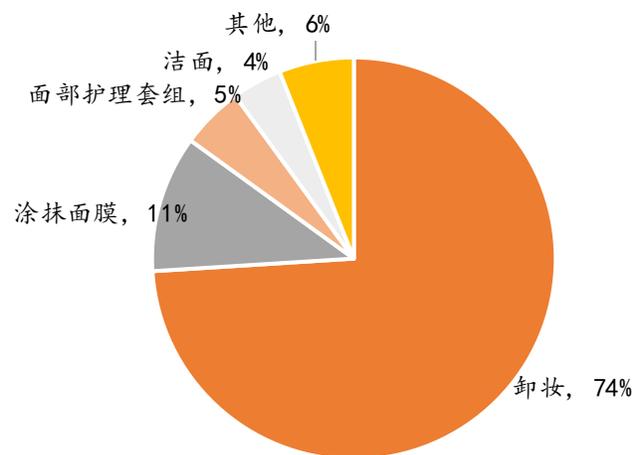


资料来源：飞瓜数据，平安证券研究所

## EVE LOM: 英国奢养护肤, 卸妆膏为明星单品

- 英国高端奢养护肤品牌, 秉持“发光肌从清洁开始”的护肤理念。Eve Lom品牌由同名明星美容师Eve Lom女士于1985年在伦敦创立, 距今已有40多年历史, 秉持“发光肌从清洁开始”的护肤理念, 旗下拥有洁颜霜、洁净面膜、洁颜油胶囊等产品, 其中明星单品洁颜霜也有卸妆膏中的爱马仕之称号。其产品在全球700+高端商场及专柜有售, 品牌的高端SPA美容护肤沙龙也受到欧洲众多皇室贵族喜爱, 创始人Eve Lom女士曾因其对英国护肤行业的贡献, 于2012年被英国皇室授予大英帝国员佐勋章。
- 卸妆为核心品类, 经典洁颜霜、洁净面膜、洁颜油胶囊为前三大单品。据炼丹炉数据, 近12个月品牌天猫旗舰店74%的成交额来自卸妆品类, 11%为涂抹面膜品类。经典洁颜霜为品牌第一大单品, 在双11大促中已经连续两年蝉联天猫高端卸妆类目第一。2022年11月品牌推出新品恒金精华, 拓展到精华类目, 主打淡纹抗老功效。

近12个月品牌天猫旗舰店成交品类结构 (按销售)



品牌天猫旗舰店主力单品

产品	经典洁颜霜	亮彩洁净面膜	焕彩洁颜油胶囊
图示			
卖点	养卸合一, 奢宠发光	SPA级清洁, 急救熬夜	一粒一卸, 洁净随行
价格	490元/50ml	410元/50ml	560元/62.5ml
月销	1000+	300+	100+

资料来源: 天猫, 炼丹炉, 平安证券研究所

## 目录 CONTENTS

- 典型的成长型企业，从高光到低谷，再寻求二次出发
- OCF连续两个季度为正，净利润扭亏有望
- 数千亿的国内美妆市场，本土企业成长空间巨大
- 完美日记品牌从无到有，并逐步走稳
- 转型看点：三大护肤品牌
- 投资建议与风险提示

## 投资要点

- **逸仙电商是国内领先的化妆品公司**，主品牌完美日记创立3年零售额即突破30亿，2021年公司整体收入规模超50亿元，属于国内头部级化妆品集团。多年来，通过孵化与并购，公司已拥有涵盖彩妆和护肤的多品牌矩阵。2021年以来，公司所处的外部环境以及内部组织均发生了较大变化。面对逐渐成熟的化妆品市场与国内外同行激烈的竞争，公司选择从流量打法转型品牌打法，优化彩妆、发力护肤，在拥有强大运营能力的基础上，大力补足研发、夯实产品、塑造品牌，以寻求长期可持续发展。
- **复盘：成功将完美日记“从0做到10”，整合运营能力毋庸置疑。**完美日记成功抓住彩妆低渗透+流量红利，2017年以“大牌平替”切入彩妆市场，2019年成为天猫彩妆双11首个登顶榜首的国货品牌。产品端，侧重眼妆、唇妆品类，从消费者需求出发，玩转高颜值+IP联名，结合大促节点重点打造1-2款大爆款。营销端，最早从时尚圈切入，借力明星、KOL深入年轻人聚集的各类圈层，结合内容营销，快速形成品牌声量与口碑。公司对新流量平台反应敏锐，乘小红书之风快速崛起，随即全面布局B站、抖音、淘宝直播等新平台，并利用微信生态发展私域沉淀，成为行业标杆。
- **近期变化：转型初显成效，经营质量不断改善。**1) 2021年来两位联合创始人离职，引起人事动荡，目前已经趋于稳定，2022年底推出新的股权激励额度，以吸引留住更多人才。2) 财报端，护肤品牌收入已经连续2个季度占比超过30%，随着护肤持续增长+彩妆企稳，营收结构拐点有望显现。在毛利和营销效率优化下，公司净亏损季度环比持续收窄，经营性现金净流量也已连续2个季度转正。3) 重点经营的三大中高端护肤品牌达尔肤、科兰黎、Eve Lom现基本完成中国市场0-1的孵化，各品牌均成功打造了细分领域领先的第一个大单品，新品稳步推进，处于良性发展轨道。4) 彩妆方面，完美日记推进品牌升级，控制折扣、调整品类结构、优化渠道效率，短期规模出现收缩，但长期有利于品牌健康发展。目前完美日记的折扣控制已有所成效，线下关店接近尾声，抖音等新渠道有所增长。

## 风险提示

- **行业竞争加剧：**国内美妆市场竞争激烈，跨国集团、本土传统美妆企业、本土新锐企业相互竞争，随着消费者逐渐成熟、行业监管趋严、供给不断丰富，品牌竞争逐渐回归产品和品牌，企业成长也从单一的渠道或流量要素走向研发&产品&渠道&营销&运营等多要素驱动，若公司产品竞争力不够强、品牌建设薄弱，可能面临市占率下降或盈利能力下降的风险。
- **新品类经营不及预期：**不同的化妆品品类在经营方式上有所不同，过去公司主营彩妆，依托爆品打法迅速崛起，目前正在延展至护肤等领域，运营方法不精准可能导致新品类培育不及预期。
- **新品牌孵化不及预期：**新品牌在孵化阶段需要较高的营销前置费用支撑，若品牌拉新后无法维持用户的复购，营销费用居高不下，则可能存在业绩不达预期的风险。
- **新渠道拓展不及预期：**化妆品行业渠道变化快，而新兴业态往往能带来一定红利期，若公司未能及时把握新渠道红利，则可能面临增速放缓、市场份额丢失的风险。
- **产品质量控制风险：**公司生产模式主要依赖于代工，若产品质量控制不到位，则可能影响品牌口碑。

## 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

## 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。