

# 强于大市

# 彩妆行业深度报告

## 产品革新渠道变迁，本土彩妆品牌崛起时

中国彩妆行业规模增长稳健，人均消费仍有空间，国货发展迅速。产品上，彩妆产品本土化、高端化趋势显著，子品类的发展趋势存在差别。渠道上，电商渠道高增，彩妆集合店等新渠道蓬勃发展。营销上，行业龙头公司注重线上营销，公域+私域推动流量转化，个人 IP、粉丝经济助力产品销售。

### 支撑评级的要点

- **彩妆行业维持稳健增长，人均消费仍有发展空间，国货崛起。**近年来，除 2020 年受疫情冲击外，彩妆行业规模保持稳健增长。2022 年中国、日本、韩国、美国的人均彩妆消费分别为 39.33/207.86/321.01/414.32 元。相比海外成熟市场，中国人均彩妆消费水平仍有较大发展空间。细分赛道中，2021 年底妆品类销售额同比增长 13.1% 至 325.92 亿元，显著领先其它品类。2022 年 CR3/CR5/CR10 分别为 43.9%/54.3%/70.4%，未来随着龙头品牌优势巩固，集中度有望提升。国货崛起显著，市占率前十品牌中国货品牌位次不断上升。2022 年花西子市场份额 5.4% 位列第三，完美日记市场份额 3.1% 位列第六，维持良好发展态势。
- **国内市场彩妆产品本土化、高端化，子品类各有趋势。**近年来，国内消费者对国货彩妆的认同感逐渐上升，以花西子、彩棠、毛戈平为代表的国货品牌争相把握国潮风尚，打造差异化品牌形象，取得不错增长。国内彩妆产品本土化趋势显著，2022 年位列市占率前十的国产品牌总和达 11.3%，增长态势良好。中国彩妆市场逐渐向高端转化，2017-2022 年高端彩妆品牌在中国市场的份额上升 14.1pct 至 36.2%。当前，彩妆子品类产品各有其发展趋势，眼唇部产品同质化竞争激烈，品牌通过联名等方式进行差异化竞争；以底妆为代表的面部产品由于技术壁垒较高，品牌致力于推动产品向功效化、护肤化发展。
- **彩妆销售渠道发生较大变迁，电商渠道快速增长，彩妆集合店发展良好。**彩妆销售渠道主要有百货、KA、CS、电商四大渠道。当前电商渠道规模大、增速高。随近年来中国电子商务市场规模扩大，电商渠道保持高速增长。当前，直播兴起为彩妆电商渠道带来新的发展红利，2023 年“618”活动期间抖音美妆 GMV 增长迅速，同比增长 69% 至 156 亿元。CS 渠道中，以多品牌多品类、时尚化年轻化为特点的彩妆集合店保持良性发展，吸引年轻群体目光。在新兴渠道冲击下，百货渠道占比有所下降。
- **行业内公司增加线上营销投入，个人 IP、粉丝经济助推品牌成长。**当前行业各公司重视线上营销投入，销售费用率水平较高且呈上升趋势。线上渠道营销方面，各公司重视私域流量建设，推动流量沉淀与转化，同时将公域、私域有机结合，实现“认知-转化-复购”的营销闭环。近年来，产业名人进军彩妆行业，进一步增强品牌竞争力，提升品牌溢价空间，以珀莱雅旗下彩棠品牌为例，彩棠连续 2 年实现高增长，2022 年同比增长 132.04% 至 5.72 亿元。

### 投资建议

- 近年来，彩妆行业规模稳健增长，行业集中度上升，国货品牌表现亮眼。本土彩妆产品趋向本土化和高端化，细分品类趋势分化。另外，彩妆电商渠道销售增长迅猛，线上渠道投入高增，明星代言推动粉丝经济。中国彩妆行业保持高增长，国产彩妆品牌崛起，未来可期。**重点推荐：**珀莱雅。**建议关注：**毛戈平，逸仙电商。

### 风险提示

- 新品拓展不及预期，行业竞争加剧，市场需求变化风险。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格  
美容护理

证券分析师：郝帅  
(8610)66229231  
shuai.hao@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

证券分析师：丁凡  
fan.ding@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300521090001

证券分析师：杨雨钦  
yuqin.yang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300523070003

## 目录

一、彩妆行业丰富多元，稳健发展.....	5
1.1 行业概况：彩妆产品品类丰富，化妆流程细致、涉及产品众多 .....	5
1.2 行业规模：彩妆保持稳健增长，底妆产品是重点 .....	6
1.3 竞争格局：重点品牌认可度增加促使行业集中度上升，国货品牌突出重围 .....	8
二、产品：国内彩妆产品本土化、高端化，子品类各有趋势 .....	11
2.1 中国彩妆市场本土化趋势显著，营销+产品助力国货品牌突围 .....	11
2.2 中国彩妆市场向高端转化，高端彩妆发展空间较大 .....	13
2.3 彩妆产品种类多样，细分品类趋势分化 .....	13
三、渠道：电商渠道快速增长，推动彩妆销售渠道变迁 .....	16
3.1 总体情况：彩妆销售渠道多元，电商渠道规模大、增速高 .....	16
3.2 电商渠道保持高速增长，彩妆集合店发展良好 .....	16
四、营销：线上渠道投入增加，粉丝经济赋能销售 .....	19
4.1 同业竞争加剧，营销投入增加 .....	19
4.2 线上渠道持续发展，公域+私域构建营销闭环 .....	20
4.3 个人 IP 加码品牌价值 .....	22
4.4 粉丝经济提升明星代言效用 .....	24
五、投资建议 .....	25
5.1 珀莱雅：旗下化妆师彩妆品牌彩棠大单品优秀，带动高速增长 .....	25
5.2 毛戈平：本土化妆品牌代表，彩妆业务占比高，未来前景可期 .....	25
5.3 逸仙电商：彩妆业务品牌众多品类丰富，近期实现扭亏 .....	26
六、风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1. 彩妆产品分类及其功效.....	5
图表 2. 上妆流程细致、涉及品类丰富 .....	6
图表 3. 中国化妆品行业规模（单位：亿元） .....	6
图表 4. 世界主要国家彩妆市场规模（单位：亿元） .....	7
图表 5. 世界主要国家人均彩妆消费（单位：元） .....	7
图表 6. 中国分品类彩妆销售额及增速（单位：亿元） .....	7
图表 7. 2022 年中国分品类彩妆销售额占比 .....	8
图表 8. 中国彩妆市场行业集中度（单位：%） .....	8
图表 9. 中国市场彩妆品牌市场份额（单位：%） .....	9
图表 10. 主要彩妆品牌矩阵 .....	9
续 图表 10. 主要彩妆品牌矩阵.....	10
图表 11. 2022 年 50%左右消费者对国潮美妆支持态度 .....	11
图表 12. 中国彩妆市场主要国产品牌市场份额呈上升趋势（%） .....	11
图表 13. 花西子明星单品及产品特色 .....	12
图表 14. 彩棠明星单品注重贴合中国人面部特色，包装采取国风配色设计 .....	12
图表 15. 毛戈平明星单品针对东方肤色和五官脸型研制 .....	12
图表 16. 中国彩妆市场高端品牌市占率不断增加（%） .....	13
图表 17. 彩妆产品分类及趋势.....	13
图表 18. 眼唇部彩妆差异化营销打造产品特色.....	14
图表 19. 面部彩妆产品添加养肤成分 .....	14
图表 20. 各品牌养肤底妆表现优异.....	15
图表 21. 彩妆销售渠道情况 .....	16
图表 22. 2007-2022 年中国彩妆各渠道销售额占比情况.....	16
图表 23. 2012-2022 年中国电商市场规模情况（单位：万亿元） .....	16
图表 24. 20011-2022 年彩妆电商渠道销售情况（单位：亿元） .....	16
图表 25. 2017-2022 年电商直播市场规模情况（单位：亿元） .....	17
图表 26. 2023 年“618”期间直播电商销售高速增长.....	17
图表 27. 中国彩妆市场主要彩妆集合店融资情况.....	18
图表 28. 彩妆集合店特点 .....	18
图表 29. 彩妆护肤行业主要公司销售费用情况.....	19
图表 30. 彩妆行业主要公司线上营销策略 .....	20
图表 31. 美妆营销线上渠道运营机制 .....	20
图表 32. 不同平台上采取的营销策略有所不同.....	21
图表 33. 社媒直播电商经营规模.....	21
图表 34. 完美日记金字塔 KOL 结构.....	21
图表 35. 彩妆行业主要品牌私域运营举措及成效.....	22

图表 36. 私域营销各部分内容及用途.....	22
图表 37. 国内外由名人创立的主要美妆品牌 .....	23
图表 38. 彩棠结合创始人形象.....	23
图表 39. 彩棠创始人唐毅实现个人流量向品牌引流.....	23
图表 40. 彩棠创始人为产品提供一定背书 .....	23
图表 41. 彩棠创始人 IP 帮助品牌爆款打造 .....	23
图表 42. 明星代言推动产品销售增长典型机制.....	24
图表 43. 各彩妆品牌明星代言成效.....	24
图表 44. 珀莱雅公司营收持续增长.....	25
图表 45. 彩棠品牌增速亮眼 .....	25
图表 46. 毛戈平总营收连年增长.....	26
图表 47. 毛戈平主品牌彩妆销售趋于平稳，占比接近 60% .....	26
图表 48. 逸仙电商扭亏为盈 .....	26
图表 49. 逸仙电商旗下彩妆业务发展情况，后续有望占比恢复至 80%.....	27

## 一、彩妆行业丰富多元，稳健发展

### 1.1 行业概况：彩妆产品品类丰富，化妆流程细致、涉及产品众多

彩妆品类丰富，覆盖消费者多元精细化需求。彩妆是化妆品中的一大品类，主要指用于脸部、眼部、唇部的美容化妆品，其主要作用是赋予皮肤色彩，修正肤色或加强眼、鼻部位的阴影，以增加立体感，从而使之更具魅力。同时，也可用于遮盖雀斑、伤痕、痣之类的皮肤缺陷。彩妆按照产品功能可分为底妆产品、唇妆产品、眼妆产品、化妆工具及卸妆产品，不同品类的特定功效差异较大，难以相互替代，众多品类彩妆产品覆盖消费者多元化需求。

图表 1. 彩妆产品分类及其功效

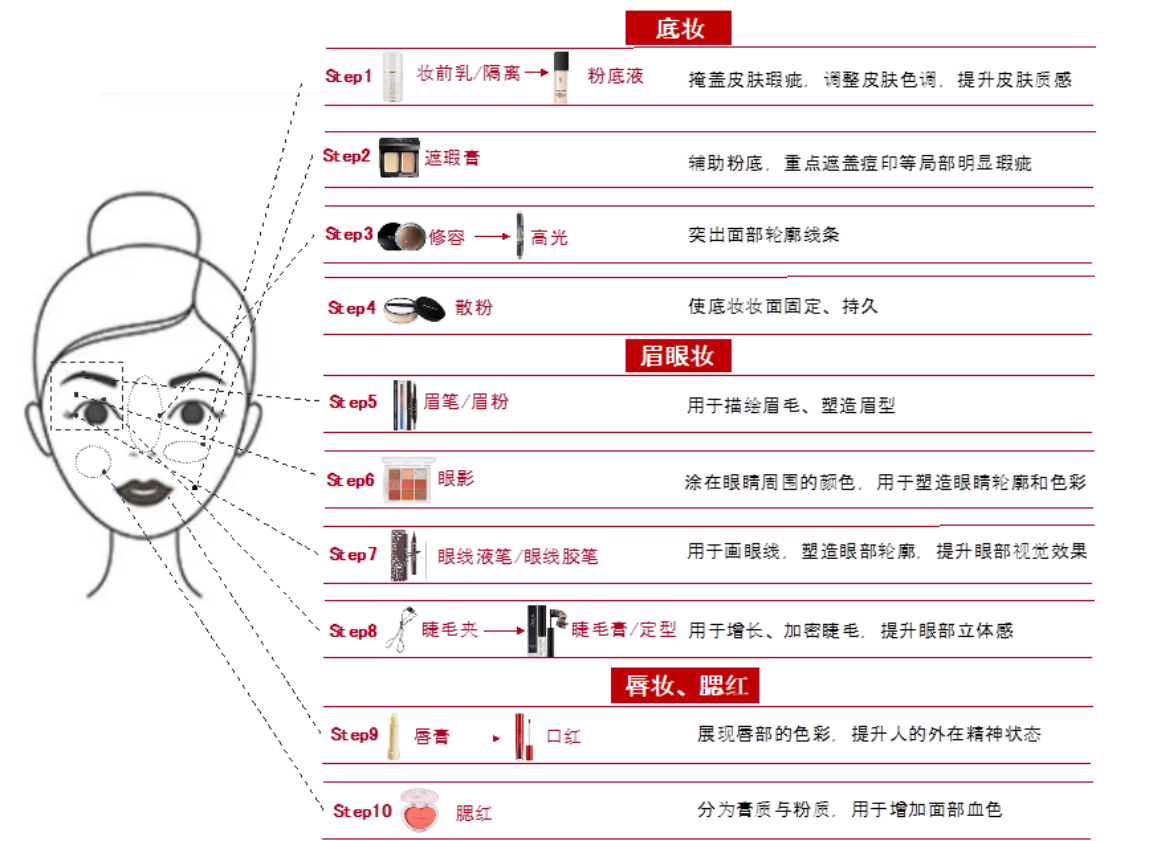
品类	具体产品	代表产品	价格区间（元）
底妆产品	隔离霜	兰芝隔离霜、彩棠妆前乳、兰蔻小白管	50-600
	粉底	DW 持妆粉底液、阿玛尼权力粉底液、植村秀小方瓶粉底液	50-1000
	遮瑕	彩棠遮瑕盘、NARS 遮瑕蜜、毛戈平双色遮瑕膏	30-300
	散粉	MAC 绝紫散粉、悦诗风吟控油散粉、NARS 蜜粉	30-500
	高光	毛戈平高光膏、MAC 生姜高光、BOBBI BROWN 五花肉高光	30-300
	腮红	3CE 单色腮红、卡姿兰腮红、橘朵腮红	20-100
唇妆产品	修容	橘朵修容盘、HEDONE 三色修容盘、彩棠三色修容盘	30-300
	口红与唇彩	娇兰臻彩宝石口红、YSL 小黑条口红、阿玛尼红管口红	30-700
	唇线笔	花洛莉亚唇线笔、橘朵唇线笔、雅诗兰黛唇线笔	15-300
眼妆产品	眼线笔	花洛莉亚眼线液笔、橘朵眼线笔、KISSME 眼线笔	10-300
	眉笔	植村秀眉笔、珂拉琪小金筷眉笔、芭贝拉眉笔	10-200
	睫毛膏	KISSME 浓密睫毛膏	20-300
	眼影	卡姿兰十色眼影盘	20-800
卸妆产品	卸妆品	美宝莲眼唇卸妆油	30-500

资料来源：毛戈平招股书，淘宝，中银证券

从具体流程上看，化妆流程步骤较多，涉及产品品类丰富。化妆流程按先后顺序大致包括护肤、底妆、眉眼妆、修容、唇妆五个阶段。1) 底妆：妆前乳/隔离 + 粉底液/气垫 + 遮瑕膏 + 修容/高光 + 定妆，底妆产品功效趋于精细化，打造适合不同肤质的服帖妆容。2) 眉眼妆：眉笔/眉粉 + 眼影 + 眼线 + 睫毛夹 + 睫毛膏，眼影、眼线色彩搭配不断创新，轻松打造各种妆容。3) 唇妆、腮红：唇膏 + 口红+腮红，口红质地、色彩不断丰富，助力不同场合妆容打造。各环节相关产品品类丰富，覆盖不同肤质消费者对不同妆效以及不同价位产品的全面需求。



图表 2. 上妆流程细致、涉及品类丰富



资料来源：淘宝，中银证券

## 1.2 行业规模：彩妆保持稳健增长，底妆产品是重点

作为化妆品三大细分品类之一，2021 中国彩妆行业规模达 656.52 亿元，同比增长 10.11%，呈稳健增长趋势。据 Euromonitor 统计，2021 年中国美容个护/皮肤护理/彩妆市场规模分别为 5686.05/2938.06/656.52 亿元，同比增速达 8.93%/8.70%/10.11%，其中彩妆占比最小但增速最高。疫情期间消费者出行场景减少，彩妆消费受冲击。长期来看，未来消费者求美需求持续增长背景下，彩妆市场有望维持稳健增长。

图表 3. 中国化妆品行业规模（单位：亿元）

行业细分		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
美容个护	规模	4226.18	4849.95	5214.52	5680.25	5318.13	5791.66	6179.29	6554.09	6923.44
	yoy		14.76%	7.52%	8.93%	-6.38%	8.90%	6.69%	6.07%	5.64%
	占比	62.07%	61.46%	61.26%	61.26%	61.58%	61.70%	61.71%	61.72%	61.73%
皮肤护理	规模	2130.75	2448.98	2700.8	2935.75	2762.67	2982.82	3182.85	3373.09	3556.95
	yoy		14.94%	10.28%	8.70%	-5.90%	7.97%	6.71%	5.98%	5.45%
	占比	31.30%	31.03%	31.73%	31.66%	31.99%	31.78%	31.78%	31.76%	31.71%
彩妆	规模	451.3	592.51	596.25	656.52	555.3	612.51	651.85	692.47	735.37
	yoy		31.29%	0.63%	10.11%	-15.42%	10.30%	6.42%	6.23%	6.20%
	占比	6.63%	7.51%	7.01%	7.08%	6.43%	6.53%	6.51%	6.52%	6.56%

资料来源：Euromonitor，中银证券

彩妆市场规模增速平稳，相比海外仍有较大发展空间。近年来，除 2022 年疫情导致短期波动外，中国彩妆市场规模增速总体平稳，行业规模及其增速均远超日韩、仅次于美国。2022 年中国、日本、韩国、美国的人均彩妆消费分别为 39.33/210.67/327.43/409.92 元。相比海外成熟市场，当前中国人均彩妆消费水平较低，随着消费者求美需求持续增长，未来中国彩妆行业仍有较大发展空间。

图表 4. 世界主要国家彩妆市场规模（单位：亿元）

国家		2018	2019	2020	2021	2022
中国	规模	451.3	592.51	596.25	656.52	555.3
	yoy	30.57%	31.29%	0.63%	10.11%	(15.42%)
日本	规模	403.41	408.19	267.33	233.38	264.83
	yoy	3.28%	1.19%	(34.51%)	(12.70%)	13.48%
韩国	规模	161.15	164.54	130.85	132.44	168.04
	yoy	0.38%	2.10%	(20.47%)	1.21%	26.89%
美国	规模	1317.59	1287.41	1058.89	1237.43	1370.28
	yoy	1.35%	(2.29%)	(17.75%)	16.86%	10.74%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 5. 世界主要国家人均彩妆消费（单位：元）

国家		2018	2019	2020	2021	2022
中国	规模	32.17	42.09	42.25	46.48	39.33
	yoy		30.82%	0.39%	10.01%	(15.38%)
日本	规模	318.12	322.34	211.72	185.69	210.67
	yoy		1.33%	(34.32%)	(12.30%)	13.45%
韩国	规模	312.39	317.85	252.43	255.94	327.43
	yoy		1.75%	(20.58%)	1.39%	27.93%
美国	规模	403.13	392.11	319.42	372.84	409.92
	yoy		(2.73%)	(18.54%)	16.72%	9.94%

资料来源：Euromonitor，中银证券

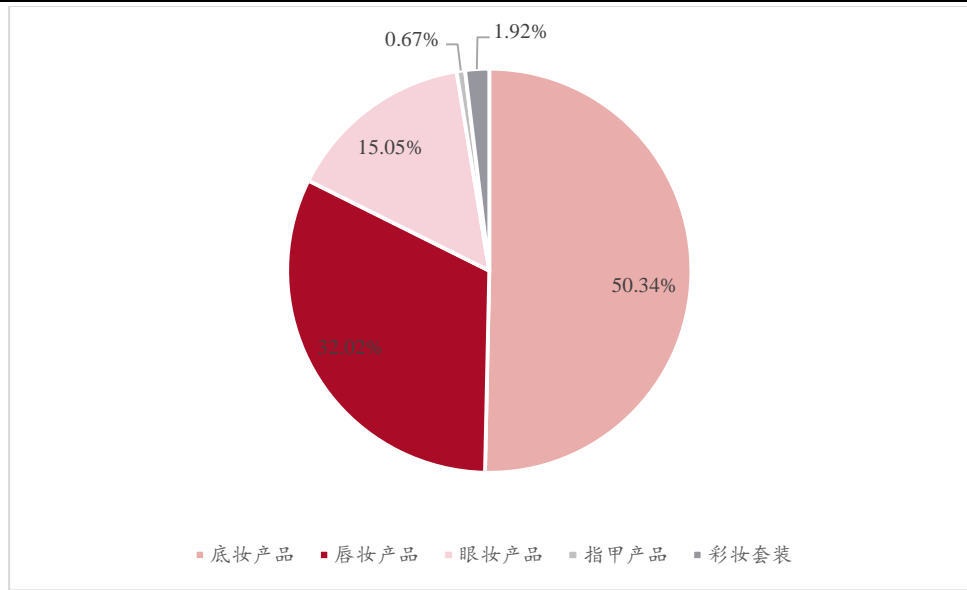
底妆是彩妆中占比最高的品类，细分赛道增速领先。2022 年底妆产品/唇妆产品/眼妆产品/指甲产品/彩妆套装分别实现销售额 279.52/177.81/83.56/3.74/10.66 亿元，其中底妆产品占彩妆销售额比重最大。随着消费者对服帖妆效的追求，预计底妆产品市场份额将进一步增大，据 Euromonitor 预测 2027 年底妆产品销售额达 422.49 亿元，2022-2027 年复合增速达 8.61%。

图表 6. 中国分品类彩妆销售额及增速（单位：亿元）

品类		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
底妆产品	销售额	280.52	288.24	325.92	279.52	311.01	336.56	363.31	392.57	422.49
	yoy	33.3%	2.8%	13.1%	(14.2%)	11.3%	8.2%	7.9%	8.1%	7.6%
	占比	47.35%	48.34%	49.64%	50.34%	50.78%	51.63%	52.47%	53.38%	54.26%
唇妆产品	销售额	203.26	195.47	210.54	177.81	195.04	205.03	215.05	224.83	234.35
	yoy	37.0%	(3.8%)	7.7%	(15.5%)	9.7%	5.1%	4.9%	4.5%	4.2%
	占比	34.31%	32.78%	32.07%	32.02%	31.84%	31.45%	31.06%	30.57%	30.10%
眼妆产品	销售额	89.53	94.78	101.47	83.56	91.28	95.65	100.07	104.46	108.90
	yoy	17.5%	5.9%	7.1%	(17.7%)	9.2%	4.8%	4.6%	4.4%	4.3%
	占比	15.11%	15.90%	15.46%	15.05%	14.90%	14.67%	14.45%	14.20%	13.99%
指甲产品	销售额	5.31	4.6	4.71	3.74	3.62	3.46	3.28	3.06	2.72
	yoy	4.1%	(13.3%)	2.5%	(20.6%)	(3.3%)	(4.4%)	(5.3%)	(6.4%)	(11.4%)
	占比	0.90%	0.77%	0.72%	0.67%	0.59%	0.53%	0.47%	0.42%	0.35%
彩妆套装	销售额	13.88	13.16	13.88	10.66	11.57	11.16	10.76	10.45	10.19
	yoy	23.9%	(5.2%)	5.5%	(23.2%)	8.6%	(3.6%)	(3.5%)	(2.9%)	(2.5%)
	占比	2.34%	2.21%	2.11%	1.92%	1.89%	1.71%	1.55%	1.42%	1.31%

资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 7. 2022 年中国分品类彩妆销售额占比



资料来源: Euromonitor, 中银证券

### 1.3 竞争格局: 重点品牌认可度增加促使行业集中度上升, 国货品牌突出重围

消费者对重点品牌认可度不断增加, 促进中国彩妆行业集中度呈上升趋势。国际品牌美宝莲、欧莱雅等较早进入中国彩妆市场, 随后花西子、完美日记等国货龙头崛起。重点彩妆品牌具备较强品牌力, 消费者对其认可度较高, 长期占据较大市场份额。2013~2022 年彩妆市场 CR3、CR5、CR10 均呈上升态势, 2022 年 CR3/CR5/CR10 达 43.9%/54.3%/70.4%。未来随消费者对于重点品牌认可度不断增加, 行业集中度有望持续提升。

图表 8. 中国彩妆市场行业集中度 (单位: %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CR3	37.0	37.6	38.4	39.3	38.8	38.6	41.4	41.6	42.8	43.9
CR5	45.0	45.8	47.7	48.4	48.9	49.9	53.0	55.1	56.7	54.3
CR10	58.4	60.1	62.1	61.3	62.0	62.7	67.3	70.9	73.0	70.4

资料来源: Euromonitor, 中银证券

市占率前十的品牌中本土彩妆品牌位次不断攀升, 国货崛起趋势显著。2020 年前, 彩妆头部品牌以国际品牌为主, 美宝莲持续位于市占率第一。随着文化自信的增强和国潮风的掀起, 彩妆国货品牌凭借其产品品质的提升以及相对于海外龙头彩妆品牌的价格优势, 逐年扩大市场份额。2020 年后, 头部国际品牌美宝莲、欧莱雅、迪奥等品牌市占率明显下滑, 2020 年完美日记登上彩妆品牌市场份额 Top1, 2021 年完美日记维持良好发展态势, 花西子品牌以 6.5% 的市场份额位于彩妆品牌市场份额 Top1, 国货品牌优势凸显。



图表 9. 中国市场彩妆品牌市场份额 (单位: %)

	2017		2018		2019		2020		2021		2022	
	品牌	份额	品牌	份额	品牌	份额	品牌	份额	品牌	份额	品牌	份额
1	美宝莲	8.3	美宝莲	6.5	迪奥	6.1	完美日记	6.7	花西子	6.5	圣罗兰	5.7
2	迪奥	4.7	迪奥	6.0	完美日记	5.1	迪奥	6.0	完美日记	6.3	迪奥	5.6
3	卡姿兰	4.5	兰蔻	4.3	美宝莲	5.1	花西子	5.1	迪奥	6.1	花西子	5.4
4	兰蔻	4.3	卡姿兰	3.8	兰蔻	4.9	兰蔻	5.0	兰蔻	5.1	兰蔻	5.4
5	梦妆	3.4	圣罗兰	3.3	魅可	3.8	美宝莲	4.0	圣罗兰	4.3	阿玛尼	3.3
6	欧莱雅	3.2	魅可	3.2	圣罗兰	3.7	圣罗兰	3.8	阿玛尼	3.4	完美日记	3.1
7	蜜丝佛陀	2.8	欧莱雅	2.7	卡姿兰	3.2	魅可	3.4	美宝莲	3	3CE	2.9
8	悦诗风吟	2.8	香奈儿	2.7	阿玛尼	3	阿玛尼	3.1	魅可	2.9	香奈儿	2.8
9	玛丽黛佳	2.5	梦妆	2.5	花西子	2.9	雅诗兰黛	2.6	香奈儿	2.8	卡姿兰	2.8
10	香奈儿	2.5	悦诗风吟	2.5	香奈儿	2.6	香奈儿	2.5	雅诗兰黛	2.7	魅可	2.7
11	魅可	2.2	蜜丝佛陀	2.4	雅诗兰黛	2.5	卡姿兰	2.5	卡姿兰	2.6	Nars	2.6
12	纪梵希	2.1	玛丽黛佳	2.2	纪梵希	2.5	欧莱雅	2.3	珂拉琪	2.5	雅诗兰黛	2.6
13	玫琳凯	1.9	纪梵希	2.2	欧莱雅	2.3	纪梵希	2.3	欧莱雅	2.3	美宝莲	2.6

资料来源: Euromonitor, 中银证券

注: 标红为国产品牌

奢侈品牌以国际品牌为主, 国货品牌集中在中高端及大众价位。我国彩妆市场上较为突出的国际品牌主要来源于欧莱雅、雅诗兰黛、爱茉莉和资生堂四家公司, 而国货品牌的母公司则较多。此外, 彩妆市场上的奢侈品牌大多为国际品牌, 国货品牌较少。在奢侈彩妆品牌中, 只有上海家化的双妹属于国货品牌; 我国的大多数彩妆品牌主要集中于中高端和大众价位, 中高端品牌有彩棠、玛丽黛佳、毛戈平, 大众品牌如韩雅、逐本、卡姿兰等。

图表 10. 主要彩妆品牌矩阵

定位	国际品牌			国货品牌		
	品牌	公司	价位 (元)	品牌	公司	价位 (元)
奢侈	赫莲娜	欧莱雅	400-12490	双妹	上海家化	300-4030
	海蓝之谜	雅诗兰黛	630-8800			
	雅芮	雅诗兰黛	230-2010			
	TOM FORD	雅诗兰黛	350-5330			
	爱茉莉太平洋	爱茉莉	240-6380			
	肌肤之钥	资生堂	130-7980			
	The Ginza	资生堂	60-1600			
中高端	阿玛尼	欧莱雅	180-10810	彩棠	珀莱雅	50-1880
	圣罗兰	欧莱雅	160-4780	玛丽黛佳	上海菲扬	50-700
	兰蔻	欧莱雅	250-4580	毛戈平	毛戈平	130-1880
	植村秀	欧莱雅	50-1840	花西子	宜格集团	40-1000
	URBAN DECAY	欧莱雅	110-600			
	BOBBI BROWN	雅诗兰黛	270-1830			
	雅诗兰黛	雅诗兰黛	250-1780			
	MAC	雅诗兰黛	100-1100			
	Too Faced	雅诗兰黛	130-390			
	雪花秀	爱茉莉	210-2200			
	IOPE	爱茉莉	100-450			
	资生堂	资生堂	200-3560			
茵芙莎	资生堂	90-1300				
NARS	资生堂	50-680				

资料来源: 公司官网, 淘宝, 中银证券

续 图表 10. 主要彩妆品牌矩阵

定位	国际品牌			国货品牌		
	品牌	公司	价位 (元)	品牌	公司	价位 (元)
大众	美宝莲	欧莱雅	30-270	韩雅	珀莱雅	60-640
	巴黎欧莱雅	欧莱雅	20-870	原色波塔	珀莱雅	40-310
	NYX	欧莱雅	10-1000	优资莱	珀莱雅	40-430
	3CE	欧莱雅	60-1600	悦芙媿	珀莱雅	30-240
	倩碧	雅诗兰黛	30-1340	逐本	杭州舒彩	30-350
	Dr.Jart+	雅诗兰黛	80-1010	卡姿兰	卡迪莲	10-1000
	smashbox	雅诗兰黛	10-1300	韩束	上美股份	30-800
	梦妆	爱茉莉	50-500	火烈鸟	上海芮尚	10-210
	悦诗风吟	爱茉莉	40-1000	完美日记	逸仙电商	20-600
	伊蒂之屋	爱茉莉	30-110	小奥汀	逸仙电商	40-300
	Easy Peasy	爱茉莉	90-750	珂拉琪	美尚股份	30-800
	艾丝珀	爱茉莉	140-320	橘朵	橘宜集团	10-370
	Rarekind	爱茉莉	10-450	美康粉黛	南京千秀	10-720
	SOON+	爱茉莉	20-100	稚优泉	上海丰邑	10-170
	BE READY	爱茉莉	40-170	滋色	杭州莱菲	20-400
	怡丽丝尔	资生堂	70-1230	Blank ME	上海永熙	60-360
	悦薇	资生堂	400-2520			
	欧珀莱	资生堂	50-1360			
	Za	资生堂	40-300			
	艾杜纱	资生堂	6-0370			
悠莱	资生堂	10-600				
心机彩妆	资生堂	60-500				
水之印	资生堂	10-420				

资料来源：公司官网，淘宝，中银证券

## 二、产品：国内彩妆产品本土化、高端化，子品类各有趋势

### 2.1 中国彩妆市场本土化趋势显著，营销+产品助力国货品牌突围

在消费观念驱动下，近半数消费者偏好国潮美妆。消费者的消费观念正与时俱进的发生转变，国内市场消费者国货彩妆的认同感逐渐上升，也更愿意尝试新事物，追求潮流和个性化。根据 2022 年艾媒咨询数据统计，有 78.6% 的消费者认为国潮美妆具有吸引力，49.6% 的消费者认为国潮美妆有创意并愿意支持。总而言之，国内市场对国潮彩妆的认可度不断提升。

主要国产品牌市场份额呈上升趋势，国产高端彩妆品牌崛起。在消费背景下，近年来国货品牌争相把握国潮风尚，打造差异化品牌定位，通过营销和明星单品逐渐深入消费者心智，推动市场份额上升。2016 年~2021 年市占率排名前十的国产彩妆品牌个数维持在 2 名，2022 年花西子、完美日记、卡姿兰三个品牌市占率位列前十，其中，花西子根植中国传统文化，打造差异化品牌定位，2022 年其市场份额增长至 5.4%，超过众多国际大牌。毛戈平定位中高端彩妆，其市场份额由 2017 年的 0.6% 上升至 2022 年的 1.8%。在差异化品牌定位基础上，随国货产品力逐渐提高，未来国货品牌在中国彩妆市场中的市占率有望进一步提升。

图表 11. 2022 年 50% 左右消费者对国潮美妆支持态度

态度	占比
有创意，愿意支持	49.6%
有意思，但仅限围观	29.0%
不在意是否是国潮，主要看口碑	11.4%
营销噱头	8.9%
没兴趣	1.1%

资料来源：艾媒咨询、中银证券

图表 12. 中国彩妆市场主要国产品牌市场份额呈上升趋势（%）

品牌	2017	2018	2019	2020	2021	2022
花西子	0.3	2.0	2.9	5.1	6.5	5.4
完美日记	0.3	1.6	5.1	6.7	6.3	3.1
珂拉琪	-	0.4	1.1	1.4	2.5	2.3
毛戈平	0.6	0.5	0.7	0.9	1.4	1.8
橘朵	-	0.6	0.7	1.2	1.5	1.8
滋色	0.9	1.1	1.7	1.7	1.0	1.0
稚优泉	0.8	1.3	1.9	1.9	1.1	1.0

资料来源：Euromonitor，中银证券

国产彩妆打造差异化品牌形象，定位东方审美优势显现。随着国内市场以 Z 世代为代表的新一代消费者群体文化自信与文化认同感增强，国潮文化日趋流行，东方审美逐渐深入消费者心智。以花西子、彩棠、毛戈平为代表的国货品牌洞察流行趋势，定位东方审美，结合国潮风尚进行差异化营销和产品研发设计，差异化品牌定位吸引消费者目光，契合消费者个性化审美诉求。

以彩妆龙头花西子为例，定位东方审美，差异化定位助力品牌突围。花西子创办于主打中国风，定位东方女性妆容。产品研发上，以中国古方为灵感，选取中草药提取物。产品设计及包装融入国风元素。比如明星产品空气蜜粉，复刻古方“桃花红肤膏”灵感。雕花口红复刻东方微浮雕工艺，打造独特外观。花西子借力独特的产品和营销渠道，国风定位深入消费者心智，2021 年超过一众国际传统大牌，位列中国彩妆市场市占率第一，达到 6.5%，显示消费者对于本土国风彩妆品牌的认可。

图表 13. 花西子明星单品及产品特点

产品	价格	产品特点
空气蜜粉	169 元	以古方“桃花红肤膏”为灵感，包装采用古典香粉盒之型，添加葛根、连翘、知母等中药成分，护肤的同时兼具控油功效。
首乌眉粉笔	69 元	以古代传统画眉用品“螺子黛”为灵感，融入何首乌、忍冬花等中药材
雕花口红	129 元	复刻东方微浮雕工艺，膏体呈现浮雕花纹

资料来源：淘宝，中银证券

彩棠结合中国古典美学与国际彩妆风尚，大师 IP 助力产品销售。彩棠由中国明星彩妆大师唐毅先生创办。产品设计上主打以大师技艺为中国面孔定制，产品包装应用东方美学。比如明星单品浮光掠影修容盘，主打专为亚洲面孔定制，精准定位国内消费者，位列天猫高光回购榜第一名。东方定位和彩妆大师 IP 助力品牌快速成长，彩棠自创办以来快速增长，2021 年实现营业收入 2.46 亿元，2022 年收入同比增长 132.04% 至 5.72 亿元。

图表 14. 彩棠明星单品注重贴合中国人面部特色，包装采取国风配色设计

产品	价格	产品特点
浮光掠影修容粉盘	189 元	根据亚洲面孔特色设计；外观取青瓷之色，膏体打造海棠花型浮雕
润玉无暇三色遮瑕膏	179 元	色号专为中国肌肤研制；外观取海棠之姿，点染天青色

资料来源：淘宝，中银证券

毛戈平专研东方特质，打造“高端、专业”品牌形象。作为中国古典妆容大师毛戈平同名品牌，毛戈平品牌承载大师技艺与审美理念，针对东方女性不同的面部特质进行产品设计，如明星产品鱼子酱无瑕气垫粉底液，针对亚洲女性肤色设计，主打强功效及大师推荐。毛戈平精准定位消费群体，利用创始人大师 IP 打造“高端、专业”品牌形象，助力产品销售，2022 年毛戈平品牌实现营收 15.72 亿元，2020~2022 年 2 年复合增速达 44.33%，旗下大单品表现优异，双色遮瑕膏获天猫“双 11”遮瑕类产品销售排名第 1。

图表 15. 毛戈平明星单品针对东方肤色和五官脸型研制

产品	价格	产品特点
鱼子酱无瑕气垫粉底液	360 元	专业推荐，强遮瑕，轻妆感，奢华光感针对东方肤色研制
无暇双色遮瑕膏	330 元	大师推荐，光影遮瑕针对东方肤色研制

资料来源：淘宝，中银证券

## 2.2 中国彩妆市场向高端转化，高端彩妆发展空间较大

国内彩妆消费升级，高端彩妆有较大发展潜力。近年来，国内彩妆产品消费呈现消费升级趋势，天猫平台上高档价格带产品销量呈现逐年上升趋势，2022 年高档价格带产品销量占比较 2019 年提升 7.44pct 至 13.01%。从品牌端来看，2017 年到 2022 年高端彩妆品牌在中国市场的份额由 22.1% 上升至 36.2%。随消费者观念的进一步成熟，以及高端化底妆产品占比提升，未来中国高端彩妆具有较大发展空间。

图表 16. 中国彩妆市场高端品牌市占率不断增加 (%)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
圣罗兰	1.8	3.3	3.7	3.8	4.3	5.7
迪奥	4.7	6.0	6.1	6.0	6.1	5.6
兰蔻	2.6	2.9	3.3	3.4	3.4	3.6
阿玛尼	1.5	2.2	3.0	3.1	3.4	3.3
香奈儿	2.5	2.7	2.6	2.5	2.8	2.8
雅诗兰黛	1.8	2.2	2.5	2.6	2.7	2.6
纪梵希	2.1	2.2	2.5	2.3	2.2	2.0
芭比布朗	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	2.0
毛戈平	0.6	0.5	0.7	0.9	1.4	1.8
植村秀	1.1	1.1	1.1	1.3	1.6	1.7
汤姆福特	0.4	0.7	0.9	1.2	1.4	1.6
CPB 肌肤之钥	0.8	1.2	1.3	1.2	1.4	1.5
法国娇兰	1.1	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1
海蓝之谜	0.1	0.2	0.3	0.6	0.8	0.9
总计	22.1	27.3	30.4	31.4	34.2	36.2

资料来源：Euromonitor，中银证券

## 2.3 彩妆产品种类多样，细分品类趋势分化

彩妆产品种类较多，子品类产品趋势逐渐分化。彩妆产品主要分为眼部、唇部、面部三大类，不同品类侧重不同的施用部位，功效和需求也存在较大差别。眼部、唇部产品主要施用于局部，应用于轮廓和色彩塑造，侧重于个性化需求。面部产品施用范围相对较大，用于提升皮肤质感和稳固妆面，更偏向功能性需求。产品发展趋势方面子品类也有所分化，眼部与唇部彩妆产品更重视营销，通过多渠道赋予产品文化属性与社交属性，而面部彩妆产品则更加关注质量，为产品添加护肤属性成为重要发展方向。

图表 17. 彩妆产品分类及趋势

类别	产品	产品趋势
眼部彩妆	眼影、睫毛膏、眼线笔、眉笔	唇部及眼部彩妆产品重视营销，多渠道赋予产品文化属性与社交属性
唇部彩妆	口红、唇彩、唇线笔等	
面部彩妆	粉底、修正液、高光、腮红、修容饼等	面部彩妆产品更加重视产品质量，为产品添加护肤成分

资料来源：毛戈平招股说明书，中银证券

眼、唇部彩妆同质化竞争激烈，差异化营销打造产品特色。眼唇部彩妆以行业制造门槛较低的色彩类产品为主，这使得眼唇部彩妆赛道面临相对激烈的同质化竞争。在技术壁垒较低的情况下，品牌致力于通过多渠道、多手段打造产品特色、做差异化竞争。花西子围绕国风进行产品研发设计，同心锁口红入选天猫口红 v 榜销量第 13 名。完美日记经典产品多次与知名、个性 IP 合作，2023 年与麦兜联名眼影盘位列天猫同类产品销量榜第三。通过联名与流行元素结合、创新产品细节等方式已成为彩妆品牌进行差异化竞争的有效营销手段。



图表 18. 眼唇部彩妆差异化营销打造产品特色

品牌	产品	营销手段	价格	营销成效
花西子	同心锁口红	中国传统微浮雕工艺	219 元	2020 年 8 月, 花西子以东方爱神溯源中国爱情文化打造了全球首款“同心锁口红”。截止 2023 年 7 月 24 日, 同心锁口红入选天猫口红 v 榜销量第 13 名。
	花色流波眼影盘	古典妆容灵感, 实用配色+细腻粉质	129 元	2019 年, 花西子推出以传统浮雕工艺刻画《百鸟朝凤》的百鸟朝凤浮雕眼影盘, 主打细腻粉质+实用配色, 产品包装、色号命名极具中国传统特色。截止 2023 年 7 月 25 日, 花色流波眼影盘入选天猫眼影 v 榜销量第 12 名。
完美日记	小细跟口红	中央芭蕾舞团联名	109 元	2023 年 4 月小细跟口红推出与中央芭蕾舞团合作联名款, 主打女性自信、优雅态度。截止 2023 年 7 月 25 日, 小细跟口红联名款位列天猫显白口红回购榜第 4 位。
	动物眼影盘	Discovery、麦兜等联名	109 元	自 2019 年 3 月动物眼影盘与探索频道联名首次推出, 创下了天猫眼影品类的首发纪录。随后该系列陆续推出多款眼影盘, 多次刷新销售纪录。2023 年 2 月与知名动画 IP 麦兜联名推出小猪玫瑰盘, 截止 2023 年 7 月 25 日, 小猪盘位居天猫眼影盘销量榜第三、好评榜第二、回购榜第二。
橘朵	泡泡玛特唇泥	泡泡玛特联名	69 元	2021 年 5 月橘朵推出泡泡玛特联名款“小奶泥”唇泥, 成为 2021 年双 11 天猫哑光唇釉加购榜冠军单品, 并获评同年 B 站“bilibili Z100”年轻人的百大口碑国货榜单年度口红。
	“时空邮差”系列小奶泥唇泥	迪士尼联名	69 元	2023 年 4 月橘朵推出与迪士尼联名“时空邮差”系列。品牌天猫店铺中该系列套盒、眼影、唇彩均位列同类产品热销第一。其中, 截止 2023 年 7 月 25 日, 小奶泥唇泥位列天猫唇釉回购榜第 7 名。
卡姿兰	柔幻星纱十色眼影 (敦煌联名款)	敦煌博物馆联名	129 元	卡姿兰于 2020 年 9 月推出的“色无忌惮·觉醒敦煌”系列联名, 在微博上引发了 1.1 亿次阅读, 5.8 万次讨论。

资料来源: 公司官网, 淘宝, 品牌微博, bilibili, 中银证券

**面部彩妆技术门槛较高, 主要品牌积极推出养肤类底妆产品。**以底妆为主的面部彩妆产品具有技术壁垒较高, 美妆功效相对基础, 施用面积较大, 更接近护肤品等特性, 因此品质化消费者对其质量和功效的要求往往较高。在此基础上, 各大品牌更加重视对于面部彩妆的研发投入, 持续打造技术壁垒, 同时许多品牌相继在底妆产品上加入精油、中草药、矿物质等养肤类成分。如珀莱雅新品双抗养肤粉底液, 兰蔻菁纯气垫, 雅诗兰黛白金粉底液等。

图表 19. 面部彩妆产品添加养肤成分

品牌	产品	价格	养肤成分	养肤功效
巴黎欧莱雅	积雪草粉底液	260 元	积雪草精华、基底提拉素、维生素 E、黄金矿物成分	自然修护力, 滋养受损肌肤, 弹润紧致, 水润保湿
	金致臻颜粉底液	299 元	玻色因、玻尿酸、维生素 E、澳洲坚果籽油	抗老化暗沉, 使肌肤更显年轻
魅可	小滴管水漾粉底液	405 元	玻尿酸、糖海带提取物	维持肌肤水油平衡、饱满丰盈肌肤
毛戈平	鱼子酱气垫	350 元	鱼子精华、人参精粹、维生素 E、烟酰胺	保湿养肤, 使肌肤焕发透亮光泽
娇韵诗	精华粉底液	400 元	水飞蓟籽油、不死鸟精华、叉珊藻精华、维生素 E 等	保湿肌肤, 抵抗氧化, 舒缓肌肤
卡姿兰	小夜猫/小奶猫粉底液	109 元	三重酵母精粹, 多肽精华, 玻尿酸, 神经酰胺等	保湿锁水, 控油抗氧
	安瓶粉底液	199 元	麦角硫因、双肽、维生素 C	抗氧化抗暗, 沁润保湿, 安瓶级精华护肤
花西子	水润气垫	269 元	鸢尾花等 8 大花卉菁萃	以花养肤, 水润保湿
	玉养气垫	199 元	透光玉石、白睡莲精粹、花养植萃	调节皮脂, 平衡肌肤水油, 抗氧化不易暗沉
蜜丝婷	小蓝盾粉底液	99 元	依克多因、虾青素、椰子果提取物等	柔润保湿, 抗氧护肤
雅诗兰黛	沁水粉底液	550 元	透明质酸精华、枸杞果提取物等	锁水养肤, 抵抗氧化
兰蔻	菁纯气垫	720 元	菁纯玫瑰精粹与高保湿精华	滋养保湿、精华护肤
雪花秀	养肤粉底液	490 元	莲花提取物、芍药根提取物、β-葡聚糖等	锁水保湿, 精华护肤

资料来源: 天猫, 中银证券

养肤类底妆产品深受消费者认可，产品功效化、护肤化成为行业趋势。据抖音电商发布的《2022 美妆趋势洞察报告》，2022 年以来养肤彩妆的内容播放量及搜索规模一路走高，消费者越来越关注底妆的护肤功效。各品牌推出养肤类底妆产品表现优异，截止 2023 年 7 月 1 日，天猫粉底液热销 TOP 10 中添加养肤成分的单品达 7 件，抖音粉底液热卖金榜 TOP 10 中添加养肤成分的单品达 6 件。同时，根据用户说统计，2021 年至 2022 年淘宝天猫养肤粉底液销售额为 15.82 亿元，同增 2.11%，市场渗透率高达 21.64%。以底妆为代表的面部彩妆产品功效化、护肤化契合消费者需求，同时成为品牌打造产品独特竞争力的一大趋势。

图表 20. 各品牌养肤底妆表现优异

榜单	排名	品牌	产品	养肤成分	养肤功效	
天猫粉底液热销榜	1	卡姿兰	小夜猫/小奶猫粉底液	三重酵母精粹，多肽精华，神经酰胺等	保湿锁水，控油抗氧	
	2	蜜丝婷	小蓝盾粉底液	依克多因、虾青素、椰子果提取物等	柔润保湿，抗氧护肤	
	3	雅诗兰黛	沁水粉底液	透明质酸精华、枸杞果提取物等	锁水养肤、抵抗氧化	
	4	魅可	无瑕粉底液	油橄榄叶、糖海带提取物等	养肤抗氧化	
	6	红地球	养肤粉底液	维生素 B5、积雪草、日本山茶花、北极维生素	柔润亲肤、长时修复、抵抗氧化、维稳屏障	
	7	雅诗兰黛	白金养肤粉底液	白金精华同源[色提因]科技，近整瓶护肤精华，	滋润肌肤，细腻光泽	
	8	凯朵	黑白管粉底液	卵磷脂、可溶性胶原、牛油果精华	抵抗氧化，精华护肤	
	10	卡姿兰	安瓶粉底液	麦角硫因、双肽、维生素 C	抗氧抗暗，沁润保湿，安瓶级精华护肤	
	天猫气垫粉底液热销榜	3	雪花秀	养肤粉底液	莲花提取物、芍药根提取物、β-葡聚糖等	锁水保湿，精华护肤
		4	儒意	保湿遮瑕粉底液	虾青素、多肽	抗氧抗衰，提亮修护
6		对松堂	薄透持妆粉底液	白藜芦醇、透明质酸钠、龙胆提取物	抗氧滋润，舒缓肌肤	
7		兰蔻	菁纯气垫	菁纯玫瑰精粹与高保湿精华	滋养保湿、精华护肤	
8		卡姿兰	水润气垫	鸢尾花等 8 大花卉菁萃	以花养肤，水润保湿	
9		FunnyElves	持妆粉底液	人参精华、白松露精华、4D 透明质酸钠等	强化肌肤屏障，沁润保湿	
10		迪兰可	丝柔持妆粉底液	白池花籽油、葡萄酒提取物、紫玉兰花提取物	抵御氧化，收敛皮肤	
抖音粉底液热卖金榜		1	恋火	看不见粉霜	麦角硫因，猴头菌等	抗氧修复，强健肌肤
		2	卡姿兰	小夜猫/小奶猫粉底液	三重酵母精粹，多肽精华，玻尿酸，神经酰胺等	保湿锁水，控油抗氧
		3	FunnyElves	持妆粉底液	人参精华、白松露精华、4D 透明质酸钠等	强化肌肤屏障，沁润保湿
	5	恋火	看不见气垫	麦角硫因，猴头菌等	抗氧修复，强健肌肤	
	7	兰蔻	菁纯粉底液	菁纯玫瑰精粹与高保湿精华	滋养保湿、精华护肤	
	9	蜜丝婷	小蓝盾粉底液	依克多因、虾青素、椰子果提取物等	柔润保湿，抗氧护肤	
	10	Hourglass	柔光亮采雾光粉底液	白茶精粹、维生素 E	水润保湿，温和护肤	

资料来源：天猫，中银证券

注：榜单统计时间截至 2023 年 7 月 24 日

## 三、渠道：电商渠道快速增长，推动彩妆销售渠道变迁

### 3.1 总体情况：彩妆销售渠道多元，电商渠道规模大、增速高

彩妆销售渠道主要有四大渠道，其中电商和百货占比较高。我国彩妆的销售渠道主要有百货、KA、CS、电商四大渠道。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。外资品牌从90年代开始以设立专柜形式进入中国，以中高端外资品牌为主。近年来，百货渠道销售占比有所下降，但仍保持领先。KA渠道指连锁商场、超市等，如沃尔玛、家乐福，是平价国货品牌，如小护士、相宜本草、百雀羚等的主要阵地，彩妆与护肤品、个人洗护用品摆放在一起。电商渠道通过主流社交和媒体APP引流与淘宝、天猫、京东等电商平台互通的销售方式，覆盖了几乎高中低所有定位的美妆品牌，逐渐挤压百货、KA渠道，占据主导地位。CS渠道是化妆品专门销售店，包括传统的美妆品牌连锁店和新型美妆集合店，如屈臣氏、卡姿兰、KKV、话梅等。

图表 21. 彩妆销售渠道情况

渠道	销售方式	品牌
百货	品牌在大型百货商场（如银泰、百盛等）设立专柜	雅诗兰黛、香奈儿、圣罗兰、MAC等
KA	品牌入驻连锁商场、超市等，如沃尔玛、家乐福	小护士、大宝、相宜本草、百雀羚等
电商	线上销售渠道，包括淘宝、天猫、京东等电商平台	完美日记、花西子、美宝莲、欧莱雅等
CS	化妆品专门销售店	屈臣氏、卡姿兰、KKV、话梅等

资料来源：中银证券

从规模上看，电商渠道目前规模较大、增速较高，CS渠道平稳上升，百货和KA渠道呈现下降趋势。近年来伴随着电商市场规模的扩大，彩妆销售渠道发生较大变化。线上销售成为主流化妆品购买方式，百货和KA渠道的主导地位逐渐被电商渠道取代。

图表 22. 2007-2022 年中国彩妆各渠道销售额占比情况

渠道	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
KA 销售占比	15%	15%	15%	15%	13%	11%	9%	8%	6%	5%	4%	3%	3%	3%	3%
CS 销售占比	5%	5%	6%	6%	6%	7%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	8%	9%	8%
百货 销售占比	60%	60%	56%	50%	46%	45%	44%	42%	40%	39%	38%	37%	31%	30%	28%
电商 销售占比	2%	2%	5%	11%	16%	19%	22%	25%	28%	31%	35%	39%	48%	49%	54%
其他 销售占比	18%	18%	18%	19%	18%	18%	18%	17%	17%	15%	14%	12%	10%	10%	8%

资料来源：Euromonitor、中银证券

### 3.2 电商渠道保持高速增长，彩妆集合店发展良好

得益于中国电子商务市场规模的扩大，电商渠道保持高速增长。自2010年开始，电商渠道销售占比呈现出稳定增长趋势，2022年中国电商市场规模达到44万亿元，同比增长4.4%。彩妆借助电商渠道红利，线上销售不断增加，2017-2022年彩妆电商销售复合增速达23.14%，未来有望延续高速增长。

图表 23. 2012-2022 年中国电商市场规模情况（单位：万亿元）

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
市场规模	7.9	10.2	13.4	18.3	23.0	28.7	32.6	35.6	38.2	42.1	44.0
yoy	-	29.9%	31.4%	36.6%	25.5%	24.8%	13.6%	9.5%	7.1%	10.4%	4.4%

资料来源：网经社，中银证券

图表 24. 2011-2022 年彩妆电商渠道销售情况（单位：亿元）

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
电商销售额	19	29	38	49	63	80	107	159	232	289	318	302
yoy	172.95%	55.54%	31.01%	28.90%	28.16%	26.94%	34.00%	48.86%	46.12%	24.61%	10.28%	(5.27%)

资料来源：Euromonitor，中银证券

**直播带货兴起，为彩妆行业带来发展红利。**直播电商解决了传统线上销售展示效果差、体验感不足的问题，通过大促、推出专供款等方式促进销售。我国直播电商发展迅速，2022 年市场规模达 3.5 万亿元，同增 48.21%。彩妆由于种类丰富、产品更新快、可观性强，成为直播间最受欢迎的品类之一，彩妆品牌知名度及产品销量也得到显著提升。2023 年“618”活动期间，主流购物平台进一步鼓励直播带货发展，商家通过自播和达播促进直播 GMV 高增。活动期间全网直播电商 GMV 同增 27.6% 至 1844 亿元，直播电商带动下，彩妆销售延续高速增长。

图表 25. 2017-2022 年电商直播市场规模情况（单位：亿元）

年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022
市场规模	196.4	1354.1	4437.5	12850	23615.1	35000
yoy	-	589.46%	227.71%	189.58%	83.78%	48.21%

资料来源：网经社、中银证券

图表 26. 2023 年“618”期间直播电商销售高速增长

		2022	2023
直播电商	GMV (亿元)	1445	1844
	yoy	-	27.6%
	占比	20.8%	23.1%
非直播电商	GMV (亿元)	5826	6143
	yoy	-	5.4%
	占比	83.7%	76.9%

资料来源：星图数据、中银证券

**彩妆集合店定位年轻群体，品类丰富时尚，发展态势良好。**在近年房地产价格上行和人工成本走高的背景下，相较传统单品牌实体门店，彩妆集合店有利于减轻品牌的资金、库存和运营压力，帮助品牌布局下沉市场。同时近年来大量新兴品牌进入市场，供应链的同质化带来彩妆价格的下降，这为彩妆集合店的诞生提供了空间。当前多家彩妆集合店已经获得 A 轮融资甚至 D 轮融资。相较传统美妆店，以 WOW COLOUR、HARMAY 话梅为代表的彩妆集合店具有多品牌多品类、服务多样化、定位年轻消费群体等特点，门店外观设计上往往更加精美，产品在主打平价国货彩妆的同时引入海外大牌，销售上以低价大牌小样引流、利用中小品牌提升毛利。随彩妆集合店进一步发挥价格优势，私域流量逐步建设以及加深品牌合作，彩妆集合店未来有望进一步实现良性发展。



图表 27. 中国彩妆市场主要彩妆集合店融资情况

彩妆集合店	目前募资轮次	融资历史
KK 集团(旗下 THE COLORIST)	G 轮	2017 年 7 月完成 A 轮融资，获得璀璨资本、深创投亿级人民币融资 2018 年 4 月获得经纬中国、璀璨资本 7500 万人民币 B 轮融资 2019 年 3 月获得 eWTP 科技创新基金、洪泰基金、经纬中国、五岳资本、璀璨资本、黑藻资本深创投 4 亿人民币 C 轮融资 2019 年 10 月完成 1 亿美金 D 轮融资，来自黑藻资本、eWTP 科技创新基金、五岳资本、经纬中国 2020 年 8 月获得 CMC 资本、洪泰基金、Kamet Capital、黑蚁资本、经纬中国等 10 亿元 E 轮融资 2021 年 7 月获京东集团 3 亿美元 F 轮融资，估值达 30 亿美元
WOWCOLOUR	B 轮	2021 年 1 月获得赛曼基金 10 亿元战略融资 2021 年 3 月获得 5 亿元 A 轮融资，由创新工场领投，IDG 资本、瑞橡资本、浙民投跟投 2022 年 1 月宣布获得上亿美元 A+轮融资
HARMAY 话梅	E 轮	2019 年 12 月获得五岳资本、高瓴资本领投的 A 轮融资，估值近亿人民币 2020 年 9 月获得钟鼎资本、黑蚁资本的 B 轮融资 2021 年 2 月完成由 C 轮融资，由 General Atlantic 泛大西洋投资领投，高瓴资本、Ocean Link 鸣翎投资、五岳资本、钟鼎资本、黑蚁资本跟投
NOISY Beauty	Pre-A	2020 年 2 月获得真格基金领投、复星锐正加注跟投数千万 pre-A 轮融资

资料来源：天眼查，话梅官网，KK 官网，36 氪，中银证券

图表 28. 彩妆集合店特点

特点	典例	
	WOW COLOUR	HARWAY 话梅
丰富的品牌结构与产品层次	和橘朵、酵色、HBN、卡姿兰、溪木源、珀莱雅等超 300 个国内外品牌，SKU 超 3000 个	合作兰蔻、阿玛尼、魅可等超 400 个国内外品牌，SKU 超 9000 个
多样化服务	门店把握“潮视觉、鲜陈列、玩体验”，提供创意自拍区、小仙女面膜区、特色品牌墙等多样化服务	自助式购物体验，提供饮品、社交等空间，品牌联名活动等多样化服务
定位年轻群体	聚焦大众市场，目标定位 18-28 岁大学生及白领女性群体	18-35 岁大学生及白领人群
门店外观设计把握流行、时尚精美	根据时下潮流和品牌特色定制主题店 	将每家门店打造为不同主题的美学新地标，货架、楼梯等仓储文化为核心元素 

资料来源：话梅官网，WOW WORLD 官网，中银证券

**新兴渠道冲击下，百货渠道销售占比逐渐下滑。**百货渠道随着 1995 年开始外资巨头入局而兴起，以中高端彩妆品牌为主，包括雅诗兰黛、香奈儿、美宝莲等，销售方式为设立专柜、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。加上新兴渠道的冲击，彩妆百货渠道销售占比由 2007 年的 60% 下滑到 2021 年的 30%。



## 四、营销：线上渠道投入增加，粉丝经济赋能销售

### 4.1 同业竞争加剧，营销投入增加

彩妆行业同业竞争加剧，各公司增加营销投入以推动产品销售、提升品牌知名度。随彩妆产业迅速发展，彩妆品牌数量不断增加，为在日渐激烈的同业竞争中树立品牌形象、抢占消费者心智、增加产品销售，各公司增加营销投入，特别是线上渠道的营销投入。**这一趋势在近年来逸仙电商、毛戈平等公司的销售费用率上得以体现，其维持较高水平且呈现上升趋势。**2022年完美日记母公司逸仙电商销售费用率高达62.88%，较2019年增加21.6pct。2022年毛戈平销售费用率达46.74%，较2020年上升4.65pct；其通过IPO募资11.2亿元资金，其中8.06亿元用于渠道建设及品牌推广，占比71.96%。

图表 29. 彩妆护肤行业主要公司销售费用情况

		2019	2020	2021	2022
贝泰妮	销售费用 (亿元)	8.43	11.07	16.81	20.48
	yoy	-	31.28%	51.81%	21.84%
	销售费用率	43.39%	41.99%	41.79%	40.84%
珀莱雅	销售费用 (亿元)	12.23	14.97	19.92	27.86
	yoy	-	22.41%	33.03%	39.88%
	销售费用率	39.16%	39.90%	42.98%	43.63%
华熙生物	销售费用 (亿元)	5.21	10.99	24.36	30.49
	yoy	-	110.84%	121.62%	25.17%
	销售费用率	27.65%	41.75%	49.24%	47.95%
水羊股份	销售费用 (亿元)	10.41	14.38	20.29	20.33
	yoy	-	38.17%	41.11%	0.18%
	销售费用率	43.15%	38.71%	40.50%	43.05%
毛戈平	销售费用 (亿元)	-	3.71	6.02	7.86
	yoy	-	-	62.26%	30.53%
	销售费用率	-	42.09%	42.07%	46.74%
逸仙电商	销售费用 (亿元)	12.51	34.12	40.06	23.30
	yoy	-	172.70%	17.39%	(41.82%)
	销售费用率	41.28%	65.20%	68.59%	62.88%

资料来源：各公司公告、中银证券

彩妆行业主要公司注重线上营销，营销策略日益同质化。近年来，为把握电商渠道红利、提升用户黏性，行业内龙头公司采取日益同质化的社交媒体营销策略，这一策略强调线上渠道的投入，有效推升线上渠道收入水平及占比。2022年彩棠母公司珀莱雅线上渠道收入占比高达90.98%，较2020年上升20.97pct。另一家新晋国产中高端美妆品牌毛戈平2020-2022年支付给天猫、小红书、抖音平台用以推广的费用逐年增加，其中向抖音支付费用不断上升至5664.01万元，2年复合增速达1658.33%，而电商渠道收入也不断增加至6.85亿元，2年复合增速达75.65%，占比从27.96%上升至42.8%。

图表 30. 彩妆行业主要公司线上营销策略

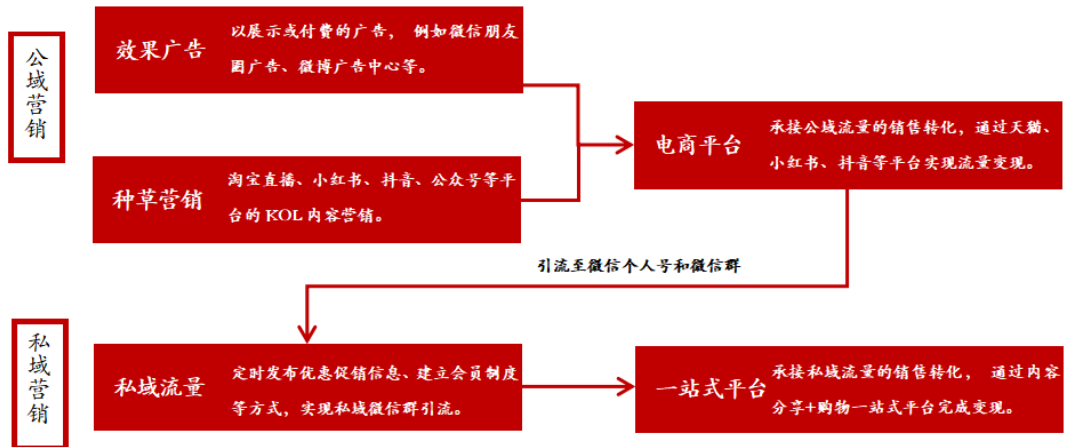
公司	营销举措
珀莱雅	旗下彩妆品牌彩棠与抖音等社交和内容平台合作，积极推动直播活动，围绕新品上市、节日话题、IP 合作等重要议题开展内容营销，渗透“中国妆，原生美”的品牌认知。如：2022 年 12 月借势抖音“了不起的美”IP，通过直播定制妆容、美学推广视频等传递品牌理念，实现品牌声量销量双增长。
毛戈平	1.日常推广：在天猫、小红书、抖音等平台采取广告投放、赠品促销活动、CPC 投放、达人直播、品牌自播等方式； 2.活动推广：主要针对重大线上消费节，如“618”、“双 11”、“双 12”等，公司一般在消费节前提前开始外部广告投放预热，同时通过站内各种推广工具加大推广力度 利用“小完子”企业微信等社交平台与客户直接互动推广；
逸仙电商	与 KOL 展开密切合作； 与大英博物馆、迪士尼等知名 IP 联名推广； 与受 Z 世代欢迎的名人合作互动，提升品牌知名度。
花西子	天猫、抖音等平台直播带货； 微博、抖音等平台 KOL 内容种草； 跨界营销，积极与明星推广合作。如与知名歌手周深合作品牌同名曲《花西子》。

资料来源：各公司公告、中银证券

## 4.2 线上渠道持续发展，公域+私域构建营销闭环

彩妆行业线上营销渠道以线上公共平台+私人社交平台的方式存续发展。通过进驻天猫、抖音、快手、哔哩哔哩、微博等平台，以 DTC 模式将“公域营销”、“私域营销”有机结合，实现“认知-转化-复购”的流量转化与用户沉淀。基于此，企业能够立足于线上市场，通过直营渠道直接触达终端消费者，通过数据洞察实现精准选品、营销、用户运营，从而实现高成长，并分享行业红利。

图表 31. 美妆营销线上渠道运营机制






资料来源：中银证券

### 4.2.1 公域：结合社交平台类别制定策略，实现内容营销下的 KOL 种草

公共社交媒体平台是美妆产品建立品牌知名度和扩展销售的重要渠道。品牌可以通过在社交媒体上发布高质量的图片和视频，向用户展示产品的优势和特点，并与用户进行互动，从而提高品牌的曝光度和用户的认知度，增加用户对产品的信赖和购买意愿；同时可以在社交媒体上直接向用户推广产品，并提供购买链接或购买指引，方便用户了解和购买产品，提高购买转化率和销售收益。

对于不同类型的媒体平台选择不同的营销策略。品牌根据不同平台特性选择不同的营销策略，以期达到最优的营销效果。如社交电商平台具有天然的从优质内容直接引导销售的能力，因此重点发展直播销售模式。差异化营销策略成效良好，以直播为例，2022 年，美妆 GMV 同比增长 54%，销量突破 21 亿，直播场数同比增长 31%，直播达人数增长 21%，整体直播市场持续火热进一步释放赛道活力。

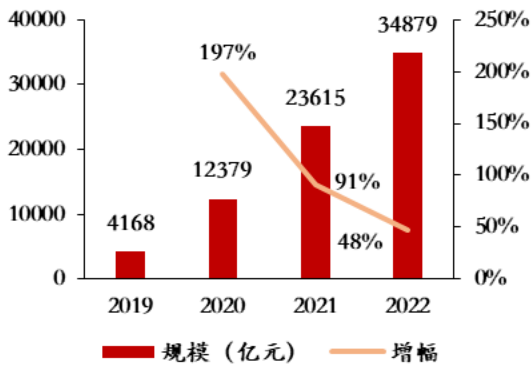
图表 32. 不同平台上采取的营销策略有所不同

平台类型	代表平台	营销策略
内容为主		依赖明星造势、博主种草、路人 UGC 口碑宣传
社交电商		具有天然的从优质内容直接引导销售的能力，重点发展直播销售模式
平台电商		平台以品类搜索为主，更符合对品牌了解不多、但对品类有需求的潜在客户

资料来源：中银证券

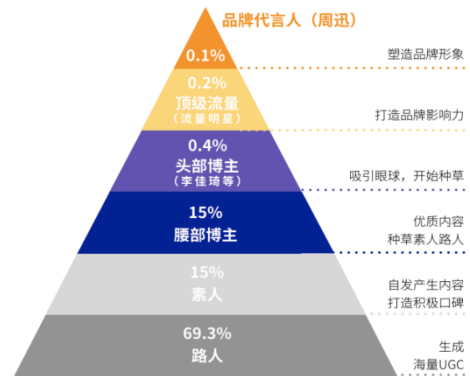
KOL 作为品牌与用户之间的桥梁，在推荐产品并分享使用心得时，其可信度相较于公众广告更高，从而影响消费者的购买决策。因此，美妆行业中的 KOL 营销的形式多种多样，包括图文形式、视频形式和直播形式。KOL 的营销策略对于美妆行业具有重要意义，其能够帮助品牌与用户之间建立更加紧密的联系，加速用户流量转化与沉淀。通过 KOL 的推广，品牌可以迅速获取用户的反馈和需求，进行快速改善产品，实现高成长，分享行业红利。

图表 33. 社媒直播电商经营规模



资料来源：果集数据，中银证券

图表 34. 完美日记金字塔 KOL 结构



资料来源：完美日记微信公众号，中银证券

#### 4.2.2 私域：人格化客服+社群运营+一站式平台打造私域营销环境

行业内各品牌重视私域运营，私域流量建设成效显著。行业竞争加剧背景下，为占据更多流量高地、抢占市场份额，以完美日记、花西子为代表的国货彩妆品牌重视私域流量建设。当前各品牌私域流量池建设主要集中于微信生态，多通过公众号、企业微信等方式引导消费者进入官方商城、注册会员、加入社群，并通过优惠促销活动推动消费者复购。私域运营具有相对低成本、人性化、高转化率等特点，能够有效帮助品牌推广品牌理念，增强用户粘性，同时推动消费者复购，促进流量转化与沉淀。

图表 35. 彩妆行业主要品牌私域运营举措及成效

品牌	举措	成效
完美日记	<ol style="list-style-type: none"> <li>通过线下门店引导、公众号引流等方式引导用户添加“小完子”企业微信。</li> <li>“小完子”运营的微店提供交互式会员体验、个性化产品等一体化客户互动和购物体验，同时在朋友圈打造爱美美妆生活的人格化形象，符合品牌基调，拉近消费者距离；</li> <li>“小完子”进一步引导消费者加入社群。在社群中品牌方与消费者互动，培养社区意识，同时不断推出促销活动，促进消费者复购。</li> </ol>	<p>截至 2023 年 3 月 31 日，逸仙电商在各种电子商务和社交媒体平台上拥有和运营的各种官方账户的粉丝总数超过 8000 万。小红书上“完美日记”官方账号粉丝数超 200 万。</p> <p>2018-2020 年，完美日记复购率从 8.1% 上升至 41.5%。</p>
毛戈平	<ol style="list-style-type: none"> <li>线下百货专柜引导客户添加导购微信，提供赠品、试妆等服务；</li> <li>线上通过支付宝生活号或微信公众号自定义菜单和推文添加小程序码引流至自营商城，借微信生态进行 KOL 带货及内容种草；</li> <li>以消费积分、满减优惠等深度运营会员体系，留存私域用户。</li> </ol>	<p>在百货商场渠道，毛戈平品牌目前已经拥有 275 万会员，风尚系列会员复购率均达到 80% 以上；在电商渠道，目前毛戈平品牌天猫旗舰店拥有粉丝数量 440 万，抖音平台拥有粉丝数量 140 万。</p>
花西子	<ol style="list-style-type: none"> <li>微信公众号聚集会员商城和官方旗舰店入口，通过优惠券、会员积分兑换礼物等方式吸引用户加入会员，引导添加企业微信，加入社群，同时通过“花西子体验官”进行一对一的客服沟通激励用户消费；</li> <li>在抖音平台通过开设“花西子客服天团”直播科普妆容技巧、引导粉丝加入社群；</li> <li>在社区中，通过用户共创、彩妆教程、东方文化输出等方式传递品牌理念，促进用户复购。</li> </ol>	<p>截止 2023 年 7 月 1 日，抖音花西子官方旗舰店账号粉丝数破 1100 万。</p>

资料来源：各公司公告，淘宝，抖音，各品牌微信公众号，中银证券

**人格化客服、社群运营、一站式平台共同打造私域生态圈。**随着消费者对于线上购物的需求不断提升，以微信小程序为代表的内容分享+购物一站式平台成为了一个极具吸引力的营销平台。而人格化客服、社群运营可以进一步拉近与客群距离，把握拓客与留存效果，提升用户粘性和转化率。

图表 36. 私域营销各部分内容及用途

内容	效果	典例
<b>内容分享+购物一站式平台</b> 可整合商品购买、试妆间、美妆教学、好物分享等多内容模块；可吸引 KOL/KOC 入住	提升营销效果和用户体验；使得品牌更好地连接用户，提高用户黏性和转化率	完美日记微信小程序
<b>人格化客服</b> 采用虚拟人物、机器人或动画形象作为代表，提供更加个性化和人性化的服务体验	通过真实的日常分享拉近与年轻目标客群的距离；提高客户满意度和提升业务效率	兰蔻“智慧小灵芝”客服机器人
<b>社群运营</b> 发布优惠促销信息、建立会员制度，构造固定客户群体；发布有价值、趣味性内容拉新，话题讨论、抽奖等活动增加互动	增加用户黏性，提高用户参与度，增强拓客和留存效果	完美日记-微信群

资料来源：中银证券

### 4.3 个人 IP 加码品牌价值

**彩妆产业名人入局，个人 IP 增强品牌形象。**近年来，国内外众多明星、网红和专业化妆师纷纷进军彩妆行业，个人 IP 进一步增强品牌形象。以新晋国产中高端彩妆品牌彩棠、毛戈平为例，彩棠创始人唐毅为中国专业化妆师，以明星合作化妆师身份广受大众关注，其发掘原生美的化妆理念也成为彩棠“中国妆，原生美”这一品牌理念的基础。毛戈平以中国古典妆大师闻名，打造诸多影视剧经典妆容，通过与社交红人合作改妆等方式将专业大师形象深入消费者心智，而其创立同名彩妆品牌毛戈平致力于打造“高端、专业”和定位东方美的品牌形象，契合创始人背景。



图表 37. 国内外由名人创立的主要美妆品牌

地区	品牌	创始人	创始人身份
国外	Fenty Beauty	蕾哈娜	美国知名歌手
	Kylie Cosmetics	凯莉·詹娜	美国社交名人
	Haus Laboratories	Lady Gaga	美国知名歌手
国内	毛戈平	毛戈平	中国知名化妆师
	彩棠	唐毅	中国知名化妆师

资料来源：各品牌官网，中银证券

以彩棠品牌为例，创始人 IP 助力品牌成长。截止 2023 年 7 月 3 日，唐毅官方抖音账号粉丝数达 412.9 万，通过妆容教程等内容视频对用户实现“种草”，如以修容为主题的“三角形提拉术”视频教程在抖音获赞近百万。其个人抖音首页及视频评论区附有彩棠产品购买入口，实现个人流量向品牌引流。同时唐毅利用自身背景为产品提供专业性背书，提升消费者信任度，助力爆款打造。截止 2023 年 3 月，彩棠明星单品三色修容盘位列天猫高光类好评榜、回购榜、热销榜三榜第一。在创始人 IP 助力下，彩棠连续 2 年实现高增长，2021 年品牌收入增长 103.48% 至 2.46 亿元，2022 年同比增长 132.04% 至 5.72 亿元。

图表 38. 彩棠结合创始人形象



资料来源：淘宝，中银证券

图表 39. 彩棠创始人唐毅实现个人流量向品牌引流



资料来源：抖音，中银证券

图表 40. 彩棠创始人对产品提供一定背书



资料来源：淘宝，中银证券

图表 41. 彩棠创始人 IP 帮助品牌爆款打造



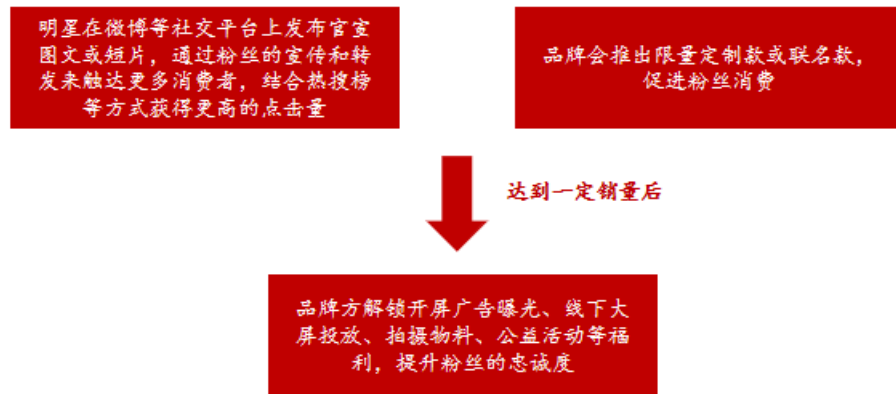
资料来源：淘宝，中银证券



## 4.4 粉丝经济提升明星代言效用

明星代言是重要营销手段之一，曝光度和讨论度的增加助推销量增长。明星代言包括长期全线代言、细分产品线代言或短期合作等形式。代言人的粉丝群体和话题度可以帮助品牌提升知名度，增加产品讨论度，助推产品销售增长。2023年4月19日肖战成为ysl护肤全球代言人；2022年618期间，引进多名明星的各家香水彩妆直播间全网销售103亿元。

图表 42. 明星代言推动产品销售增长典型机制



资料来源：中银证券

明星代言兼顾了国民度和流量，能够触达更多圈层。品牌在选择代言人时，往往倾向于选择具有一定知名度与讨论度，契合品牌形象或目标受众喜爱的演员、偶像、体育明星等。合适的代言人选择可以触达品牌目标圈层，拓宽销售市场。以巴黎欧莱雅为例，自2019年起合作国内明星超过25位。而国货品牌的代言人则主要以国民女神和新锐偶像为主，一方面能够在短时间内提高品牌的知名度，另一方面也能够打开年轻人这一主要彩妆消费人群的市场。

图表 43. 各彩妆品牌明星代言成效

品牌	代言人	推广效果
花西子	杜鹃、刘诗诗等	花西子将中国的传统之美融入产品，形成独特的“东方彩妆”定位，杜鹃、刘诗诗等代言人亦是大众心中东方美的代表，品牌形象深入消费者心智。
完美日记	周迅、赵露思等	完美日记通过周迅的国际巨星形象，提升品牌的全球知名度，助力品牌进入全球市场。周迅自信、不被外界定义的特质契合品牌“美不设限”的内核，更好的俘获用户心智。 在完美日记近期的一场抖音直播中，代言人赵露思的到来使直播间的累计收看达到463.3万人次，涨粉3.4万，当天的GMV达到250万以上。
卡姿兰	刘宇	为提升品牌在年轻消费人群中的知名度，卡姿兰与实力出众的高人气全能偶像明星刘宇合作，2020-2022年间卡姿兰品牌30岁以下年轻消费人群的占比从59.02%提升到70%
珂拉琪	迪丽热巴	迪丽热巴自2021年5月官宣成为珂拉琪的全球代言人以来，截至2023年7月29日，相关话题#迪丽热巴珂拉琪全球代言#在微博的阅读量高达18.3亿，讨论量达1363万，提升品牌话题度。
橘朵	欧阳娜娜	橘朵明确以色彩为核心、聚焦“高性价比”的产品思路，而欧阳娜娜时尚又充满青春活力的形象契合品牌调性。欧阳娜娜依靠其粉丝基础，通过微博和小红书等平台的推荐，助力橘朵极细眼线液笔在2022年双十一期间获得眼线液笔品类第一名。

资料来源：果集，蝉妈妈，微博，忆欧，中华网，中银证券

## 五、投资建议

近年来，彩妆行业规模稳健增长，行业集中度上升，国货品牌表现亮眼。本土彩妆产品趋向本土化和高端化，细分品类趋势分化。另外，彩妆电商渠道销售增长迅猛，线上渠道投入高增，明星代言推动粉丝经济。中国彩妆行业保持高增长，国产彩妆品牌崛起，未来可期。**重点推荐：珀莱雅。建议关注：毛戈平，逸仙电商。**

### 5.1 珀莱雅：旗下化妆师彩妆品牌彩棠大单品优秀，带动高速增长

珀莱雅是国内美妆龙头品牌，业务覆盖护肤、彩妆、护发等行业。珀莱雅化妆品股份有限公司创立于2003年，主要从事化妆品类产品的研发、生产和销售，公司旗下拥有“珀莱雅”、“彩棠”、“Off&Relax”、“悦芙媞”、“CORRECTORS”、“优资莱”、“韩雅”等品牌。2017年11月，珀莱雅在上交所A股上市。受益于大单品策略，产品优势以及多渠道的营销发力，公司近年来收入和业绩表现较好。从2020到2022年的营收复合增速达到30.45%。

图表 44. 珀莱雅公司营收持续增长

品牌	2020	2021	2022	2023Q1
公司总营收 (亿元)	37.52	46.33	63.85	16.22
yoy	20.13%	23.47%	37.82%	29.27%
归母净利润 (亿元)	4.76	5.76	8.17	2.08
yoy	21.22%	21.03%	41.88%	31.32%

资料来源：同花顺，中银证券

旗下彩棠品牌为优秀专业化妆师品牌，大单品深受消费者认可。彩棠由中国著名化妆师唐毅创立于2014年，并在2019年被珀莱雅收购。唐毅是国内顶级化妆造型师，创始人IP使品牌在成立之初就带有天然流量。2022年彩棠在保持轮廓线优势基础上，进一步完善面部产品线布局。明星单品“三色修容盘”及“双拼高光盘”优势维持，并新推出“三色遮瑕盘”等单品。

彩妆业务迅速增长，未来受益于大单品迭代和渠道精细化运营有望进一步发展。彩棠销售渠道线上为主，享受着渠道红利，叠加品牌的大单品优势显著，拉动收入在2021年增长103.48%至2.46亿元，2022年同比增长132.04%至5.72亿元，延续高增速。随着彩棠产品开发、营销以及渠道等多方面进一步精细化运营，彩棠有望在将来获得持续性的高速增长。

图表 45. 彩棠品牌增速亮眼

	2020	2021	2022
收入 (亿元)	1.21	2.46	5.72
yoy	-	103.48%	132.04%

资料来源：同花顺，中银证券

### 5.2 毛戈平：本土化妆品牌代表，彩妆业务占比高，未来前景可期

毛戈平定位专业美妆，公司总营收增长较好。毛戈平化妆品有限公司创立于2000年，因创始人毛戈平得名，定位轻奢、高端，已深耕美妆领域二十余年。公司另一个品牌至爱终生创立于2008年，定位于大众、流行彩妆护肤品牌。此外，毛戈平公司业务还涵盖化妆技能培训学校。2023年3月3日，上交所已受理毛戈平化妆品股份有限公司的IPO申请。从2020年至2022年间，毛戈平营收逐年增长，分别为8.82亿元、14.31亿元、16.82亿元，同比分别增长62.33%和17.50%。

图表 46. 毛戈平总营收连年增长

	2020	2021	2022
总营收 (亿元)	8.82	14.31	16.82
yoy	-	62.33%	17.50%
利润 (亿元)	1.98	3.27	3.49
yoy	-	64.91%	6.61%

资料来源：毛戈平招股书，中银证券

毛戈平得益于品牌和产品专业性，竞争优势突出。品牌主打专业化妆、产品专为东方人打造。品牌产品品类丰富，涵盖眼部、面部和唇部三类别。2020 年毛戈平品牌在国内百货商场渠道高端彩妆产品的市场排名为第 10 位，为前十名中唯一国产品牌。2022 年天猫旗舰店“双 11”彩妆销售排名 14 名，天猫“双 11”遮瑕类产品销售排名第 1，高端高光类产品销售排名第 2。总体来说，毛戈平彩妆业务规模较大，且竞争优势突出。

毛戈平彩妆销售趋于平稳，期待未来能回归快速增长。品牌销售额借助创始人 IP 带来的流量和产品独特的产品定位而增长迅速。2021 年，公司主品牌营收同比增长 69.34% 至 12.78 亿元，而彩妆产品同比增长 79.29% 至 8.85 亿元。由于疫情影响下彩妆市场的变化，品牌的 2022 年的彩妆销售趋于平稳。未来伴随着市场的恢复和自身的多年积攒下的良好口碑和品牌效应，毛戈平的业务规模和盈利能力有望进一步增长。

图表 47. 毛戈平主品牌彩妆销售趋于平稳，占比接近 60%

		2020	2021	2022
彩妆	收入 (亿元)	4.94	8.85	9.00
	yoy	-	79.29%	1.72%
	占比	65.42%	69.27%	57.28%
护肤	收入 (亿元)	2.61	3.93	6.71
	yoy	-	50.51%	71.00%
	占比	34.58%	30.73%	42.72%
总计	收入 (亿元)	7.54	12.78	15.72
	yoy	-	69.34%	23.01%

资料来源：毛戈平招股书，中银证券

### 5.3 逸仙电商：彩妆业务品牌众多品类丰富，近期实现扭亏

逸仙电商构建多品牌矩阵，覆盖多个彩妆价格带和品类。广州逸仙电子商务有限公司于 2016 年成立于广州，公司旗下已经有完美日记、小奥汀、完子心选、科兰黎、DR.WU (中国大陆业务)、Eve Lom 以及皮可熊七大品牌。2020 年 11 月广州逸仙电商正式在纽交所挂牌上市。在 2020 到 2022 年期间，由于产品竞争加剧叠加营销费用高企，导致公司亏损。在 2023 年一季度，公司的利润变负为正，达到 0.5 亿元。

图表 48. 逸仙电商扭亏为盈

	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
公司总营收 (亿元)	6.35	30.31	52.33	58.4	37.06	7.65
yoy	-	377.11%	72.65%	11.60%	-36.54%	-14.09%
归母净利润 (亿元)	0.4711	-0.4508	-39.84	-15.41	-8.15	0.5
yoy	-	4.31%	-8738.15%	61.33%	47.08%	117.21%

资料来源：同花顺，中银证券

逸仙电商旗下彩妆业务占比较高，销售情况后续有望恢复。完美日记为公司初始品牌，定位大众价格，提供全面的彩妆方案。快速出新和营销驱动的高性价比打法，整体推动了完美日记三年的快速增长。2022 年，疫情加速下的市场进入新的阶段，也是逸仙电商战略转型的关键时期，公司在彩妆业务方面也在进行积极的调整。彩妆行业受消费者信心影响大，公司彩妆收入波动相对来说较大。后面随着消费鼓励政策出台，消费者信心逐渐恢复，公司彩妆产品的销售有望恢复。

图表 49. 逸仙电商旗下彩妆业务发展情况，后续有望占比恢复至 80%

		2020	2021	2022
彩妆	收入 (亿元)	49.19	48.69	24.16
	yoy	-	(1.01%)	(50.39%)
	占比	94.00%	83.38%	65.18%
护肤	收入 (亿元)	2.01	8.55	12.42
	yoy	-	325.88%	45.17%
	占比	3.84%	14.64%	33.50%

资料来源：同花顺，中银证券

## 六、风险提示

**新品拓展不及预期：**各企业的增长均通过不断推出新品的方式拓展自身业务版图，若新品研发受阻，新品推出速度放缓，将对各公司的业务增长有一定影响。

**行业竞争加剧：**当所处行业竞争加剧下，若出现较激烈价格战或其他恶性竞争，对行业的良性稳步发展有一定影响。近年来国货品牌加速崛起，但国际品牌仍具备资金雄厚、品牌知名度高等优势，各品牌均积极采取措施提升市场份额，国内外品牌竞争加剧。

**市场需求变化风险：**彩妆市场流行趋势变化速度较快，消费者对彩妆的消费习惯仍在逐步培养中，若国内消费者对彩妆需求增长不及预期，或各企业对消费者需求、流行元素把握不准，可能对各公司的业务造成不良影响。



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371