

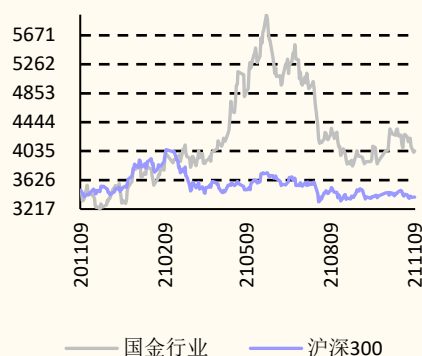
## 消费升级与娱乐研究中心

## 化妆品行业研究 买入 (维持评级)

## 行业深度研究

## 市场数据(人民币)

|           |       |
|-----------|-------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90 |
| 国金化妆品指数   | 4037  |
| 沪深 300 指数 | 4847  |
| 上证指数      | 3507  |
| 深证成指      | 14572 |
| 中小板综指     | 13835 |



## 相关报告

1. 《10 月淘系、抖音美妆加剧分化》，2021.11.8
2. 《竞争加剧品牌分化，坚守品牌两大投资主线-化妆品 21Q3 业绩总结》，2021.11.4
3. 《关注“双 11”美妆榜单新秀》，2021.10.25
4. 《净网清源为期一年，化妆品监管进一步加强-化妆品新规研究》，2021.10.22
5. 《净网清源为期一年，“双 11”预售即将开启》，2021.10.18

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

## 行业高景气，国货崛起正当时

## 行业观点

- **行业快速发展，消费升级下高景气延续。**彩妆为化妆品中近年高增速赛道，20 年零售额规模 596 亿元、占化妆品的 11.5%、持续提升；15-19 年复合增 23.7%、比化妆品行业总体高 12.6PCT，20 年疫情下同增 0.63%。年轻用户彩妆消费升级、高端化趋势促行业发展。
- **行业发展促产业链繁荣。**1) 生产：海外头部品牌多自产+代工。高端品牌自产底妆/唇妆等核心品类、非核心单品本土代工，大众品牌代工居多、部分集团在中国自建工厂生产底妆/唇妆等；本土品牌代工为主，未来向代工+自产相结合过渡。优质代工厂有莹特丽/科丝美诗/科玛/上海臻臣/上海创元。2) 渠道：彩妆线上高渗透（占 85%）、高增长（15~19 年复合增 62%、20 年增 16%），21.1-10 阿里全网销售额同降 9%、较 19 年复合增 15%，抖音分流快速放量、21.10 占淘系的 36%、较 21 年 1 月+32PCT；线下提升用户体验。3) 营销：受益社媒视觉化红利，意见领袖影响力辐射广。
- **行业集中度先降后升、品牌格局重塑。**品牌 CR3/5 近十年下滑，20 年 20%/31%，CR10 18 年前降、19/20 年小幅增，20 年 48%。高端市场国际品牌垄断、头部跨国公司高端品牌格局稳固、市占率提升；大众端本土品牌合计市占率升、表现分化，完美日记/花西子/稚优泉/滋色/Colorkey/小奥汀等新锐品牌崛起、零售规模 10 亿+。
- **复盘时尚快消/国风/化妆师 IP 三类本土头部品牌崛起路径：**1) 受众广度，时尚快消>国风>化妆师 IP；定价空间，国风&化妆师>时尚快消：时尚快消品牌通过高性价比的多品牌&产品矩阵做大规模、国风和化妆师品牌通过品牌溢价提高加价率。2) 头部品牌均有常青产品，不同定位品牌切入点不同。时尚快消品牌主要打造口红、眼影、笔类大单品，靠创意设计拉动增长，品牌粘性&复购低，需高频推新；化妆师品牌核心单品为底妆类、强化专业形象。国风品牌大单品策略灵活度高。3) 玩转差异化营销&渠道策略的品牌分享行业红利、获先发优势，长期看产品力仍为核心。纵观我国传统/新锐品牌成长史，主要依托品类&渠道&流量红利；但当其他品牌效仿跟进、红利逐步消失后，行业竞争加剧、品牌间的竞争回归至产品力。
- **未来年均增超 15%，品牌格局进一步分散、长期集团化公司赋能效应更突出。**1) 空间：经测算拆分，未来行业成长动力为渗透率提升+产品结构升级，目标人口数量下降影响有限；预计至 25 年彩妆零售 1263 亿元、20-25 年 CAGR 16%。2) 格局：20 年成熟市场日韩彩妆品牌 CR10 27%/39%均低于我国，预计未来我国新锐彩妆品牌破局机会仍存。相较护肤，彩妆品牌集中度更高；类似护肤，彩妆集团化运作协同效应高。

## 投资建议

- 行业仍处于高速发展的早期阶段，给新锐品牌带来发展机遇。建议关注底妆产品出色的高端专业化妆师品牌**毛戈平股份**；拓展护肤底妆的主品牌、快速增长的国风彩妆彩棠、暗黑朋克个性彩妆品牌**INSBAHA**等多品牌集团化运作、望持续抢占市场份额、巩固行业地位的**珀莱雅**；快速发展的“恋火”母公司**丸美股份**；打造 1 个主品牌+多个特色型时尚快消品牌矩阵（完美日记+小奥汀+皮可熊）实现规模效应、受众范围最广的**逸仙电商**。

## 风险提示

- 消费升级不及预期；国际品牌发力中国市场；终端零售疲软。

## 投资要件

### ■ 本文主要贡献

本文从全产业链详细研究了我国彩妆行业，包括行业及细分品类的成长情况、背后的增长动力、主要用户群体画像、国内外品牌不同的生产模式、线上线下不同渠道的最新变化、彩妆营销的要点，品牌与公司的格局变迁及背后的原因，并且对比日韩经验、展望未来我国彩妆行业成长空间、格局前景等。

针对市场较为关注的，什么样的品牌才能胜出？国金化妆品团队将彩妆品牌按品牌风格分为时尚快消、国风、化妆师 IP 三大彩妆类型品牌，分析品牌背后不同的决胜路径：

**核心结论 1——受众广度：时尚快消>国风>化妆师 IP。**时尚快消品牌定位灵活，能通过广泛联名/代言触达多层次人群；国风、化妆师 IP 注重品牌故事打造，受众相对固定；化妆师品牌强调产品专业性、对化妆技术有一定要求，适合深度彩妆人群，受众群体范围相对较小。

**核心结论 2——品牌溢价：化妆师 IP>国风>时尚快消。**时尚快消品牌溢价相对较低、主要通过高性价比做大规模、提高上游议价能力控制成本，化妆师/国风品牌则通过品牌溢价提升盈利性。

**核心结论 3——产品：不同品牌均有常青产品，不同定位品牌切入点不同。**时尚快消品牌主要打造口红、眼影、笔类大单品，品牌粘性和复购低，消费者尝新意愿强，时尚快消类品牌依托联名&代言&设计持续推新；笔类产品复购高于前者，竞争壁垒在功能性，国产品牌靠不输大牌的功能性+更高性价比崛起。化妆师品牌核心单品为底妆类，是彩妆中壁垒最深的类目，化妆师 IP 靠底妆强化专业形象。国风品牌在大单品策略上灵活度高。

此外，从更长的周期来看：

**核心结论 4：玩转差异化营销&渠道策略的品牌能够分享行业红利、获得先发优势，但长期看产品力仍是核心壁垒。**纵观我国化妆品本土/新锐品牌成长史，主要依托品类、渠道、低成本流量红利；花西子、完美日记等品牌的成功离不开与头部 KOL 的深度合作，亦离不开对新渠道、新营销玩法的深刻理解、超前预判；但当其他品牌效仿跟进、红利逐步消失后，行业竞争加剧、品牌间的竞争回归至产品力，拥有常青产品的头部品牌才能在更长周期内把握市场。

**核心结论 5：类似护肤，彩妆品牌集团化运作亦更具优势。**对比中日韩市场，我们发现运营多品牌、全品类的美妆集团更有望维持领先优势。头部集团有资本实力和成熟的运营管理经验去搭建多元彩妆品牌矩阵，面向不同客群，一定程度对冲流行趋势变化带来的单品牌业绩波动。除独立彩妆品牌外，头部公司旗下主打护肤的品牌通常也会推出彩妆产品线，整合集团的研发和生产资源，实现效率的优化。

### ■ 投资建议

行业仍处于高速发展的早期阶段，给新锐品牌带来发展机遇。建议关注底妆产品出色、高端专业化妆师品牌**毛戈平股份**；主品牌拓展底妆产品、彩棠快速起量、INSBAHA 持续孵化的**珀莱雅**；快速发展的“恋火”母公司**丸美股份**；完美日记+小奥汀+皮可熊多品牌发展的美妆 DTC 龙头**逸仙电商**。

### ■ 股价上涨的催化因素

电商大促表现超预期；品牌成长超预期；盈利能力增强。

### ■ 投资风险

消费升级不及预期；国际品牌发力中国市场；终端零售疲软。

## 内容目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1、概况：年轻一代“颜值经济”下的高增长赛道                | 6  |
| 1.1 成长：彩妆行业快速发展，成化妆品最景气细分品类           | 6  |
| 1.2 动力：年轻用户彩妆消费升级、高端化趋势带动行业扩容         | 7  |
| 2、产业链：行业成长带动全产业链繁荣                    | 8  |
| 2.1 代工：代工产能发展带动行业繁荣                   | 8  |
| 2.2 渠道：线上高渗透、线下彩妆集合店打造“沉浸式”购物体验       | 14 |
| 2.2.1 线上：高渗透，多平台扶植政策鼓励品牌发展            | 14 |
| 2.2.2 线下：彩妆集合店打造开创美妆零售新模式             | 17 |
| 2.3 营销：受益于社交平台视觉化红利                   | 18 |
| 3、格局：海外龙头主导，大众本土新锐品牌把握新机遇崛起           | 20 |
| 3.1 国际品牌：占主导、垄断高端市场、大众端份额下滑           | 20 |
| 3.2 本土品牌：大众新锐品牌迎合二三线城市年轻人、持续抢占份额      | 21 |
| 3.3 本土大众品牌兴起的背景                       | 22 |
| 3.4 复盘时尚快消、国风、化妆师三大本土品牌成长路径           | 23 |
| 3.4.1 定位：时尚快消、国风、化妆师 IP 各有所长          | 23 |
| 3.4.2 品类：把握细分赛道红利，通过大单品快速打开市场         | 28 |
| 4、未来：未来行业增速超 15%、品牌分散化下集团更具优势         | 31 |
| 4.1 空间：未来行业增速超 15%、25 年规模超 1300 亿元    | 31 |
| 4.2 格局：品牌延续分散，多品牌集团更具优势               | 34 |
| 5、相关标的梳理                              | 36 |
| 5.1 毛戈平股份：高端专业化妆师品牌，底妆类产品出色           | 36 |
| 5.2 珀莱雅：主品牌拓展底妆产品、彩棠快速起量、INSBAHA 持续孵化 | 38 |
| 5.3 丸美股份：“恋火”发力彩妆市场                   | 39 |
| 5.4 逸仙电商：DTC 美妆龙头，并购+自主孵化加速产品布局       | 41 |
| 6、风险提示                                | 42 |

## 图表目录

|                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| 图表 1：2006-2025E 我国化妆品及彩妆行业规模增速（亿元，%）  | 6 |
| 图表 2：2006-2025E 我国彩妆规模及占化妆品行业比重（亿元，%） | 6 |
| 图表 3：中日韩彩妆分品类销售额占比及增速比较               | 6 |
| 图表 4：中国彩妆市场用户画像                       | 7 |
| 图表 5：2020 年消费者彩妆购买意向调查                | 8 |
| 图表 6：2020 年 Z 世代购买时尚零售品类的频次           | 8 |
| 图表 7：中国彩妆市场大众/高端产品零售额同比增速（亿元，%）       | 8 |
| 图表 8：中国彩妆市场大众/高端产品零售额占比（%）            | 8 |
| 图表 9：我国彩妆产业链                          | 9 |

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图表 10: 国际高端品牌核心彩妆产品进口备案 .....               | 10 |
| 图表 11: 海外头部集团彩妆产品在中国的生产情况 .....             | 11 |
| 图表 12: 本土头部品牌合作的代工厂 .....                   | 12 |
| 图表 13: 我国头部彩妆代工厂企业 .....                    | 13 |
| 图表 14: 2015-2020 彩妆线上销售额及占比 (亿元, %) .....   | 14 |
| 图表 15: 2016-2020 年彩妆线上销售增速 (%) .....        | 14 |
| 图表 16: 2020 年中国化妆品线上购买渠道细分 .....            | 14 |
| 图表 17: 天猫、京东扶持美妆品牌项目梳理 .....                | 15 |
| 图表 18: 天猫国际 2021 年来对海外美妆品牌的扶持政策 .....       | 15 |
| 图表 19: 2020 年电商平台 GMV 及增速 (万亿元, %) .....    | 16 |
| 图表 20: 电商平台 MAU (亿人) .....                  | 16 |
| 图表 21: 阿里全网彩妆销售额增速 .....                    | 16 |
| 图表 22: 抖音护肤、彩妆 TOP300 品牌合计销售额及占同期淘系比重 ..... | 17 |
| 图表 23: 抖音护肤、彩妆 TOP300 品牌均价 .....            | 17 |
| 图表 24: 国内代表性彩妆集合店 .....                     | 17 |
| 图表 25: 品牌在小红书的内容营销路径 .....                  | 19 |
| 图表 26: 短视频和直播带货特点比较 .....                   | 19 |
| 图表 27: 2021 年 1-9 月抖音彩妆类目销售额排名及小红书热度 .....  | 19 |
| 图表 28: 头部品牌中国彩妆市场市占率 (%) .....              | 20 |
| 图表 29: 中国彩妆品牌集中度 (%) .....                  | 20 |
| 图表 30: 中国高端彩妆市场品牌 CR5 和 CR10 (%) .....      | 20 |
| 图表 31: 中国高端彩妆市场公司市占率 (%) .....              | 20 |
| 图表 32: 大众端主要国际品牌市占率变化 (%) .....             | 21 |
| 图表 33: 大众市场国际/本土品牌合计市占率 (%) .....           | 21 |
| 图表 34: 主要本土大众彩妆品牌市占率变化 (%) .....            | 21 |
| 图表 35: 主要国货彩妆品牌梳理 .....                     | 22 |
| 图表 36: 国货彩妆品牌受欢迎程度 .....                    | 23 |
| 图表 37: 新锐国货美妆品牌受众年龄分布 .....                 | 23 |
| 图表 38: 中国彩妆消费者城市分布 .....                    | 23 |
| 图表 39: 中国彩妆消费者月均收入分布 (元) .....              | 23 |
| 图表 40: 不同定位国货彩妆代表品牌及特点 .....                | 24 |
| 图表 41: 代表品牌月度新增彩妆 SKU 备案数量 (个) .....        | 24 |
| 图表 42: 代表品牌主要彩妆品类价格带分布 .....                | 25 |
| 图表 43: 时尚快消彩妆品牌代言人及形象大使 .....               | 26 |
| 图表 44: 花西子国风彩妆设计及形象代言人 .....                | 27 |
| 图表 45: 花西子同心锁口红在亚马逊日本销售榜前三 .....            | 27 |
| 图表 46: 国内外代表性化妆师品牌 .....                    | 28 |
| 图表 47: 彩妆细分品类 2020 年同比增速及渗透率 .....          | 28 |
| 图表 48: 近一年唇妆淘系平台销售额排名 (亿元, 元) .....         | 29 |

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图表 49: 近一年眼影淘系平台销售额排名 (亿元, 元) .....        | 29 |
| 图表 50: 部分彩妆品牌主要联名系列 .....                  | 29 |
| 图表 51: 近一年眉部产品淘系平台销售额排名 (亿元, 元) .....      | 30 |
| 图表 52: 近一年眼线笔淘系平台销售额排名 (亿元, 元) .....       | 30 |
| 图表 53: 近一年粉底液/膏淘系平台销售额排名 (亿元, 元) .....     | 31 |
| 图表 54: 近一年蜜粉/散粉淘系平台销售额排名 (亿元, 元) .....     | 31 |
| 图表 55: 彩妆消费者使用多品牌产品的占比 .....               | 31 |
| 图表 56: 彩妆消费人口及零售额规模测算 .....                | 32 |
| 图表 57: 日本彩妆市场规模和增速 (十亿日元, %) .....         | 33 |
| 图表 58: 韩国彩妆市场规模及增速 (十亿韩元, %) .....         | 33 |
| 图表 59: 06-20 年中日韩彩妆规模占化妆品比重 (%) .....      | 34 |
| 图表 60: 主要国家化妆品人均消费占 GDP 比 (美元, %) .....    | 34 |
| 图表 61: 日本市场头部彩妆品牌市占率 (%) .....             | 34 |
| 图表 62: 韩国市场头部彩妆品牌市占率 (%) .....             | 34 |
| 图表 63: 中日韩彩妆&护肤品牌市占率 CR5、CR10 对比 (%) ..... | 35 |
| 图表 64: 日本市场头部彩妆公司市占率 (%) .....             | 35 |
| 图表 65: 韩国市场头部彩妆公司市占率 (%) .....             | 35 |
| 图表 66: 中国市场头部彩妆公司市占率 (%) .....             | 35 |
| 图表 67: 中国市场头部彩妆公司旗下主要品牌及市占率 .....          | 35 |
| 图表 68: 中日韩彩妆&护肤公司市占率 CR5、CR10 对比 (%) ..... | 36 |
| 图表 69: 毛戈平彩妆零售额规模及同比 (亿元, %) .....         | 36 |
| 图表 70: 毛戈平在行业整体/高端市场品牌市占率 (%) .....        | 36 |
| 图表 71: 毛戈平代工模式 .....                       | 37 |
| 图表 72: 毛戈平各级城市专柜数量分布 .....                 | 37 |
| 图表 73: 主要本土彩妆品牌小红书粉丝数和笔记数 .....            | 38 |
| 图表 74: 毛戈平柜姐在小红书运营社交账号 .....               | 38 |
| 图表 75: 珀莱雅品牌矩阵 .....                       | 38 |
| 图表 76: 珀莱雅彩妆业务营收及占比 (百万元, %) .....         | 39 |
| 图表 77: 珀莱雅旗下彩妆品牌 .....                     | 39 |
| 图表 78: 丸美股份品牌矩阵 .....                      | 40 |
| 图表 79: 丸美股份彩妆业务营收及占比 (百万元, %) .....        | 40 |
| 图表 80: 逸仙电商品牌矩阵 .....                      | 41 |
| 图表 81: 逸仙电商彩妆业务营收及占比 (百万元, %) .....        | 42 |
| 图表 82: 逸仙电商旗下彩妆品牌 .....                    | 42 |

## 1、概况：年轻一代“颜值经济”下的高增长赛道

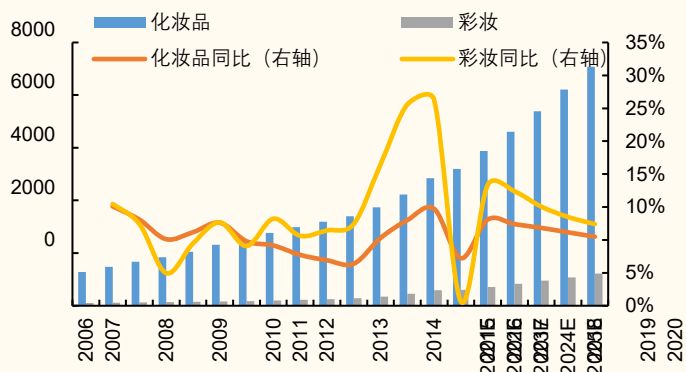
### 1.1 成长：彩妆行业快速发展，成化妆品最景气细分品类

获益于消费升级，我国化妆品行业处于成长期，15~19 年市场规模复合增速为 11%、20 年在疫情下仍维持 7% 的增长。细分品类看，化妆品中的个护、护肤、彩妆等先后消费升级。

彩妆为化妆品细分品类中近年增速处高位、占化妆品整合行业比重持续提升。20 年我国彩妆市场零售额规模 596 亿元、占化妆品的 11.5%、较 15 年提升 3.5PCT。成长性看，15-19 年我国彩妆市场复合增长率达 23.7%，高出化妆品行业总体 12.6PCT；20 年上半年疫情居家办公影响彩妆需求下滑、彩妆 20 年全年同比小幅微增 0.63%。21 年疫情后低基数下，彩妆消费反弹。

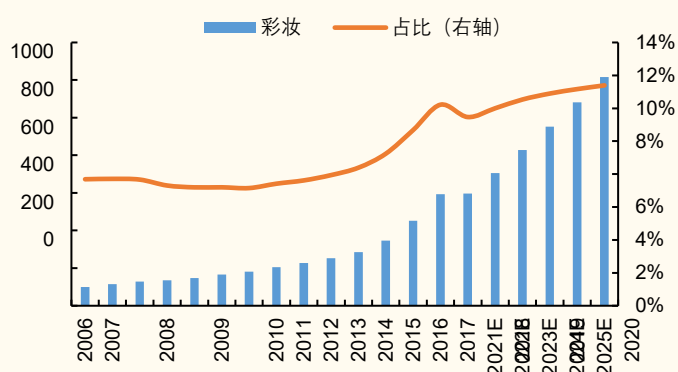
Euromonitor 预测 2025 年我国彩妆市场规模将达到 1216 亿元，20-25 年预测 CAGR5 为 15.3%，增速高于化妆品整体。

图表 1：2006-2025E 我国化妆品及彩妆行业规模增速 (亿元, %)



来源：Euromonitor，国金证券研究所（注：化妆品行业下分护肤、彩妆、口腔护理、防晒、香水、护发、男士护理、洗浴用品、婴童护理、脱毛、止汗祛味十一个子行业）

图表 2：2006-2025E 我国彩妆规模及占化妆品行业比重 (亿元, %)



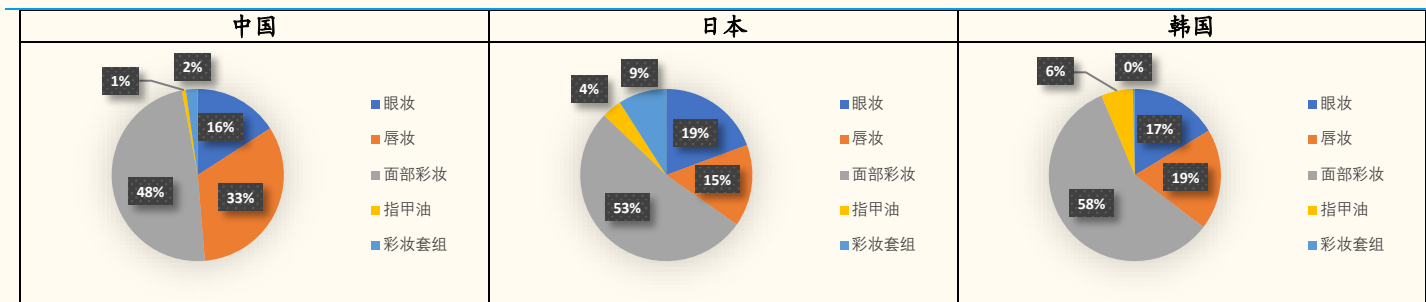
来源：Euromonitor，国金证券研究所

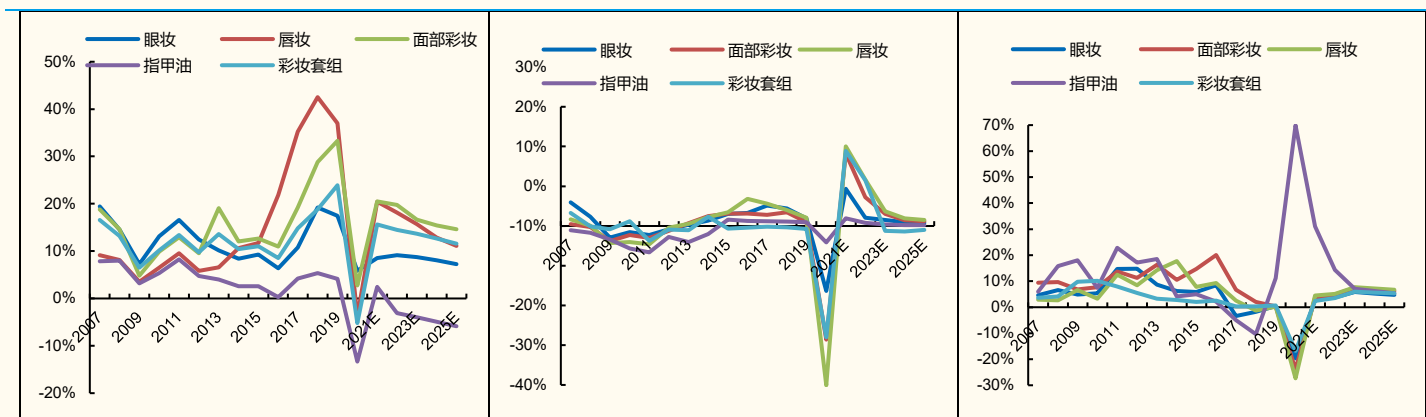
细分品类，面部彩妆占比 48%、最高，唇部彩妆次之、20 年占比 33%，眼妆占比 16%。

对比成长性，唇妆>面部彩妆>眼妆。具体看，1) 唇妆 15 年来高增长，15-19 年均增 34%、20 年受疫情影响需要时时佩戴口罩，对唇妆需求下降，零售额同降 4%，预计疫后仍将是高成长性彩妆品类；2) 面部彩妆 15-19 年成长性仅次于唇妆，CAGR4 为 23%，20 年同增 3%，受益底妆产品刚需性和产品升级，增长相对稳健；3) 眼妆品类近年来占比持续下降，主要因为眼部彩妆如眼影盘耐用性强、需求相对少于面部彩妆和唇妆，15-19 年 CAGR 13%、20 年受益突出眼部妆容的“口罩妆”兴起，同增 6%。

对比日韩彩妆消费结构，中国面部彩妆、唇妆占比仍有提升空间，且唇妆在成熟市场中引领增长，主要为唇妆偏时尚属性、持续推陈出新、贡献增量。

图表 3：中日韩彩妆分品类销售额占比及增速比较





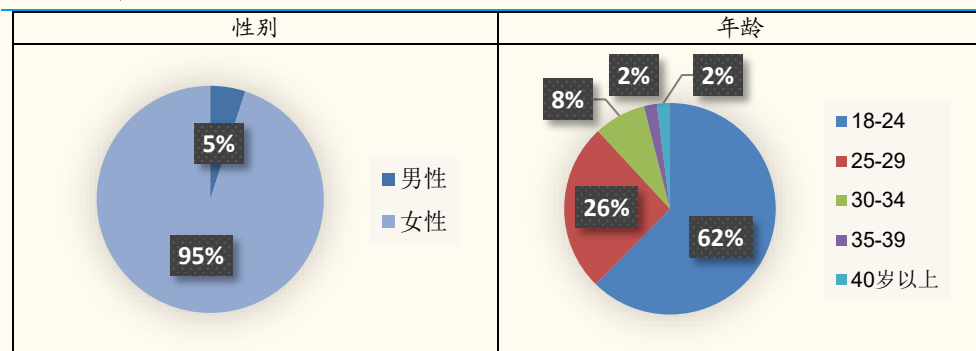
来源：Euromonitor，国金证券研究所

## 1.2 动力：年轻用户彩妆消费升级、高端化趋势带动行业扩容

### ■ 年轻用户为彩妆消费主力，彩妆消费呈现高频化

根据德勤数据，截至 2020 年，中国彩妆市场中女性消费者占比 95%；年龄分布上，Z 世代占比 62%，Z 世代和千禧一代共占 88%，中国彩妆用户平均年龄 24.1 岁，以学生和职场年轻人为主。

图表 4：中国彩妆市场用户画像

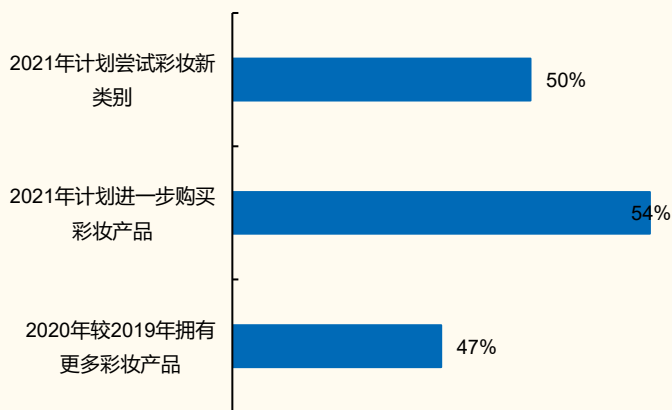


来源：德勤《中国彩妆市场白皮书》，国金证券研究所

CIC 数据显示，截至 2019 年末，中国 Z 世代（1996-2005 年出生）和千禧一代（1984-1995 年出生）占总人口比例约 22.6%，化妆品消费则占到全部人口的 58.5%，预计 2025 年占比将进一步增加到 61.3%。根据 QuestMobile 2020 年 1-11 月的数据，美妆用户中 Z 世代占比约 41%；相比 19 年，19-30 岁群体消费占比从 48%增至 59%、增加 11PCT。美妆在年轻群体中渗透率迅速提升。

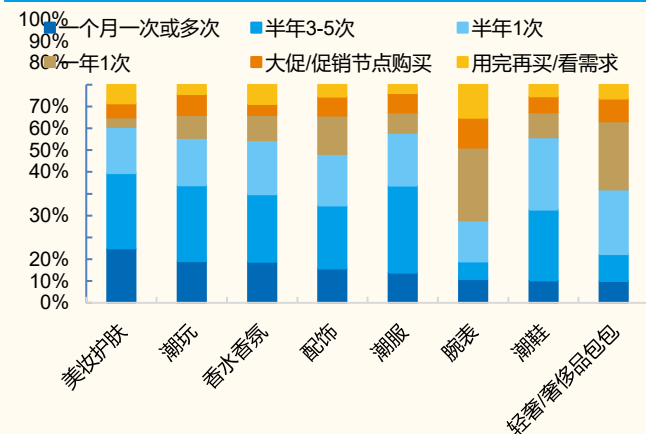
随着流行品味更迭与社媒彩妆教育普及，年轻消费群体倾向于持续扩充其彩妆品类与风格、消费高频化。据艾瑞咨询，2020 年年轻一代购买的时尚零售品类中，美妆护肤类产品购买频率最高。24.5%的受访者一个月内至少购买一次，33.8%的受访者半年内购买 3-5 次。按各区段最低频次计算，年轻一代平均一年至少需购买 5.5 次化妆品。

图表 5：2020 年消费者彩妆购买意向调查



来源：CIC，国金证券研究所

图表 6：2020 年 Z 世代购买时尚零售品类的频次

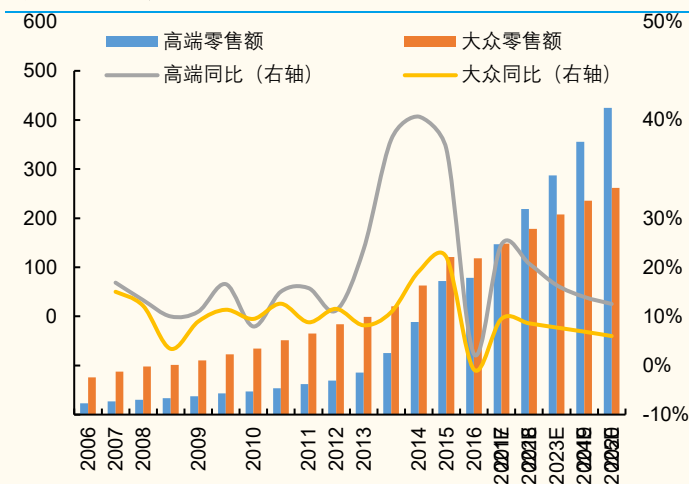


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

## ■ 2016 年以来高端化趋势加速、促行业扩容

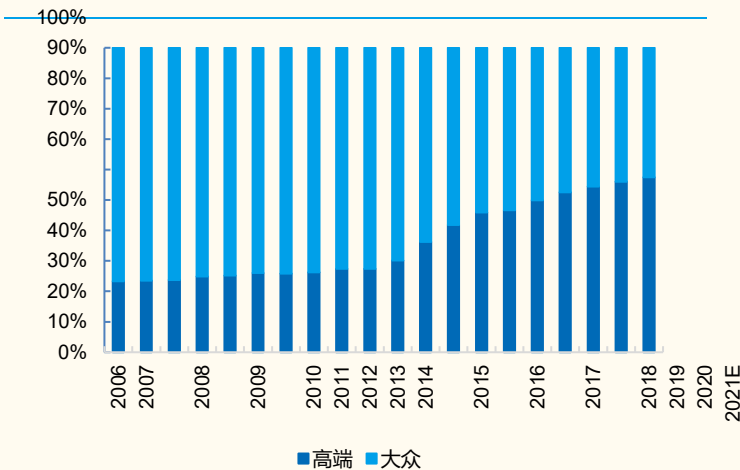
2016 年以前，我国彩妆市场高端与大众的比约为 27%：73%，06-15 年高端市场年均增 13%、略高于大众端年均 10%的增速；2016 年来高端市场增长提速，16-19 年均增长达 47%，同期大众端增 17%；20 年高端市场同增 2%、大众端同降 1%，高端市场占比提升至 46.7%。分析其原因，除消费升级带来产品迭代外，年轻一代以大众产品入门，随经济能力增长及彩妆意识深化，逐步向高端品更迭。2020 年日本、韩国高端彩妆占比分别为 55%、48%，预计中国未来高端彩妆市场仍有扩容空间、据 Euromonitor 预测，25 年高端彩妆占比有望升至近 60%。

图表 7：中国彩妆市场大众/高端产品零售额同比增速（亿元，%）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 8：中国彩妆市场大众/高端产品零售额占比（%）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

## 2、产业链：行业成长带动全产业链繁荣

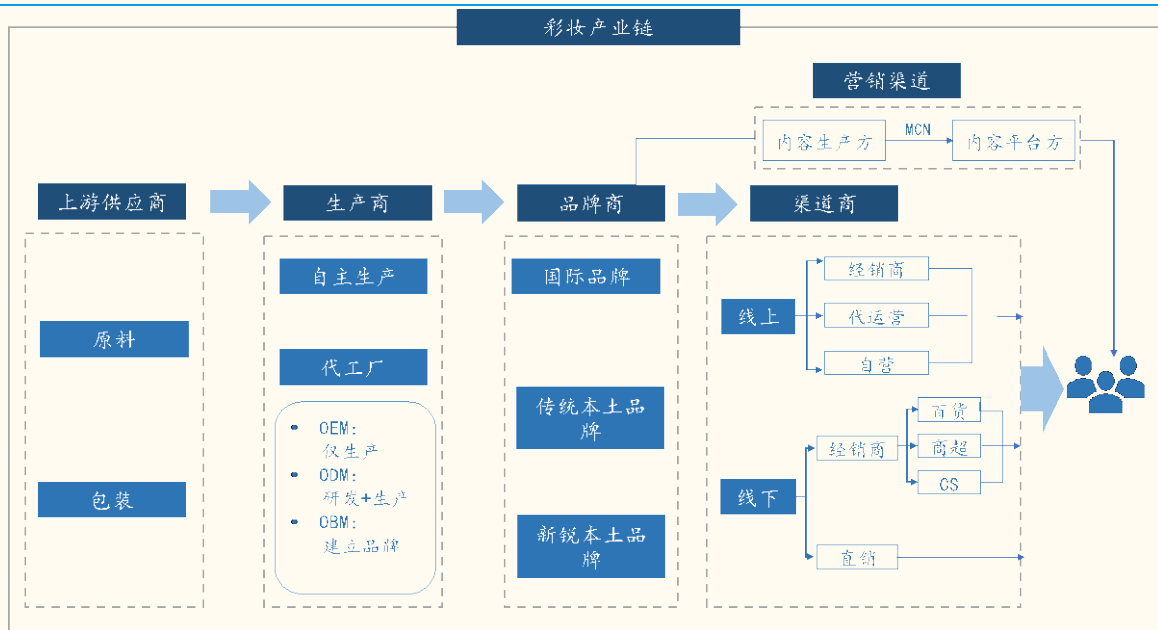
### 2.1 代工：代工产能发展带动行业繁荣

#### ■ 代工“低成本+高效率”为品牌赋能

彩妆产业链主要包括原料、生产、品牌和渠道四个主要环节。原料商多为化工企业，主要提供制作彩妆所需要有效成分，例如底妆中用到的滑石粉、二氧化钛、甘油等。彩妆生产商位于产业链上游，主要方式有品牌自主建厂和

代工生产。代工根据生产商的参与程度可以分为 OEM（仅生产）、ODM（生产+研发）和 OBM（建立自主品牌）。

图表 9：我国彩妆产业链



来源：国金证券研究所

#### ■ 海外主要彩妆品牌在中国以代工为主，核心单品多为自主生产

国际头部化妆品集团旗下彩妆产品大多采用自主生产和代工相结合的方式。高端品牌自主生产为主、少部分非核心单品寻求本土代工；大众品牌各品类代工均较多，部分集团在中国自建工厂生产底妆、唇妆等核心品类。

**国际高端品牌核心产品自主生产为主。**欧莱雅集团旗下阿玛尼、植村秀、圣罗兰，雅诗兰黛旗下雅诗兰黛、Tom Ford、芭比波朗，LVMH 旗下迪奥、纪梵希，爱茉莉太平洋旗下雪花秀、资生堂旗下资生堂和 CPB 等海外高端彩妆，特别是其核心品类（如底妆类、香水类）在中国市场的销售以进口为主，由公司在本国/他国的自建工厂生产；部分非核心品类/非明星单品由中国本土代工，如圣罗兰护发产品、兰芝唇膜、迪奥眼线笔等。

图表 10：国际高端品牌核心彩妆产品进口备案

| 公司       | 品类       | 产品名称                         | 生产商           |
|----------|----------|------------------------------|---------------|
| 雅诗兰黛集团   | 雅诗兰黛     | DW 粉底液/沁水粉底液                 | 雅诗兰黛公司        |
|          |          | 倾慕唇膏                         | 雅诗兰黛公司        |
|          | 海蓝之谜     | 鎏光焕变气垫粉底液/蜜粉饼/遮瑕膏            | 麦斯休伯实验室有限公司   |
|          | 芭比波朗     | 清透持妆两用粉饼                     | 芭比波朗化妆品公司     |
|          |          | 虫草粉底液                        | 芭比波朗化妆品公司     |
|          | 倩碧       | 小雏菊腮红                        | 倩碧实验室有限责任公司   |
|          |          | 302 美白粉底液                    | 倩碧实验室有限责任公司   |
|          |          | 甜心撞色小方唇膏                     | 倩碧实验室有限责任公司   |
|          | Tom Ford | 烈焰幻魅唇膏                       | 雅诗兰黛公司        |
|          |          | 幻魅经典四色眼影盘                    | 雅诗兰黛公司        |
|          |          | 赤焰鎏金香水                       | 雅诗兰黛公司        |
|          | 阿玛尼      | 持色润泽唇膏                       | 乔治阿玛尼         |
|          |          | 贵族清新香氛                       | 乔治阿玛尼         |
|          |          | 权力无痕持妆粉底液                    | 乔治阿玛尼         |
|          | 植村秀      | 眉笔                           | 植村秀           |
|          |          | 小方瓶粉底液                       | 植村秀           |
|          |          | 花瓣粉底                         | 植村秀           |
|          | 3CE      | 九宫格眼影盘                       | (株)NANDA      |
|          |          | 轻盈柔焦蜜粉                       | (株)NANDA      |
|          | 圣罗兰      | 皮气垫                          | 法国圣罗兰化妆品有限公司  |
|          |          | 恒久粉底液/超模精华粉霜                 | 法国圣罗兰化妆品有限公司  |
| LVMH     | 迪奥       | 烈焰蓝金唇膏                       | 克丽丝汀·迪奥公司     |
|          |          | 迪奥小姐花漾淡香氛                    | 克丽丝汀·迪奥公司     |
|          |          | 凝脂恒久锁妆粉底液                    | 克丽丝汀·迪奥公司     |
|          | 纪梵希      | 小羊皮禁忌之吻唇膏                    | 路威酩轩香水部       |
|          |          | 四宫格散粉                        | 路威酩轩香水部       |
|          | 娇兰       | 幻彩流星粉球                       | 娇兰(法国)总公司     |
|          | 玫珂菲      | 控油持久定妆喷雾                     | 玫珂菲公司         |
|          |          | 无痕粉底液                        | 玫珂菲公司         |
| 爱茉莉太平洋集团 | 雪花秀      | 气垫粉底液                        | 株式会社爱茉莉太平洋    |
|          |          | 致美养肤散粉蜜粉                     | 株式会社爱茉莉太平洋    |
|          | 艾诺碧      | 遮瑕气垫                         | 株式会社爱茉莉太平洋    |
|          | 兰芝       | 修颜隔离霜                        | 株式会社爱茉莉太平洋    |
|          |          | NEO 气垫 bb 霜                  | 株式会社爱茉莉太平洋    |
| 资生堂      | 资生堂      | 随肌应变气垫粉底液(红/黑气垫)<br>/持妆无瑕粉底液 | 资生堂美国/株式会社资生堂 |
|          |          | CPB                          | 隔离妆前霜/气垫      |
|          | Nars     | 腮红                           | 资生堂美国娜斯化妆品公司  |
|          |          | 遮瑕膏/遮瑕蜜                      | 资生堂美国娜斯化妆品公司  |
|          | 茵芙莎      | 流光蜜粉                         | 株式会社 IPSA     |
|          |          | 遮瑕                           | 株式会社 IPSA     |

来源：国家药品监督管理局，国金证券研究所

部分头部集团在中国自建工厂，生产底妆、唇妆产品，国际高端品牌部分非核心产品及国际大众品牌选择本土代工模式。产能布局上，雅诗兰黛（2021 年公司在日本投资建厂，供给亚太地区自主产能，预计 22-23 年投产）、LVMH 在中国无本土自主产能，欧莱雅集团、资生堂、爱茉莉太平洋集团在中国有自建工厂。

在中国本土化做得较好的化妆品集团大众品牌的唇部彩妆及底妆等核心品类倾向于自主生产，而眼影、笔类、面部彩妆等倾向于代工生产。欧莱雅集团旗下多品牌的底妆、唇膏自主生产，眼影、笔类、面部彩妆等和多家代工厂合作；资生堂本土自主产能以生产护肤品为主，旗下高端彩妆资生堂、CPB、NARS、茵芙莎核心单品自主生产；爱茉莉太平洋集团旗下多款产品自主生产。

图表 11：海外头部集团彩妆产品在中国的生产情况

| 公司       | 品类   | 热门产品             | 生产商                        |
|----------|------|------------------|----------------------------|
| 雅诗兰黛集团   | 唇部彩妆 | 雅诗兰黛绝色倾慕唇膏系列     | 莹特丽（代工）                    |
|          |      | 倩碧撞色小方唇膏         | 莹特丽（代工）                    |
|          |      | Tom Ford 烈焰幻魅唇膏  | 广州依梦莲（代工）、广州妆姿（代工）         |
|          | 眼影   | 芭比波朗限量八色眼影盘      | 上海臻臣（代工）                   |
|          |      | 魅可大理石系列十二色眼影盘    | 上海臻臣（代工）                   |
|          |      | 魅可焦点九色眼影盘        | 莹特丽（代工）                    |
|          | 笔类   | 魅可时尚眼线笔          | 莹特菲勒（代工）                   |
|          |      | 魅可大师系列多功能彩绘笔     | 莹特菲勒（代工）                   |
|          |      | 芭比波朗流云精细眉笔       | 莹特菲勒（代工）                   |
|          |      | 雅诗兰黛花漾眼线笔        | 莹特丽（代工）                    |
|          | 底妆   | Tom Ford 柔雾无痕粉底液 | 广州美承（代工）                   |
|          | 面部彩妆 | 雅诗兰黛花漾腮红         | 莹特丽（代工）                    |
| 欧莱雅集团    | 唇部彩妆 | 美宝莲绝色持久丝绒哑光唇釉    | 天美国际（自产）                   |
|          |      | 欧莱雅印迹唇釉          | 天美国际（自产）、上海创元（代工）          |
|          |      | 美宝莲绝色持久丝绒哑光唇釉    | 天美国际（自产）                   |
|          |      | 羽西虫草焕颜恒色凝润唇膏     | 天美国际（自产）                   |
|          | 眼影   | NYX16 色眼影盘       | 汕头琦丰（代工）、广东东顿（代工）、广州茗优（代工） |
|          |      | 美宝莲纽约多色眼影盘       | 丽鑫生技（代工）、莹特丽（代工）           |
|          |      | 羽西瓷釉四色眼影盘        | 科丝美诗（代工）                   |
|          | 笔类   | 美宝莲极细防水眼线液       | 上海麻沼（代工）                   |
|          |      | 美宝莲定制柔雾粉底液       | 天美国际（自产）                   |
|          | 底妆   | 欧莱雅恒放溢彩哑光持色粉底液   | 天美国际（自产）                   |
|          |      | 羽西虫草焕臻无瑕精华粉底液    | 天美国际（自产）                   |
|          |      | 美宝莲定制腮红          | 天美国际（自产）                   |
|          | 面部彩妆 | 羽西灵芝生机倾城漾彩渐变修容腮红 | 丽鑫生技（代工）                   |
|          |      | NYX 六色遮瑕修容膏      | 广州茗优（代工）                   |
| LVMH     | 唇部彩妆 | 迪奥曼尼传奇口红         | 广州依梦莲（代工）                  |
|          |      | 娇兰可可熠熠桃心限量口红     | 广州依梦莲（代工）                  |
|          | 眼影   | 迪奥曼尼眼影盘          | 广州盛彩（代工）                   |
|          | 笔类   | 迪奥曼尼惊艳秀场眼线液笔     | 广州依梦莲（代工）                  |
|          | 底妆   | 迪奥曼尼沁润修瑕粉底液      | 广州博美芬（代工）                  |
| 爱茉莉太平洋集团 | 唇部彩妆 | 悦诗风吟真彩印象唇膏       | 上海创元（代工）                   |
|          |      | 梦妆慕斯柔雾唇釉         | 上海创元（代工）                   |
|          |      | 梦妆蔷薇之吻柔雾唇膏       | 爱茉莉（自产）                    |
|          |      | 伊蒂之屋小甜心透嫩唇蜜      | 爱茉莉（自产）                    |
|          |      | 伊蒂之屋缎彩粉雾唇釉       | 希胭熙（代工）                    |
|          | 眼影   | 悦诗风吟悦享随心哑光眼影     | 上海创元（代工）、科玛（代工）            |
|          |      | 梦妆醉心一瞬 8 色彩妆盘    | 爱茉莉（自产）                    |
|          |      | 伊蒂之屋玩转色彩迷你眼影盘    | 蔻斯恩（代工）                    |
|          | 笔类   | 悦诗风吟纤巧精细睫毛膏      | 科玛（代工）                     |
|          |      | 梦妆造型自动眉笔         | 爱茉莉（自产）                    |
|          |      | 伊蒂之屋明眸丰盈定型睫毛膏    | 蔻诗曼嘉（代工）                   |

|       |      |               |                  |
|-------|------|---------------|------------------|
| 资生堂集团 | 底妆   | 伊蒂之屋晴彩纤细眉笔    | 永力笔业（代工）         |
|       |      | 悦诗风吟悦享随心定制粉底液 | 爱茉莉（自产）          |
|       |      | 梦妆光透亲肤粉饼      | 爱茉莉（自产）          |
|       |      | 伊蒂之屋柔焦美颜妆前乳   | 爱茉莉（自产）、蔻诗曼嘉（代工） |
|       | 面部彩妆 | 悦诗风吟悦享随心渐变腮红粉 | 上海创元（代工）         |
|       |      | 梦妆蔷薇花漾腮红      | 爱茉莉（自产）          |
|       |      | 伊蒂之屋三重渐变阴影修容盘 | 科玛（代工）           |
|       |      | 兰芝宜光感遮瑕棒      | 浙江凝睿（代工）         |
| 资生堂集团 | 笔类   | NARS 持久出色眼线笔  | 莹特菲勒（代工）         |

来源：国家药品监督管理局，国金证券研究所（注：莹特菲勒为莹特丽全资子公司，专业生产笔类彩妆，包括眉笔、眼线笔、唇笔等；宜昌天美国际化妆品有限公司是欧莱雅在国内独资持有的生产企业）

### ■ 头部本土彩妆品牌纯代工模式，未来有望过渡到自产+代工相结合的模式

本土头部彩妆公司逸仙电商、浙江宜格、毛戈平当前均为纯代工模式，主要合作代工企业科丝美诗、上海臻臣等。未来，本土彩妆有望走向自主研发、逐步过渡到自主生产+代工相结合的模式：2019年11月，逸仙电商与科丝美诗达成合作协议，合资在广州建设化妆品研发和生产基地；2020年7月，逸仙电商在广州自建的大型研发中心投入运营，配备行业领先的实验设备，具备成分质量检测、配方开发、功效评价、感官评价、安全评价、后勤保障等综合功能；2021年，上海臻臣与逸仙电商合资成立上海逸仙化妆品有限公司，将用于生产和研发。21年8月花西子“东方美妆研究院”在杭州揭牌，也将赋予品牌更多配方研发、原料供给、产品生产方面的资源。

图表 12：本土头部品牌合作的代工厂

| 公司   | 品类   | 热门产品          | 生产商            |
|------|------|---------------|----------------|
| 逸仙电商 | 唇部彩妆 | 完美日记浮光微漾名片唇釉  | 科丝美诗           |
|      |      | 小奥汀雾感唇釉       | 上海臻臣、诺斯贝尔      |
|      |      | 皮可熊疏光镜面水唇釉    | 科丝美诗           |
|      | 眼影   | 完美日记收藏家单色眼影   | 珠海神采、上海臻信、华盛   |
|      |      | 小奥汀玩转星辰液体眼影   | 上海臻臣           |
|      |      | 皮可熊繁星点点液体眼影   | 科丝美诗           |
|      | 笔类   | 完美日记夺目精细眼线液笔  | 宁波爱诗           |
|      |      | 小奥汀特色玩妆眼线胶笔   | 科丝美诗、韵斐诗       |
|      |      | 小奥汀涂鸦海绵头眼线液笔  | 宁波爱诗           |
|      |      | 皮可熊趣味涂鸦眼线胶笔   | 昆山永青           |
|      | 底妆   | 完美日记修颜水润 BB 霜 | 上海臻臣           |
|      |      | 完美日记剔透柔雾控油散粉  | 上海臻臣           |
|      |      | 小奥汀反转魅力高光粉饼   | 上海臻信           |
|      | 面部彩妆 | 完美日记立体流光修容粉盘  | 珠海神采           |
|      |      | 小奥汀雕塑高光修容粉盘   | 珠海神采           |
|      |      | 皮可熊水润无瑕遮瑕液    | 上海臻臣           |
| 浙江宜格 | 唇部彩妆 | 花西子花露养唇同心锁口红  | 科丝美诗           |
|      |      | 花西子玉竹参养唇部打底膏  | 上海臻臣           |
|      | 眼影   | 花西子牡丹流霞珍珠眼影   | 上海臻臣、上海臻信、上海欧润 |
|      | 笔类   | 花西子松烟纤描首乌眼线笔  | 上海创元           |
|      |      | 花西子螺黛生花眉粉笔    | 上海永力笔业         |

|     |      |                    |           |
|-----|------|--------------------|-----------|
|     | 底妆   | 花西子玉女桃花轻蜜粉         | 上海创元      |
|     |      | 花西子玉容睡莲养肤气垫粉底液     | 科丝美诗      |
|     |      | 花西子玉容花养持妆粉底液       | 上海臻臣、上海索望 |
|     | 面部彩妆 | 花西子双花裁云雕花高光        | 上海创元      |
| 毛戈平 | 唇部彩妆 | MAOGEPING 魅色釉光唇膏   | 东色日化      |
|     | 眼影   | MAOGEPING 塑形晶彩眼影   | 致新生物、莹特丽  |
|     | 笔类   | MAOGEPING 塑形防水睫毛膏  | 东色日化      |
|     | 底妆   | MAOGEPING 光影塑颜高光粉膏 | 致新生物      |
|     |      | MAOGEPING 光感清透无痕粉膏 | 致新生物      |
|     | 面部彩妆 | MAOGEPING 柔纱幻颜腮红   | 上海麻沼      |

来源：国家药品监督管理局，国金证券研究所

### ■ 国内外品牌彩妆代工需求培育一批头部代工厂

目前我国彩妆领域代工龙头包括科丝美诗、莹特丽、韩国科玛、上海臻臣、上海创元。互联网 DTC 模式驱动下，代工减少品牌商前期研发投入、缩短建设周期，提升新品开发速度和供应链效率，帮助新锐品牌实现规模快速扩张。

图表 13：我国头部彩妆代工厂企业

| 代工生产商              | 概况                                                                   | 模式          | 优势品类              | 主要合作品牌                                                           | 20 年中国营收（占比）                                  | 20 年毛利率（同比变动）  | 20 年净利率（同比变动）  |
|--------------------|----------------------------------------------------------------------|-------------|-------------------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|----------------|----------------|
| 科丝美诗<br>（市值 84 亿元） | 1992 年创立于韩国，目前在韩国、中国、印尼、美国等地开设工厂，2004 年起相继在上海和广州共 3 家工厂投入运营。         | ODM、OBM     | 护肤、彩妆、面膜          | 海外：芭比波朗、迪奥、欧莱雅、兰蔻、YSL、香奈儿、植村秀、魅可；<br>国内：完美日记、花                   | 18.66 亿元（+24.53%）<br>其中彩妆营收 5.76 亿元，占比 30.86% | 16.8%（+1.5PCT） | 5.8%（-3.5PCT）  |
| 韩国科玛<br>（市值 58 亿元） | 1990 年成立于韩国；2007 年、2016 年分别在北京、无锡开设分支                                | OEM、ODM     | 唇膏、睫毛膏、眼影、面部彩妆、面膜 | 海外：魏尔泉蜜橘佛陀、悦诗风吟、伊蒂之屋、兰芝、欧莱雅、香奈儿、资生堂、丝芙兰                          | 3.94 亿元（+9.62%）                               | 32.2%（+3.5PCT） | 12.1%（+9.7PCT） |
| 莹特丽                | 1972 年成立于意大利，迄今已进入欧洲、北美、南美和亚洲十个国家；2007 年进入中国市场，在国内拥有 4 个生产基地、1 家研发中心 | ODM         | 粉类、底妆、笔类、唇膏、美甲、护肤 | 海外：欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、LVMH、花王、露华浓、香奈儿、爱茉莉、KIKO<br>国内：卡姿兰、完美日记、毛戈平、玛丽黛佳 | 亚太区 4.11 亿元（-39.9%，主要为疫情、口红订单减少）              | -              | -              |
| 上海臻臣               | 2015 年在上海成立，聚焦彩妆生产；2021 年与逸仙电商合资成立上海逸仙化妆品有限公司进行化妆品生产。                | OEM、ODM     | 唇膏、粉饼、眼影、粉底液      | 海外：欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁；<br>国内：完美日记、橘朵、小奥汀                                | -                                             | -              | -              |
| 上海创元               | 2010 年成立，为港台企业。主要为国内外化妆品销售企业加工产品，也生产自主品牌产品。                          | OEM、ODM、OBM | 粉类、笔类、唇膏、睫毛膏      | 海外：雅芳、欧莱雅、悦诗风吟<br>国内：薇诺娜、百雀羚、屈臣氏、火烈鸟                             | -                                             | -              | -              |

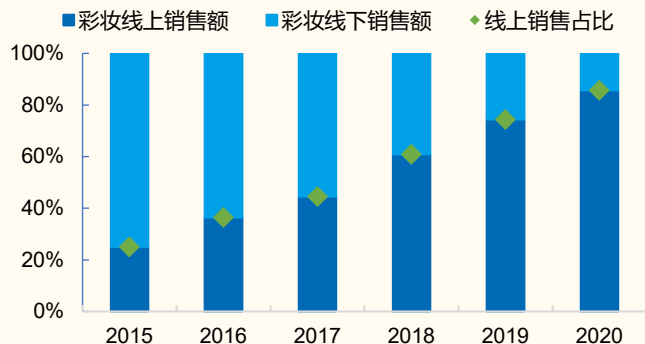
来源：公司官网，公司定期报告，Bloomberg，国金证券研究所

## 2.2 渠道：线上高渗透、线下彩妆集合店打造“沉浸式”购物体验

### 2.2.1 线上：高渗透，多平台扶植政策鼓励品牌发展

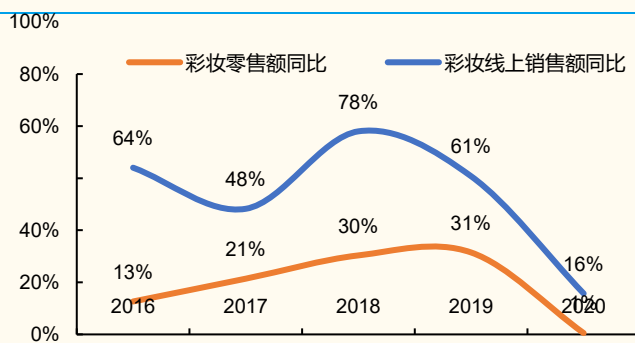
根据 Euromonitor，2020 年彩妆线上销售额达到 510.43 亿元，占彩妆销售总额的 85.6%，占比较 2015 年上升 60Pct；近 5 年线上销售额保持着远高于彩妆整体营收的增速，2020 年彩妆线上同增 16%，成为推动行业发展的最重要的渠道。

图表 14：2015-2020 彩妆线上销售额及占比（亿元，%）



来源：Euromonitor, Wind, 国金证券研究所

图表 15：2016-2020 年彩妆线上销售增速 (%)

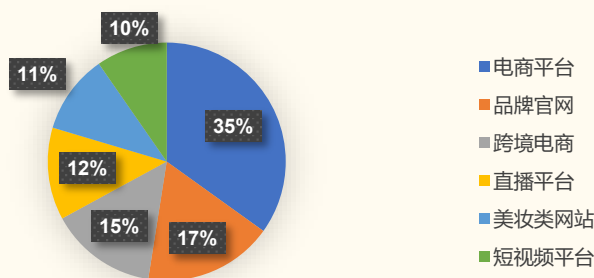


来源：Euromonitor, 国金证券研究所

网购平台的多元化发展为消费者提供更全面的产品选择和更丰富的线上购物体验。从细分渠道来看，传统电商平台（淘宝、天猫、京东等）依然为线上最主要的渠道，其销售额占线上总营收的 35%，其次是品牌官网和跨境电商分别占 17%和 15%。近两年直播电商和短视频的高速发展带来新一轮线上红利，国际大牌和新锐国货均通过创立品牌直播间以及与带货主播合作的方式提振声

量，而抖音等短视频平台上线橱窗店铺功能结合内容营销和渠道销售于一体，拓宽品牌的变现途径。

图表 16：2020 年中国化妆品线上购买渠道细分



来源：iMedia Research, 国金证券研究所

以天猫、京东为代表的核心电商平台通过内容引流、营销加码、资源赋能等途径助力美妆品牌发展，积极扶持新锐国货，拓展品牌圈层，搭建平台美妆全生态。众多当下知名国货彩妆品牌如完美日记、橘朵、花西子、稚优泉等都抓住了电商扶持第一波红利，率先入驻线上平台抢占流量高地；随后，更多新兴品牌如 Hedone、玛丽黛佳、小奥汀等进驻，并在平台扶持项目下快速成长。

图表 17：天猫、京东扶持美妆品牌项目梳理

| 平台 | 开展时间   | 项目内容                                                                                               |
|----|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 天猫 | 2019 年 | 宣布加大在美妆市场的投入，扶持 1000 个美妆品牌在天猫开店，批量孵化超过 50 个销售额过亿的单品。                                               |
|    |        | 开启“寻找发光体”项目推动国货美妆洗护新锐品牌完成产业升级和数字化转型，项目共覆盖 500+新锐品牌，孵化上百家新势力商家。                                     |
|    | 2020 年 | 开启“品牌成长计划”，计划在 2 年内助推 5000 个品牌成为所在行业的独角兽。在公布的第一批品牌中，约 70%的品牌来自美妆个护板块。                              |
|    |        | 开启“国货新势力”专用赛道，为优秀国货美妆品牌给予营销方面的扶持                                                                   |
|    | 2021 年 | 天猫小黑盒将打造 1 万款千万级新品，助力 2000 个品牌实现新品销售额过亿。                                                           |
|    |        | 针对美妆新品牌的系列专项支持举措：<br>(1) 重点新商家提供佣金补贴，新品冷启动计划下千万级爆款的孵化周期缩短至 6 个月<br>(2) 定制化的供应链服务，提升跨境商品礼盒、刻字等消费体验。 |
|    |        | 三大商家服务新举措：<br>(1) 商家保证金可支用；<br>(2) 开通新商家极速入驻通道；<br>(3) 设立商家入驻服务中心。                                 |
| 京东 | 2019 年 | 京东美妆推出四大举措布局无界零售，其中包括引入更多美妆新品牌和新产品，打造美妆生态，以及为美妆品牌加大内容引流。                                           |
|    |        | “京妆大牌”项目帮助商家打造整套资源包装，提升活动品牌曝光，确保其继续保持高增速                                                           |
|    | 2020 年 | “美力联盟”计划为美妆品牌从运营到资源赋能提供一系列扶持，帮助成熟品牌、新锐品牌快速成长。                                                      |
|    |        | “奔跑计划”助力新锐美妆品牌解决电商运营痛点，为优秀商家提供营销加码和 IP 扶持。                                                         |

来源：天猫，京东，国金证券研究所

相比国货品牌，海外品牌对线上转型采取更加谨慎的态度，但在看到线上渠道、流量机遇和扶持政策后，正在加紧入局。阿玛尼、香奈儿、Tom Ford 等知名大牌近两年才陆续入驻天猫。根据德勤大数据研究院，截至 2019 年底，天猫平台上国产彩妆品牌 GMV 占比 61%、海外品牌仅占 39%。21 年来天猫国际推出多个扶持方案吸引海外品牌进驻，菜鸟网络与韩国最大跨境化妆品平台之一跨洋易选（Beauty Net Global）达成合作，将促成更多海外头部/小众美妆品牌进入中国市场。

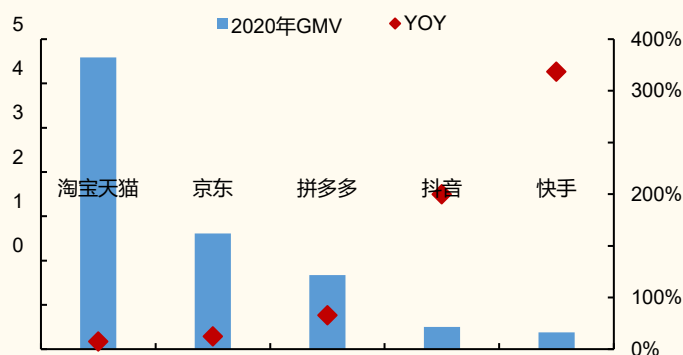
图表 18：天猫国际 2021 年来对海外美妆品牌的扶持政策

| 天猫国际扶持政策                             | 具体内容                                                                                                                              |
|--------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| “保税进口+零售加工”的新世界工厂模式                  | (1) 为入驻天猫国际的海外品牌提供分装加工、中小样灵活生产、新品定制等服务；<br>(2) 缩短 C2M 包装打造及运输时间，加快新品进入中国的速度和灵活度；<br>(3) 将海外的成品终端加工前置到国内保税区，帮助海外品牌在保税区完成进口原料的灌装环节。 |
| 独立品牌站（一站式自运营解决方案）                    | (1) 轻量化运营：客服/仓储/投放等多项服务可托管；代销自运营模式，灵活易管理；佣金比例返还、低保证金、低服务费；<br>(2) 提高入驻效率：支持大贸、跨境多贸易模式；<br>(3) 支持快速搭建店铺：全面放开商家仓；开放商家后台运营能力；各类资源支持。 |
| 降低海外品牌入驻门槛                           | 海外卖场的入驻门槛，从 20 家以上线下店的要求降低到 5 家                                                                                                   |
| 阿里巴巴旗下物流公司菜鸟网络与韩国最大跨境化妆品平台之一跨洋易选达成合作 | 提供海外仓、航空干线、极速清关和国内“最后一公里配送”等物流全链路服务。                                                                                              |
| 海外品牌“服务商智能匹配”平台                      | 商家经过初步筛选能够获取智能匹配的服务商清单，可一键邀约找到合适自身发展的服务模式，助力商家便捷、高效拓销中国市场。                                                                        |

来源：天猫国际，品观网，国金证券研究所

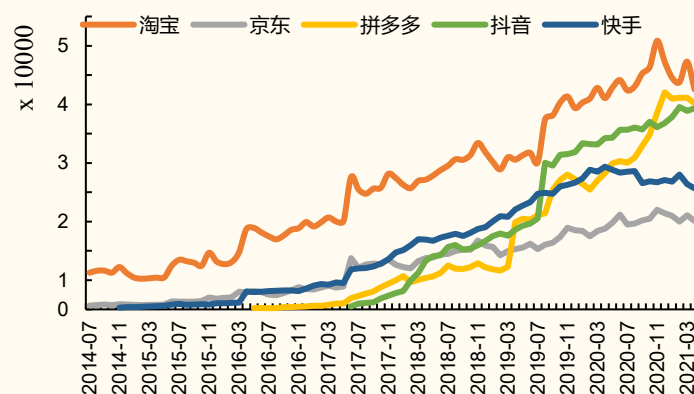
新型社交电商迅速崛起，成为消费新阵地，有望驱动美妆市场进一步扩容。20 年起，多个社媒内容平台如抖音、快手等开始布局电商业务，京东、拼多多等电商平台则纷纷入局美妆赛道。21 年来，随着多平台前期布局完成，月活用户数（MAU）放量增长，其中抖音、拼多多 MAU 已接近淘系平台水平，21-22 年有望迎来流量集中变现。从 2020 年各平台商品成交总额（GMV）数据来看，主流淘系平台先发优势仍存，<sup>10</sup>但增速放缓趋势明显，以抖音为代表的新型社交电商正在兴起。抖音电商 2020 年全年 GMV 超过 5000 亿元，比 19 年增长超 3 倍，抖音目标 21 年 GMV 1<sup>8</sup>万亿元，并于 20 年底加速邀请品牌方入驻、开通抖小店，加速扩张。

图表 19：2020 年电商平台 GMV 及增速（万亿元，%）



来源：公司公告，国金证券研究所（注：淘宝天猫不考虑本地生活、国际电商和批发业务，仅包括国内零售平台的数据）

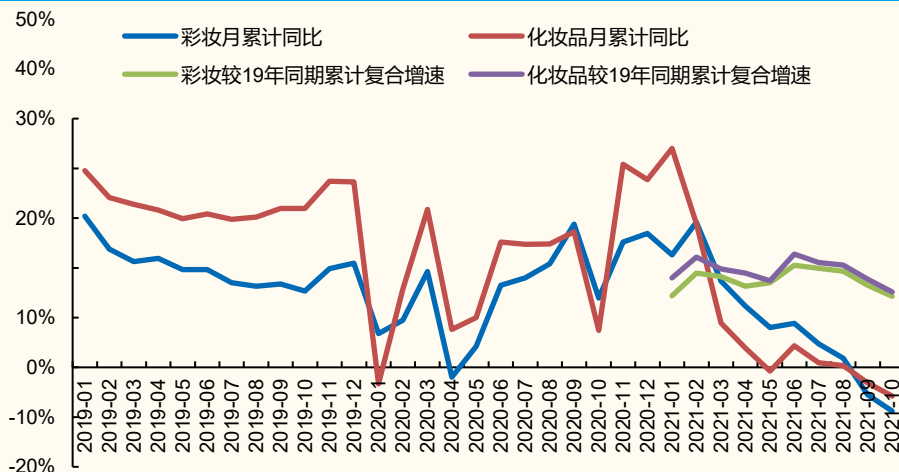
图表 20：电商平台 MAU（亿人）



来源：Wind，国金证券研究所

受 20-21 年疫情波动、大促节点变化、新兴电商分流等多因素影响，21 年 1-10 月阿里全网彩妆销售额同比降 9%，但较 19 年同期仍复合增近 15%。

图表 21：阿里全网彩妆销售额增速

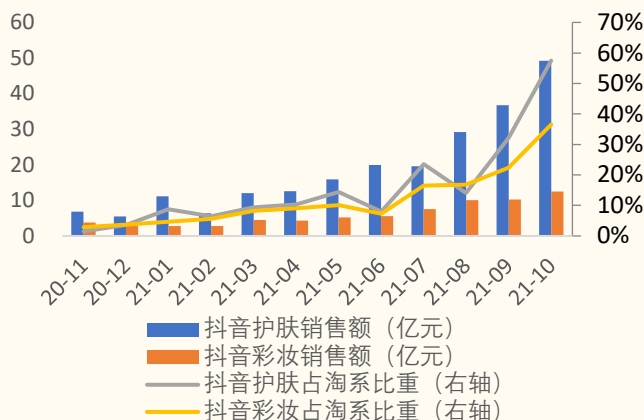


来源：国金证券研究所

截止 21.10 抖音彩妆 TOP300 品牌合计销售额为 12.44 亿元、占同期淘系彩妆比重为 36%，抖音彩妆快速放量、占比同期淘系彩妆比重不断提升，21 年 1 月占比仅为 5%。

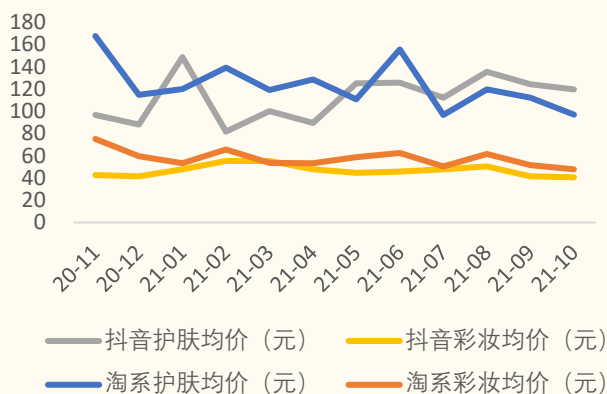
抖音彩妆 TOP300 品牌均价目前仍低于淘系。21.10 抖音 TOP300 彩妆品牌均价为 41 元、较同期淘系彩妆品牌均价 48 元更低。

图表 22：抖音护肤、彩妆 TOP300 品牌合计销售额及占同期淘系比重



来源：飞瓜数据、国金证券研究所

图表 23：抖音护肤、彩妆 TOP300 品牌均价



来源：飞瓜数据、国金证券研究所

### 2.2.2 线下：彩妆集合店打造开创美妆零售新模式

新型线下彩妆集合店以多品牌种类、高性价比、核心商圈位置、新颖的场景设计等优势逐渐取代传统 CS，成为彩妆线下销售和传递品牌形象最重要的渠道之一。2019 年 9 月 KK 集团旗下 The COLORIST 调色师的第一家店在广州开业，开业当天创下 400 万销售额；在之后的两年里快速扩张，在北京、上海、深圳等 20 余个城市共开设 200 多家门店；店内出售包括 Tom Ford、YSL、Armani、稚优泉、滋色等海内外共 500 多个品牌、超 6000 种单品，为消费者提供广泛的购物选择。除此之外，HARMAY 话梅、NOISY Beauty、WOW COLOUR、喜燃等新崛起的新型彩妆零售商也拥有自己的经营思路和打造亮点，持续获得资本和市场的关注。

线下集合店提供一种新的零售美妆精选模式，区别于品牌直营店，其商品陈列按照细分类目划分，实现跨品牌比较的功能，此外也提供便捷性、社交性的附加价值。与线上“搜索爆款商品—直接购买”的形式不同，消费者在店里体验的同时也能为非爆品引流，而品牌各系列的陈列有利于更好地展示品牌设计概念、传达品牌价值，完成从“爆品 & 流量”驱动到“产品力 & 品牌力”驱动的转变。另外，相比传统 CS 渠道，集合店里高性价比的国货潮流单品、去 BA 化店内服务模式、以及色彩亮丽的店内装修更符合年轻消费者的消费习惯，而该类人群的爱分享属性也有助于门店在社交平台被推广，打造可持续流量闭环。

图表 24：国内代表性彩妆集合店

| 集合店名称        | 成立时间 | 店铺数 | 覆盖城市        | 入驻品牌                                         | 门店形象 |
|--------------|------|-----|-------------|----------------------------------------------|------|
| HARMAY 话梅    | 2019 | 5   | 北京、上海、香港、成都 | Charlotte Tillbury、PAT McGRATH、MAC 等         |      |
| NOISY Beauty | 2019 | 20+ | 广东、江西等      | FILORGA、雪肌精、兰芝等高端潮流品牌，以及橘朵、Girl cult 等国产新锐品牌 |      |

|                     |      |      |                               |                                                                                                  |                                                                                     |
|---------------------|------|------|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| THE COLORIST<br>调色师 | 2019 | 200+ | 广州、北京、上海、深圳、西安、长沙、武汉等 20 余个城市 | Tom Ford、YSL、Armani、NARS、MAC、Canmake、Kissme、Wet n Wild、PonyEffect、稚优泉、卡婷、滋色等超过 500 个品牌和 6000+SKU |  |
| WOW COLOUR          | 2020 | 300+ | 北京、上海、成都、广州等一二线 80+个城市        | Colorkey、VNK、Leemember、Judy Color Lab、girlcut                                                    |  |
| 喜燃                  | 2020 | 9    | 南京、广州、宁波、成都、昆明、杭州、重庆          | 小奥汀、橘朵、完美日记、JOOCYEE 酵色、HEDONE 等 300 个品牌和超过 4000 款产品                                              |  |

来源：品牌官网，国金证券研究所

除了集合店，国际品牌和国货新锐也在通过开展线下直营门店和快闪店的形式探索线下流量红利。截至 2020 年底，互联网美妆品牌完美日记已经在全国 110 个城市开设超过 240 家线下体验店，较 2019 年新增 200 家。持续线下扩张下，2020 年完美日记体验店销售额达到 5.31 亿元，占总销售额的 10.1%；线下消费者中 65% 是新客户，且线下客单价高于线上。YSL、DIOR、兰蔻、小奥汀、橘朵等品牌相继在上海、北京、长沙、杭州城市的核心商圈开设快闪店，以限量联名产品、赠送礼物等一系列活动吸引消费者打卡，丰富线下场景下的品牌传播途径。随着线上流量成本提升，品牌们都在通过拓宽销售渠道的方式寻求破局方式，希望能通过线下打开新的增量市场。

## 2.3 营销：受益于社交平台视觉化红利

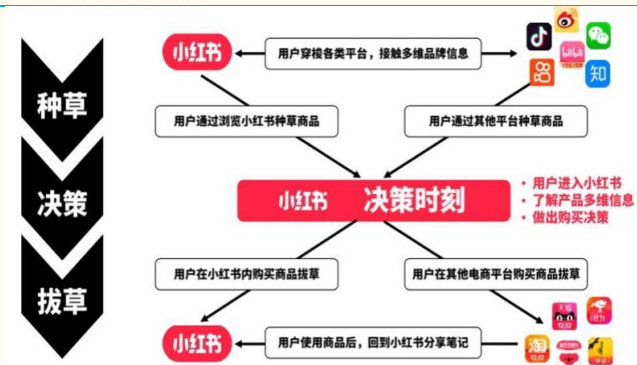
### ■ “可视化”营销加速彩妆行业消费转化

社交平台的发展和图文、视频、直播等多形式内容传播助推“可视化”广告的兴起。国货彩妆品牌通过在小红书、哔哩哔哩、微博、抖音快手等平台大量投放 KOL 营销，实现品牌曝光，并在内容种草过程中铺设购买链路，完成引流到变现的过程。

小红书作为年轻女性聚集的社区平台，是彩妆品牌流量高地。品牌在小红书平台的投放趋于“标签化”，在推广形式上多以博主种草、新品测评、妆容教程等内容出现，全面、专业地帮助消费者在了解产品的过程中潜移默化被种草，形成“信息获取—种草—购买—自发反向种草”的内容营销路径，达到裂变式营销效果。

相比护肤、个护用品，彩妆产品效果具备即时性，更适合视频/直播的互联网营销打法，消费者能够通过视频直观感受到产品质地、色彩、直接上妆效果，并学习化妆技巧和妆容搭配，化妆手法的学习后更能激发购买欲，挖掘潜在需求。

图表 25：品牌在小红书的内容营销路径



来源：小红书，品观网，国金证券研究所

图表 26：短视频和直播带货特点比较

| 短视频种草            | VS | 直播带货             |
|------------------|----|------------------|
| 导购模式             |    | 拼购促销模式           |
| 提升品牌知名度，长线心智影响   |    | 短期降价促销，长期降价      |
| 专业+场景为核心         |    | 低品牌溢价+低价格为核心     |
| 更注重长线种草教育        |    | 更注重快速销售转化        |
| 专家型、影响力型 KOL 效果好 |    | 强带货、强情感渲染型主播效果较好 |
| 用户互动性相对较弱        |    | 用户互动性相对较强        |

来源：国金证券研究所

### ■ 明星&KOL 打造带货阵容，影响力辐射多圈层

美妆品牌通过流量明星打造爆品，借助粉丝圈层的传播能力迅速扩展至更广泛的消费者群体；另外，明星代言也能更好地塑造品牌形象，提高品牌美誉度。

美妆 KOL 承载着品牌方和消费者中间最重要的角色，他们正在小红书、B 站、短视频、直播间里通过自己在彩妆垂直领域的口碑和影响力，为社交平台上的广大消费者完成产品教育和种草指引。不同的品牌对于 KOL 投放的策略有所差异，其中完美日记采用金字塔方式从高到低逐级投放到明星、头部 KOL、腰尾部 KOL 和素人，覆盖更多的消费圈层；橘朵主要集中投放到中腰部和尾部彩妆垂直领域的 KOL，针对性更强且成本可控；花西子则是偏好大流量 KOL 种草，通过与李佳琦深度绑定完成深度种草和爆款引流。

### ■ 在流量变迁中走出一系列依靠精准营销成功破局的国货彩妆品牌

2018 年完美日记联合小红书 KOL 分级投放，当年双十一就销售破亿，流量变现效果显著；国货新锐花西子通过深度绑定李佳琦，在短短三年就实现年销售额近 30 亿元、并在双 11 和 618 活动中多次登上国产美妆成交额榜首。2021 年 1-9 月，抖音彩妆类目销售额前十中九个为本土品牌，除花西子、完美日记、colorkey 等头部品牌外，也有酵色（橘朵母公司上海橘宜旗下品牌、19 年创立）、蝶莲娜、透蜜等新老品牌崛起。

图表 27：2021 年 1-9 月抖音彩妆类目销售额排名及小红书热度

| 品牌名            | 在彩妆类排名 | 销量（万件） | 销售额（亿元） | 关联直播数  | 小红书关联笔记数 | 小红书官方账号粉丝数（万人） |
|----------------|--------|--------|---------|--------|----------|----------------|
| 花西子            | 1      | 340    | 5.5     | 1.7 万+ | 5 万+     | 17.3           |
| 柏瑞美            | 2      | 331    | 2.0     | 3.5 万+ | 2 万+     | 8              |
| 完美日记           | 3      | 242    | 1.9     | 1 万+   | 33 万+    | 199.3          |
| Colorkey       | 4      | 276    | 1.7     | 2.5 万+ | 10 万+    | 17.3           |
| 滋色             | 5      | 221    | 1.4     | 1 万+   | 6 万+     | 27.9           |
| 毛戈平            | 6      | 54     | 1.1     | 5000+  | 6 万+     | 70             |
| 蝶莲娜            | 7      | 129    | 0.9     | 1500+  | 2500+    | 1.4            |
| 兰芝             | 8      | 96     | 0.9     | 5000+  | 17 万+    | 9.7            |
| 酵色             | 9      | 110    | 126     | 约 9000 | 3 万+     | 3.7            |
| 透蜜（Honey Snow） | 10     | 120    | 138     | 约 5000 | 2 万+     | 9.8            |

来源：飞瓜数据，国金证券研究所（注：考虑数据准确性，此处抖音平台销量、销售额、关联直播数均为平台估算值，不作为盈利预测及投资建议参考）

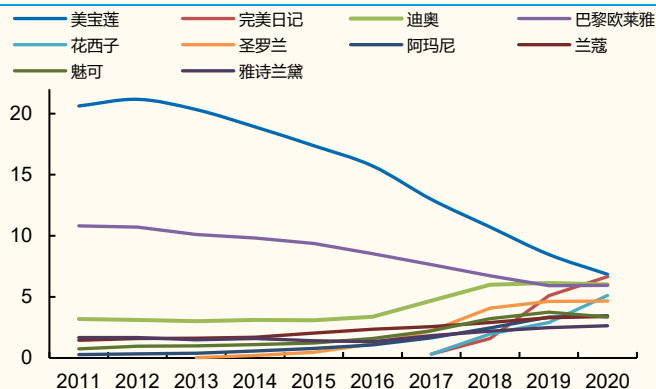
### 3、格局：海外龙头主导，大众本土新锐品牌把握新机遇崛起

行业集中度先降后升、品牌格局重塑。我国彩妆行业 CR3、CR5 近十年总体下滑，2020 年分别为 19.5%、30.6%，CR10 在 18 年前呈下滑趋势，19、20 逐年小幅提升，20 年为 48.1%。

国际品牌在中国彩妆市场总体占主导地位，近年来表现有所分化。18 年前，市占前五除卡姿兰外，均为海外品牌；19 年完美日记排名第四、花西子第十，在前十中本土品牌占据三个席位。

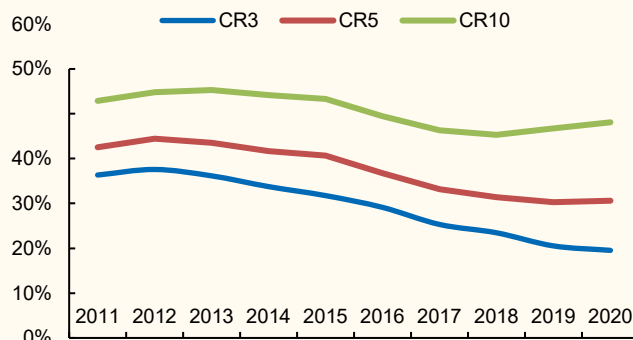
20 年卡姿兰跌出前十，完美日记升至第二、花西子升至第五。国际品牌中曾经占据绝对领先优势的美宝莲、巴黎欧莱雅市占率下滑；迪奥、圣罗兰等市占率提升。

图表 28：头部品牌中国彩妆市场市占率 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 29：中国彩妆品牌集中度 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

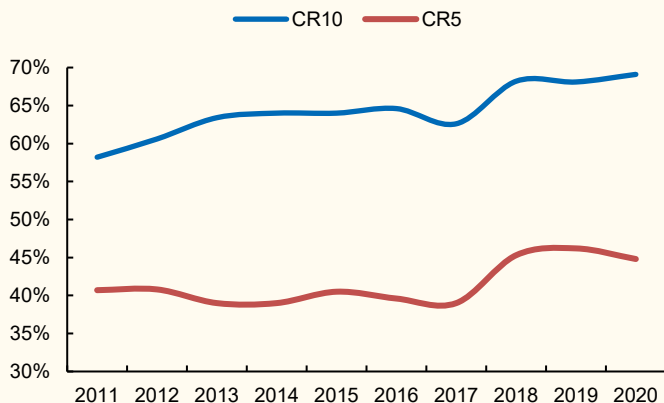
#### 3.1 国际品牌：占主导、垄断高端市场、大众端份额下滑

国际品牌在中国高端彩妆市场处于垄断地位，近 10 年高端彩妆市占率前 10 的品牌均为国际一线品牌，且份额头部集中，20 年 CR5 和 CR10 分别为 45%、69%，较 15 年提升 4PCT、5PCT。

从公司集中度看，高端市场三大龙头集团欧莱雅、LVMH、雅诗兰黛优势明显，合计市占率 20 年达 71%，其中雅诗兰黛和欧莱雅市占率自 14 年来持续提升，主要受益欧莱雅旗下圣罗兰、阿玛尼、兰蔻，雅诗兰黛旗下魅可、雅诗

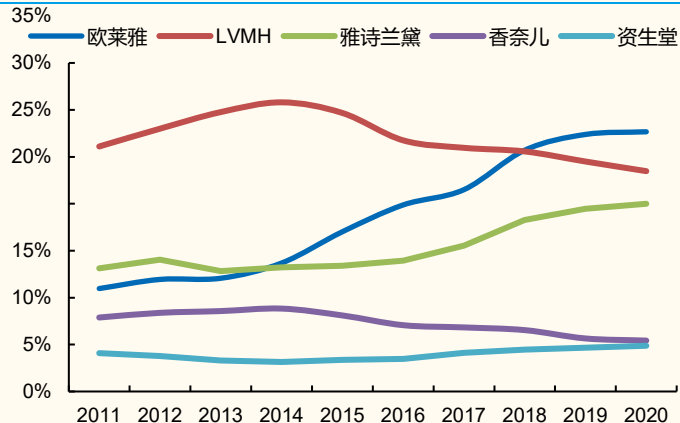
兰黛近年来发力中国市场，LVMH 则凭借近年来稳居市占第一的迪奥和市占率稳定前十的纪梵希保持相对领先地位。

图表 30：中国高端彩妆市场品牌 CR5 和 CR10 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所（注：2011-2020 年高端彩妆品牌前十均为国际品牌）

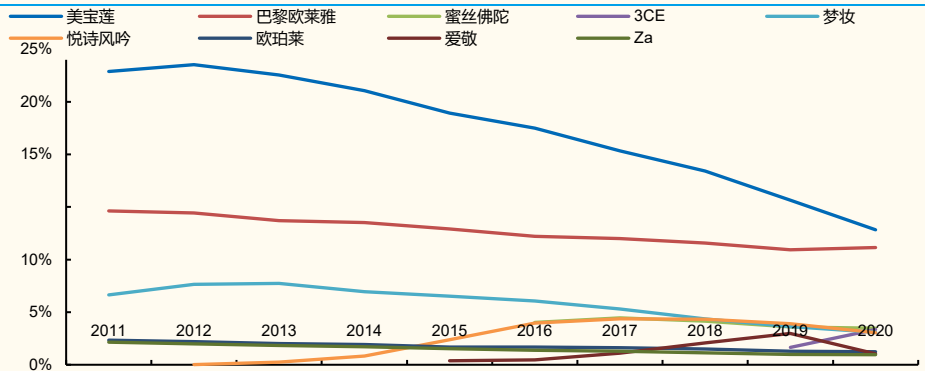
图表 31：中国高端彩妆市场公司市占率 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

大众市场国际品牌份额总体下滑。主要大众国际品牌中，除 3CE 在 19、20 年市占率提升外，其余品牌近五年均呈下滑趋势。

图表 32：大众端主要国际品牌市占率变化 (%)



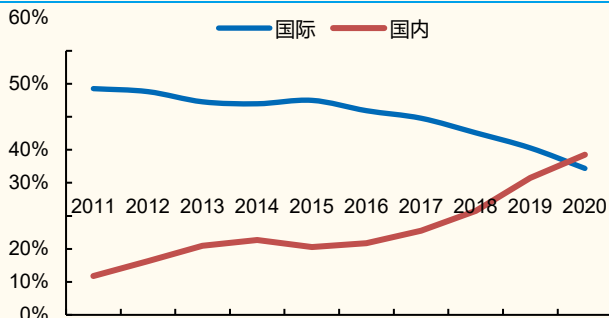
来源：Euromonitor，国金证券研究所

### 3.2 本土品牌：大众新锐品牌迎合二三线城市年轻人、持续抢占份额

大众端本土品牌崛起。2017 年以来，本土品牌合计市占率从 25%大幅提升至 20 年的 49%，20 年本土品牌份额超越国际品牌。

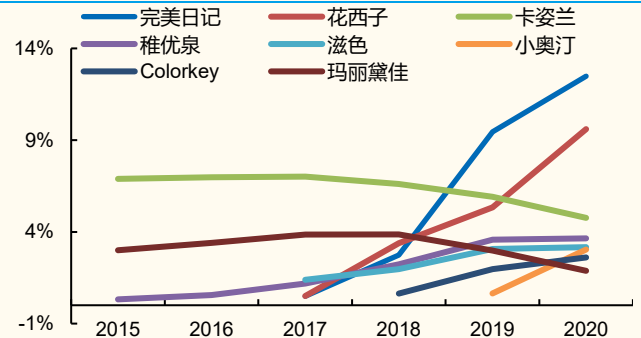
具体分品牌，表现有所分化。完美日记、花西子快速扩张，稚优泉、滋色、Colorkey、小奥汀等稳步增长，而玛丽黛佳、卡姿兰等近年来市占率下滑。

图表 33：大众市场国际/本土品牌合计市占率 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所（注：未考虑市占率低于 0.01% 品牌）

图表 34：主要本土大众彩妆品牌市占率变化 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

探究玛丽黛佳、卡姿兰近年来竞争力走弱的原因，我们认为核心在于品牌缺乏差异化亮点、未能延续此前明星大单品的热度。卡姿兰和玛丽黛佳分别成立于 2001 年、2006 年，属于成立较早的本土彩妆品牌，定位上，均立足时尚快消大众彩妆，早期主要通过 CS 渠道布局商场百货专柜、连锁零售店等。

2009 年卡姿兰推出“卡姿兰大眼睛”系列步入快速增长期，依靠明星产品卡姿兰大眼睫毛膏在彩妆界打响知名度，同时以低于当时彩妆巨头美宝莲的价格吸引众多经销商为其带货推广，其成功基本可概括为“明星大单品+高性价比”策略。玛丽黛佳同样为大众彩妆品牌，目标客群 25-35 岁知性女性，当时彩妆消费主流人群年龄带高于当前，玛丽黛佳聚焦核心消费人群，以眼妆为突破口打开市场，2006 年底推出的嫁接式睫毛膏成为代表性产品，随后连续踩准流行趋势，2017 年顺应“烘焙妆”、“DIY”概念，推出能够自由组合的单品烘焙式眼影；2018 年推出能够一笔成型眼妆的“小蘑菇”眼影，满足了消费者的尝新意愿。

卡姿兰近年来推新频率不减，广泛布局眼妆、底妆、唇妆等多品类，当前天猫旗舰店在售产品 123 件，数量上高于其他本土品牌，也保持着较高备案频率，但缺乏如当年卡姿兰大眼睫毛膏的核心大单品；在品牌营销上对主流社媒

的内容投放远不及其他新锐品牌，在当下主流彩妆消费人群中的曝光度不够，同时也缺乏对差异化亮点的打造，存在品牌调性不够鲜明的问题。

玛丽黛佳延续品牌“时尚、前沿、艺术”的基调，新品方面同样品类齐全、维持高推新/备案频率，但随着嫁接式睫毛膏认知度减退，烘焙妆、一笔成型等趋势更迭，19年来玛丽黛佳未再有培育出明星大单品，且其产品包装和妆容风格更适合轻熟女性，与Z世代偏好契合度不如其他新锐品牌。

营销方面，卡姿兰和玛丽黛佳未能分享流量和线上渠道红利也是其近年竞争力下滑的原因之一。营销方式快速更迭，从以小红书和微博为主的图文时代，

到以微博、抖音和快手为代表的短视频时代，再到以淘宝、抖音等为代表的直播时代，传统国货彩妆玛丽黛佳和卡姿兰布局对比新锐品牌较晚。

图表 35：主要国货彩妆品牌梳理

| 品牌       | 创立时间 | 品牌定位     | 均价(元) | 明星产品(平均到手价/元)                 | 天猫店在售产品数 | 1H21 天猫销售额(亿元) |
|----------|------|----------|-------|-------------------------------|----------|----------------|
| 完美日记     | 2017 | Z世代时尚快消  | 74.3  | 名片唇釉(70)、天鹅绒唇釉(64)、动物眼影盘(100) | 168      | 13.4           |
| 花西子      | 2017 | 国风彩妆     | 145.9 | 空气蜜粉(157)、眉笔(69)、蚕丝蜜粉(184)    | 87       | 16.8           |
| 稚优泉      | 2009 | 潮流彩妆     | 57.6  | 三合一卸妆油(67)、奶霜唇釉(70)           | 114      | 2.3            |
| 滋色       | 2013 | 时尚/前沿/艺术 | 67.8  | 多效隔离霜(84)、埃及蜜粉饼(63)           | 93       | 1.9            |
| 小奥汀      | 2013 | 玩妆一族     | 73.8  | 炫彩眼线液笔(69)、卷翘睫毛打底膏(78)        | 59       | 2.4            |
| Colorkey | 2018 | 潮酷彩妆     | 73.2  | 空气唇釉(69)、小黑镜唇釉(69)、小金筷眉笔(70)  | 62       | 9.2            |
| 玛丽黛佳     | 2006 | 新艺术彩妆    | 74.9  | 石头唇釉(78)、牛油果卸妆湿巾(68)          | 114      | 0.9            |
| 卡姿兰      | 2001 | 性价比潮流彩妆  | 86.2  | 小夜猫奶猫粉底液(95)、雾吻唇釉(108)        | 123      | 2.3            |

来源：品牌官网，天猫旗舰店，国金证券研究所（注：均价为天猫旗舰店平均成交价）

### 3.3 本土大众品牌兴起的背景

对于本土品牌能够把握大众市场并持续拓展份额的原因，我们认为主要外部因素有民族认同增强、年轻群体更具包容性、本土品牌高性价比，对于品牌自身来说，本土品牌在下沉渠道拓展、消费趋势捕捉、产品开发及品牌培育方面具备显著优势，近年来国内新营销、新渠道迭代加速，海外头部公司面临新

锐品牌激烈竞争，本土化战略受到一定阻碍。

#### ■ 民族自信增强，独立审美出现，本土品牌市占率有望继续提升

对比彩妆发展已较为成熟的日本、韩国市场，它们均大致经历了三个发展阶段：

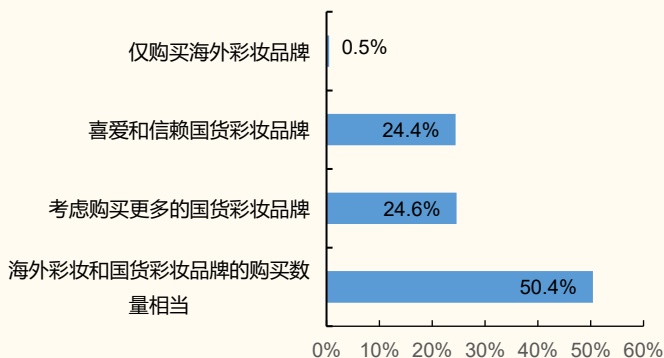
- (1) 萌芽期：经济快速增长带动彩妆消费兴起，早期妆容风格及产品追逐西方潮流、经济贸易开放的背景下欧美龙头优先入局抢占份额。
- (2) 成长期：随着本土文化繁荣，独立审美逐步形成，国产品牌通过推出适合本土人群风格的产品吸引消费者，开始展现差异化优势，伴随民族自信和文化认同感的增强迅速崛起。
- (3) 成熟期：行业整体增速放缓，头部集团通过并购整合不断壮大。

我们认为中国彩妆发展也将遵循日韩轨迹。2018年国潮兴起、国产替代开始提速，2019年人均GDP破万美元，多因素推动行业快速扩容，当前应正值高速增长阶段，独立审美显现，未来本土品牌份额有望持续提升。

生活更富足的Z世代也普遍拥有更强的民族自信感，因而乐于拥抱新事物，对国货的接受度也更高。据CIC调查，中国美妆用户中有24.4%的人喜爱和信赖国货彩妆品牌，24.6%的人正考虑购买更多国货彩妆，仅0.5%的人只够买海

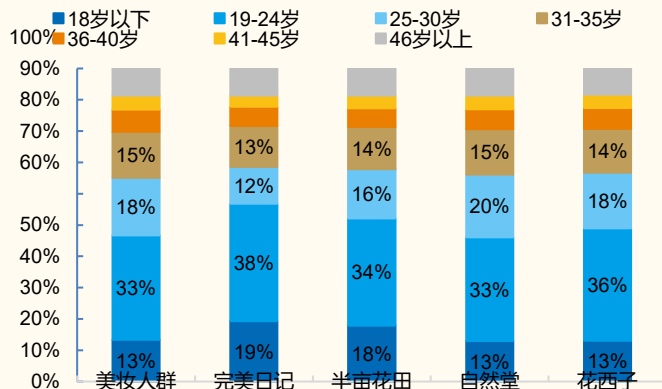
外彩妆品牌，国货彩妆在消费者心目中受欢迎程度有望提升。根据 QuestMobile，95 后对国产品牌、欧美、日韩品牌的关注度占比分别为 44%/39%/43%，Z 世代美妆人群相较其他年龄段更加青睐国货，头部新锐国货美妆品牌完美日记、半亩花田、花西子的消费者中，Z 世代年轻人占比近 50%，显著高于美妆用户整体。

图表 36：国货彩妆品牌受欢迎程度



来源：CIC，国金证券研究所

图表 37：新锐国货美妆品牌受众年龄分布

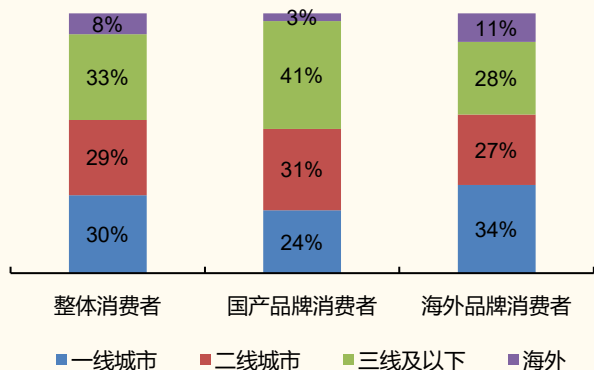


来源：QuestMobile，国金证券研究所

### ■ 国货购买者价格敏感度高，国货更具性价比优势

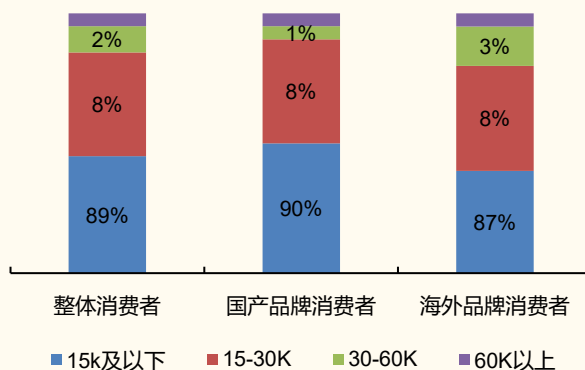
从购买力来看，二线及以下中低收入群体更青睐国产品牌。根据德勤大数据研究院发布的《2020 中国彩妆市场白皮书》，在彩妆消费人群中二线、三线及以下人群偏好国产品牌，而一线城市消费者购买海外品牌更多；国产品牌消费者月平均收入约 8900 元，低于海外品牌消费者的 10100 元/月。据此推断国货彩妆的主要优势在高性价比，目标客群消费能力低于彩妆用户整体，品牌忠诚度较低。

图表 38：中国彩妆消费者城市分布



来源：德勤大数据研究院，国金证券研究所

图表 39：中国彩妆消费者月均收入分布（元）



来源：德勤大数据研究院，国金证券研究所

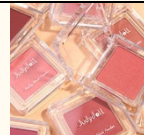
### 3.4 复盘时尚快消、国风、化妆师三大本土品牌成长路径

我们将当前成长趋势向好的本土品牌依照定位的不同分为时尚快消品牌、国风品牌、化妆师品牌三大类，深入细致复盘不同类型本土品牌的成长路径。

#### 3.4.1 定位：时尚快消、国风、化妆师 IP 各有所长

当前本土头部彩妆品牌风格上主要分为三类，包括以完美日记、稚优泉、橘朵等为代表的时尚快消类品牌，以花西子为代表的古典国风品牌，以及以彩棠和毛戈平为代表的化妆师品牌。不同定位的品牌在产品的设计、上新频率、价格定位及营销概念等方面具备差异化，广泛覆盖消费能力不同、偏好各异及需求多样的彩妆消费者。

图表 40：不同定位国货彩妆代表品牌及特点

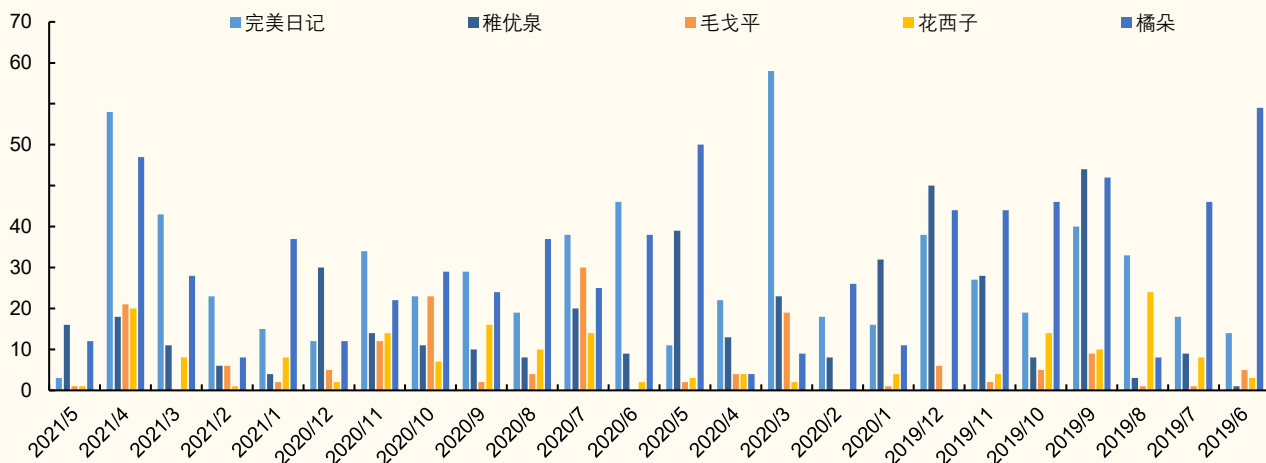
| 品牌定位              | 时尚快消品牌                                                                            |                                                                                   |                                                                                   | 国风品牌                                                                              | 化妆师品牌                                                                               |                                                                                     |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 代表品牌              | 完美日记                                                                              | 稚优泉                                                                               | 橘朵                                                                                | 花西子                                                                               | 彩棠                                                                                  | 毛戈平                                                                                 |
| 母公司               | 逸仙电商                                                                              | 上海丰邑                                                                              | 橘朵                                                                                | 浙江宜格                                                                              | 珀莱雅                                                                                 | 毛戈平                                                                                 |
| 产品视觉图             |  |  |  |  |  |  |
| 热门产品<br>(均价/元)    | 动物眼影盘<br>(100)、名片唇釉<br>(70)                                                       | 小菱角眉笔<br>(40)、三合一卸妆油<br>(67)                                                      | 单色腮红<br>(29)、唇泥<br>(68)                                                           | 空气蜜粉 (157)、蚕丝蜜粉<br>(184)、卸妆湿巾 (57)、眉笔<br>(69)                                     | 遮瑕笔<br>(49)、高光修容盘<br>(188)                                                          | 粉膏 (168)、修容盘<br>(311)、遮瑕膏<br>(307)                                                  |
| 1H21 天猫旗舰店<br>销售额 | 13.4 亿元                                                                           | 2.3 亿元                                                                            | 2.7 亿元                                                                            | 16.8 亿元                                                                           | 1.1 亿元                                                                              | 1.6 亿元                                                                              |
| 特点                | 品类齐全、SKU 推新频率高，高性价比，擅用代言、联名等吸引年轻消费者                                               |                                                                                   |                                                                                   | 主打国风设计，在产品内容物、包材、营销等方面融入国风元素                                                      | 打造明星化妆师 IP，强调产品专业性                                                                  |                                                                                     |

来源：品牌官网，天猫旗舰店，国金证券研究所（注：均价为天猫旗舰店平均到手价）

#### ■ 时尚快消：高性价比+高频推新敏锐捕捉流行趋势

时尚快消类品牌 SKU 数量多，推新频率高。19 年 6 月至 21 年 5 月，完美日记月均新增彩妆 SKU 备案 28 个、橘朵 31 个、colorkey 13 个、稚优泉 18 个，同期花西子为 7 个、毛戈平和彩棠分别为 7 个和 4 个。受化妆品新规影响，6 月以来上述品牌中除 colorkey 在 6 月新增备案 7 个，其他品牌截至 9 月均尚未有新增备案的彩妆产品。

图表 41：代表品牌月度新增彩妆 SKU 备案数量（个）

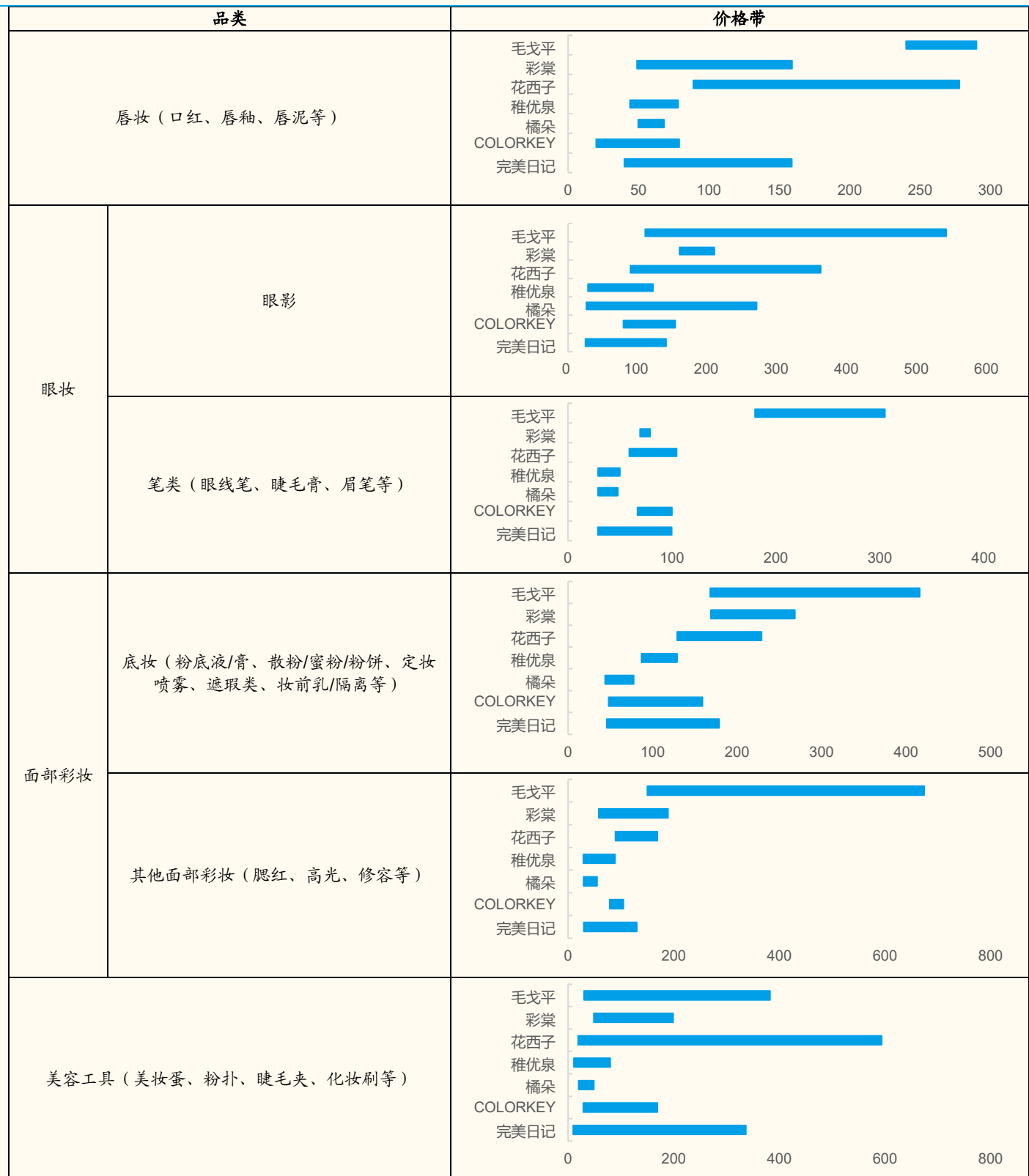


来源：国产非特殊用途化妆品备案网，国金证券研究所（注：月度新增 SKU 数量为每月新增 SKU 备案数，不包括已注销产品）

价格方面，时尚快消彩妆追求高性价比，整体价格带宽、中枢偏低。从唇妆、眼妆、面妆三大品类平均单价来看，完美日记、colorkey、橘朵和稚优泉拥有更多低价位产品，花西子、彩棠、毛戈平则价格中枢更高；这一现象在美容工具类目不明显，因为基础性产品如美妆蛋等单价普遍较低、差异化程度不高。

部分品牌在以高性价比把握大众市场的同时，也在陆续推出高价位产品，打造更全面的品类矩阵，如完美日记小细跟唇釉、橘朵迪士尼联名款眼影盘、colorkey 联名孟美岐定制彩妆礼盒、完美日记联名春楠化妆师的化妆刷等。

图表 42：代表品牌主要彩妆品类价格带分布



来源：国金证券研究所（注：考虑品牌打造促销活动较多、原标价参考价值不大，故本表所用价格数据均为近一个月产品实际到手的平均价格）

代言&联名方面，时尚快消类品牌手段更为灵活，形式多样、选择的明星/IP 风格多元。品牌积极签约当下高热度流量明星，涵盖新生代男/女团歌手、流行乐歌手、演员、国际明星等。如完美日记聘请高国民度演员周迅为全球代言人、欧美流行歌手特洛伊·希文为形象大使，同时有历代多位品牌时尚大使、灵感大使、青春代言人、特定产品/品类代言人等多种代言形式。Colorkey 代言人为当红演员迪丽热巴，同时拥有多啦 A 梦、Hello Kitty、TOKIDOKI 以及泡泡玛特多个 IP 联名系列。稚优泉代言人为德云社明星相声演员张云雷，橘朵代言人为甜美系年轻女演员章若楠，当红男团成员黄明昊。

图表 43：时尚快消彩妆品牌代言人及形象大使

| 品牌       | 官宣时间        | 艺人       | 身份       | 头衔      |
|----------|-------------|----------|----------|---------|
| 完美日记     | 2018 年 4 月  | 王路平      | 模特       | 品牌时尚大使  |
|          | 2018 年 8 月  | 朱正廷      | 男团成员     | 唇妆大使    |
|          | 2019 年 4 月  | 刘承羽      | 混血演员     | 品牌形象大使  |
|          | 2019 年 5 月  | 赖冠霖      | 男团成员     | 底妆代言人   |
|          | 2019 年 7 月  | 文淇       | 青年演员     | 品牌灵感大使  |
|          | 2020 年 3 月  | 罗云熙      | 青年演员     | 色彩代言人   |
|          | 2020 年 10 月 | 周迅       | 实力演员     | 全球代言人   |
|          | 2020 年 10 月 | 特洛伊·希文   | 国际歌手     | 品牌大使    |
|          | 2021 年 4 月  | 赵露思      | 青年演员     | 青春代言人   |
| Colorkey | 2021 年 4 月  | INTO1-刘宇 | 男团成员     | 心动代言人   |
|          | 2019 年 10 月 | 毕雯珺      | 歌手、演员、男团 | 品牌代言人   |
|          | 2020 年 5 月  | 王子异      | 男团成员     | 品牌代言人   |
|          | 2020 年 5 月  | 刘柏辛      | 女歌手      | 品牌潮流大使  |
|          | 2020 年 10 月 | 孟美岐      | 歌手、演员、女团 | 品牌代言人   |
| 橘朵       | 2021 年 7 月  | 迪丽热巴     | 女演员      | 品牌代言人   |
|          | 2020 年 5 月  | 章若楠      | 女演员      | 品牌代言人   |
| 稚优泉      | 2020 年 7 月  | 黄明昊      | 男团成员     | 品牌代言人   |
|          | 2018 年 8 月  | 朱星杰      | 青年唱作人    | 首席色彩管理管 |
|          | 2018 年 8 月  | 周彦辰      | 男演员、歌手   | 首席色彩管理管 |
|          | 2018 年 8 月  | 徐圣恩      | 说唱歌手     | 首席色彩管理管 |
|          | 2019 年 9 月  | 张云雷      | 新生代相声演员  | 品牌代言人   |

来源：品牌官网，国金证券研究所

## ■ 国风品牌：主打国风设计，挖掘品牌文化价值获取溢价

国风彩妆品牌在产品、包装、系列主题设计上大量融合国风元素，以中国传统文化为核心理念设计品牌故事。国风彩妆代表品牌花西子秉承“探古代美颜智慧，传承东方精致美学”的品牌理念，从两大维度强化国风特征：品牌定

调“东方彩妆”，设计上添加花卉、流云等元素融入江南韵味；产品上“以花养妆”传承古方养颜智慧，主打安全养肤功效。

花西子创立于 2017 年，2019 年开始专注于彩妆领域。品牌诞生于杭州，结合江南特色并定位国风，紧扣“东方美学”的特质将其做到极致。核心团队为前壹网壹创代运营团队的骨干人员，在接手花西子前已成功运营百雀羚、水

密码等品牌，对线上渠道及流量运营有深刻理解。品牌推出同心锁系列口红、百鸟朝凤浮雕眼影盘等成为爆款，21 年在天猫官方旗舰店平均月销量分别超 6 万件、7000 件，累计销售额 1.7 亿元、2100 万元。品牌宣传上，启用具有东方古典韵味的国风歌手周深为代言人，烘托国风气质。我们认为花西子成功两大关键：精简 SKU 持续迭代打造常青产品，营销绑定超头主播李佳琦收获红利。

产品方面，SKU 少而精，眉笔与卸妆巾为高复购的引流产品，口红、蜜粉、眼影为高单价创收产品。花西子在多个品类孵化出大单品，包括底妆类的空气

蜜粉、蚕丝蜜粉，唇妆类的雕花口红，笔类的螺黛生花眉笔，眼影中的百鸟朝凤眼影盘。在孵化爆款的同时注重产品迭代，提升复购率、持续引流，打造常青单品。空气蜜粉于 2017 年 8 月备案，螺黛生花眉笔于在 2017 年 9 月备案，推出后依据用户体验官/用户产品的体验度、产品经理的开发程度定期迭代优化，年均迭代 3-4 次，眉笔产品已更新至 7.0 版本。

**营销方面，搭建公域+私域的营销路径，提前锁定超头主播获益。**公域实现国内主流媒体抖音/快手/B 站/小红书/淘直播全覆盖，海外平台 Instagram/Twitter/YouTube 也在进行投放。2019 年品牌与李佳琦达成深度合作，当年带动空气蜜粉 50% 的销售额，随李佳琦知名度迅速提升，品牌早期绑定、收获红利；同时与中尾部达人、KOC 进行彩妆试色，实现更广泛的消费者触达。私域推出添加产品研发总监“释迦”微信账号的运营方式，通过该账号更新朋友圈实时更新产品进度，2020 年私域高粘性用户在 50 万左右。

**文化价值输出提升国风彩妆品牌溢价，国风彩妆品牌“出海”更具优势。**根据第一财经商业数据和天猫金妆奖，天猫淘宝海外 2020 双 11 抢先购中花西子占据国货美妆出海销售榜榜首，吸引来自超过 100 个国家和地区的消费者。一方面，拥有中国风设计的国货彩妆产品更受海外消费者青睐。花西子

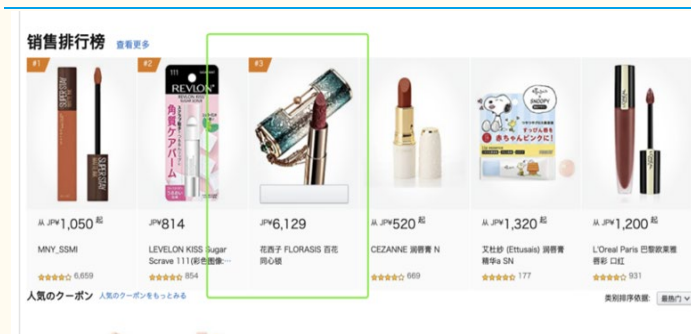
Facebook 官方账号显示，具有强烈中国风元素的单品雕花口红收获点赞 1.4 万，评论 165 条，非国风元素设计的气垫仅收获 1701 点赞及 10 评论。另一方面，海外市场中国风彩妆品牌溢价得到放大。21 年 3 月，花西子上线日本亚马逊销售，多款产品上线秒空，其中同心锁雕花口红国内售价 219 元，而在日本亚马逊售价达 6129 日元（约合人民币 371 元），价格超过奢侈品品牌香奈儿口红在日本亚马逊的同期售价 5270 日元（折合人民币 315 元）。

图表 44：花西子国风彩妆设计及形象代言人



来源：花西子天猫官方旗舰店，国金证券研究所

图表 45：花西子同心锁口红在亚马逊日本销售榜前三



来源：日本亚马逊，国金证券研究所

## ■ 化妆师品牌：打造专业化化妆师 IP，强调多样而专业的产品

区别于其他彩妆品牌，化妆师品牌主打**高质量产品、完整系列、多样材质、丰富色彩**以供彩妆师们创造出更专业、适用多场景的妆容效果。通过模块化、通用性、持久性、防水性、高色料的产品搭配为专业人士节省化妆时间。化妆师品牌起初大多为专业妆容需要创立，并逐渐“艺术生活化”、为普通消费者所熟知。国外代表性化妆师品牌有 MAC、NARS、MakeUpForever，创立较早，20 世纪末已出现；创始人的主要动机是由于发现市场缺乏专业人士所追求的彩妆产品，决定为自己、专业人士和彩妆界研制更贴合需求的产品。我国代表性

化妆师品牌毛戈平创立于 21 世纪初、彩棠 2011 年成立，在创立目的上，除了满足专业化产品需要，更意在融合中国传统元素、打造具有中国东方美的品牌。

图表 46：国内外代表性化妆师品牌

| 品牌     | 毛戈平                                           | 彩棠                                                  | MAC                                                                                 | NARS                                                                | MakeUpForever                                                                     |
|--------|-----------------------------------------------|-----------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 所属公司   | 毛戈平                                           | 珀莱雅                                                 | 雅诗兰黛                                                                                | 资生堂                                                                 | 路威酩轩                                                                              |
| 化妆师 IP | 毛戈平                                           | 唐毅                                                  | Frank Toskan                                                                        | Francois Nars                                                       | Dany Sanz                                                                         |
| 成立时间   | 2000 年                                        | 2011 年                                              | 1984 年                                                                              | 1994 年                                                              | 1984 年                                                                            |
| 品牌特色   | 创始人擅长戏剧妆容，融合影视戏剧化妆手法和中国传统水墨画，巧用高光和修容打造光影美学妆容。 | 采用“留白”方法，实现不追求明艳色彩而是疏散留白的古典美，将为明星化妆的经验转化为实用的日常妆容技巧。 | 为满足专业摄影棚拍摄，开发一系列色彩、质感及工具都不同的产品，以满足舞台、电视、摄影、街头等多场景。因专业摄影需要，对色彩的掌控尤为重要，也成就了品牌鲜艳色彩的风格。 | 作为全球最具影响力的美妆大师之一，Francois Nars 以不断拓展美妆边界闻名。他主张引导女性掌握化妆技巧，同时以高级极简精神。 | 创始人 Dany Sanz 集画家、雕塑家、美容顾问、彩妆师和教师于一身，擅长运用复杂的色彩来丰富彩妆效果。MakeUpForever 是为专业彩妆师而生的品牌。 |
| 代表性产品  | 光影塑性高光粉膏、奢华鱼子无瑕气垫粉底液、                         | 浮光掠影修容盘、釉瓷无瑕粉底液、点彩琉纹颊颊盘                             | 无瑕粉底液、经典子弹头口红唇膏、时尚焦点小眼影                                                             | 遮瑕蜜、腮红修容盘、单双色眼影                                                     | 清晰无痕定妆控油散粉、赋活焕采粉底液、饰底妆前乳                                                          |

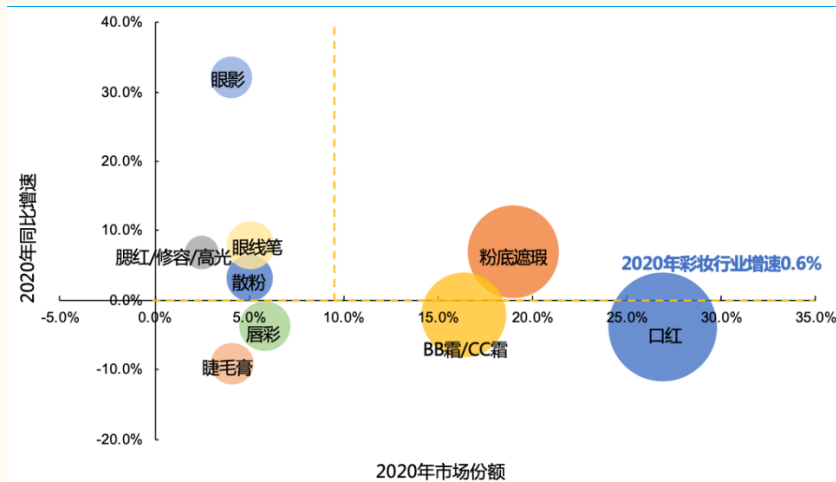
来源：品牌官网，国金证券研究所  
无瑕双色遮瑕膏

### 3.4.2 品类：把握细分赛道红利，通过大单品快速打开市场

随着彩妆品牌在社交平台的大量投放，消费者在种草中逐渐被教育，进而刺激彩妆品类从单一的眉笔、BB 霜类产品逐步发展多样化，产生包括粉底/遮瑕、散粉/腮红、眼影、睫毛膏、眼线笔、唇釉/口红等多种细分品类。多样化一方面能够满足更多消费者的不同需求，市场空间进一步打开；另一方面，打造完整妆容需要用到更多产品，导致品类之间关联度提高，这也给新兴品牌更多进入市场的机会。

2020 年口红依然是市占率最高的彩妆品类，占比 26.9%，增速为-3.8%，主要由于口罩出行下对口红的需求暂时性下降；粉底遮瑕市占率 19%，居于品类第二，7%的增速体现消费者对于功能性底妆的需求不减；眼影品类市占率仅为 4.1%，但增速达到 32.2%，受益于“口罩妆”兴起下消费者对于精致眼妆打造的青睐。

图表 47：彩妆细分品类 2020 年同比增速及渗透率



来源：Euromonitor，国金证券研究所

### ■ 口红高渗透、眼影高潜力，性价比、多品类、吸睛设计是关键

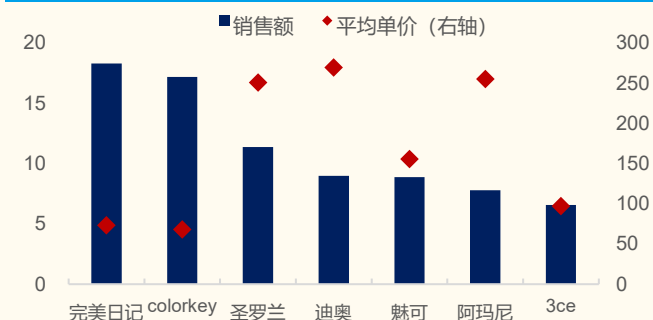
口红属于好上手、低单价的基础性化妆品，渗透率高、市场空间大，20 年口红零售额占彩妆整体近 30%、为所有细分品类中最高。流行趋势的更迭带来

口红的高频需求，社媒营销逐步培育消费者区分秋冬色系、春夏色系、多款质地搭配不同季节和妆容场景的认知，因而规模仍有较大增长空间。

根据近一年的淘系平台销售数据，完美日记和 colorkey 力压国际大牌位列前二，两个品牌均有高性价比、高 SKU 的特点。相比国际一线品牌口红 250 元以上/支的价格，完美日记和 colorkey 约 70 元的口红均价能够覆盖更多低消费水平人群，同时低单价意味着试错成本低、尝新意愿高，能够支撑品牌更高

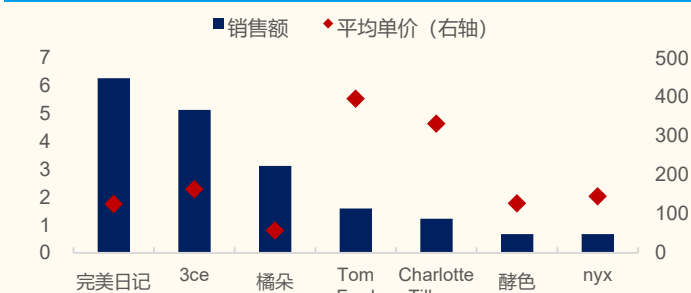
的销售额。据统计，完美日记共有唇部彩妆共 9 个系列 152 款不同色号的产品，质地主打哑光丝绒、雾面、漆光、滋润等；colorkey 共有哑光雾面、哑光丝绒、光感漆面、小黑镜四个系列共 64 个色号，本土品牌敏锐捕捉市场变化，每个系列的推出都能够顺应妆容流行趋势。眼影渗透率较低，近年来增速高，增长驱动力源于社媒和彩妆体验店加强对消费者的美妆教育，受益品类需求细分化。淘系平台近一年来眼影销售额排名靠前的以本土/国际大众品牌为主，Tom Ford 和 Charlotte Tilbury 单价超 300 元、比大众品牌高出一倍多，虽拥有较高知名度和好口碑，但销售额较完美日记、3ce、橘朵差距较大，原因之一在于眼影赛道“大牌平替”频出，高端品牌胜在粉质细腻持妆，而大众品牌在色彩设计上不输大牌、竞争力不减；原因之二在于眼影产品非常耐用、单价较唇妆偏高、对于大多数消费者而言日常妆容仍以大地色为主，故购买频次低。值得注意的是，橘朵在过去一年中销量近 550 万个、位列眼影品类销量第一，主要是因为橘朵专攻单色眼影这一相对空白领域，累计推出 100+种色号、单价在 18-29 元之间，且官方提供磁吸收纳盒供消费者根据喜好 DIY 眼影盘，极大地弥补了市面上大多组合眼影盘部分颜色不满足使用者需求的缺点。

图表 48：近一年唇妆淘系平台销售额排名（亿元，元）



来源：国金证券研究所

图表 49：近一年眼影淘系平台销售额排名（亿元，元）



来源：国金证券研究所

口红和眼影品类是各大品牌视觉化营销的重点，也是推出跨界联名产品较为集中的领域。较低的技术壁垒使得口红、眼影的妆效同质化程度高，因而消费者会更容易选择社交平台上被广泛种草的、或者是与 IP 联名拥有附加价值的产品。完美日记先后与《中国国家地理》、大都会博物馆、迪士尼、李佳琦宠物狗 Never、奥利奥和三丽鸥等 IP 形象跨界合作推出联名产品，在不断拓展新联名 IP 的同时也针对热门系列不断更新换代，以加深 IP 绑定。橘朵、Girlcult、colorkey 等品牌则是通过与泡泡玛特、屁桃、樱桃小丸子等大热 IP 或经典动漫形象联名，提高产品辨识度，吸引特定粉丝群体。

图表 50：部分彩妆品牌主要联名系列

| 品牌名称     | 品类    | 联名系列                                                            |
|----------|-------|-----------------------------------------------------------------|
| 完美日记     | 唇妆/眼影 | 大都会博物馆&小金钻口红、Discovery&动物眼影盘、国家地理&幻想家眼影盘、Never&小狗眼影盘、中国航天&玉兔眼影盘 |
| 橘朵       | 唇妆/眼影 | 迪士尼联名彩妆系列、泡泡玛特联名彩妆系列                                            |
| 魅可       | 唇妆/眼影 | KAKAO&MAC 尤雾弹口红、MAC&王者荣耀系列                                      |
| Girlcult | 唇妆/眼影 | 屁桃联名彩妆、芝麻街联名彩妆、樱桃小丸子联名系列                                        |
| Colorkey | 唇妆    | Hello Kitty 联名、多拉 A 梦联名、独角兽联名                                   |

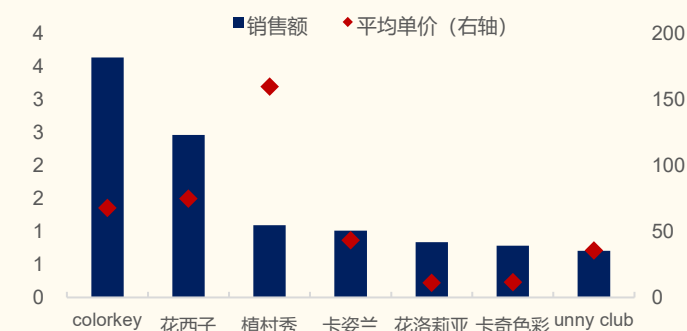
来源：品牌官网，国金证券研究所

## ■ 眼线笔/眉笔类产品靠功能性+性价比提升复购率

眉部产品和眼线笔均属于高消耗品，如植村秀砍刀眉笔官方使用时长为 3-4 个月，而口红、眼影等品类则几乎不会完全使用完，购买新品主要由于流行更迭、风格转换。品类特点的差异性决定了唇妆、眼妆产品靠创新及营销，笔类产品更看重高性价比；同时眼妆、唇妆很少会重复购买相同产品，而笔类更考验消费者使用习惯，一旦使用并认可，会高频复购、粘性更高。

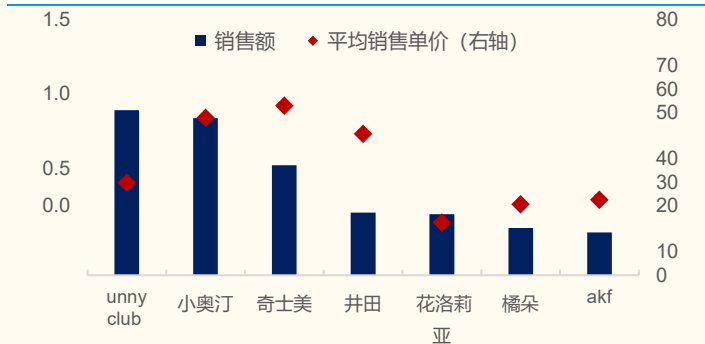
从淘系平台销售情况来看，近一年销售前六的眉部产品都是国货且单价都不超过 80 元，其中被薇娅、李佳琦推荐的 Colorkey 和花西子眉笔销售额最高，两个品牌的眉部产品都在 70 元左右，花西子旗下热门的砍刀设计极细眉笔获得“能画出根根分明野生眉”、“颜色自然不结块不掉色”等好评。眼线笔销售前六为平价国货或日系品牌，其中排名第一的小奥汀另辟蹊径，推出彩色眼线笔满足玩妆一族的需求。日系品牌 Kiss Me 和 Canmake 的眼线笔为曾荣等 cosme 大赏的口碑好物，价格略高于 unny club、橘朵等本土品牌，但凭借极细、不易晕、防水的优点保持高人气。

图表 51：近一年眉部产品淘系平台销售额排名（亿元，元）



来源：国金证券研究所

图表 52：近一年眼线笔淘系平台销售额排名（亿元，元）



来源：国金证券研究所

## ■ 底妆类壁垒最高，国际头部品牌优势仍显著

与其他细分品类相比，消费者在底妆产品的选择上更加青睐国际一线大牌，其原因可以从安全性、妆效性两个维度考虑。

**安全性：**由于底妆产品需要长时间大面积作用于全脸，价格过低、品牌过新的产品因经验不足或节省成本做低价宣传，可能更易导致过敏、闷痘等肌肤

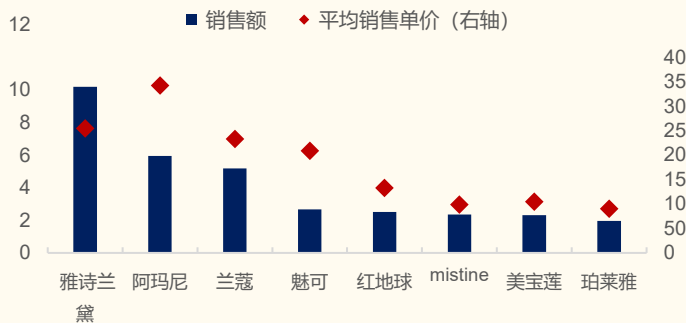
问题，头部品牌背靠集团化运作，往往拥有自己历史悠久的成熟实验室、具备自主研发能力，能够为底妆产品背书，更易获得消费者信赖。

**妆效性：**头部品牌的明星产品往往历经众多不同肤质消费者的检验，在持妆度、控油、滋润、遮瑕力等方面表现突出，且通过持续迭代不断优化，在粉底中添加集团下自主研发的精华成分，提升妆效的同时起到养肤效果，消费者

更愿意为保护自己的肌肤支付高溢价。

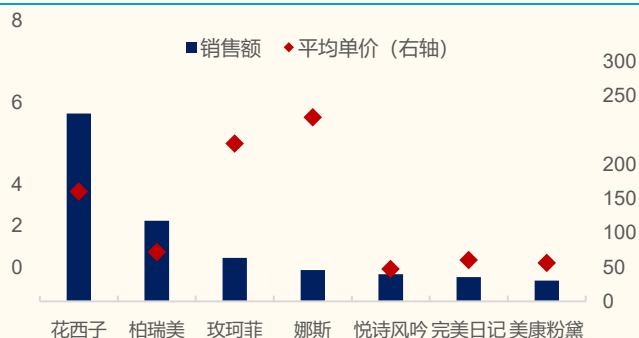
淘系平台近一年粉底液/膏类销售额前六名均为海外头部品牌，售价在 100-350 元之间；散粉/蜜粉销售前六名中国货和海外品牌各占一半，其中海外品牌纪梵希和玫珂菲售价超过 200 元，花西子售价 155 元定位中端，悦诗风吟和完美日记的散粉享有一定份额，但其 40-60 的均价远低于其他品牌，导致销售额上仍有差距。

图表 53：近一年粉底液/膏淘系平台销售额排名（亿元，元）



来源：国金证券研究所

图表 54：近一年蜜粉/散粉淘系平台销售额排名（亿元，元）

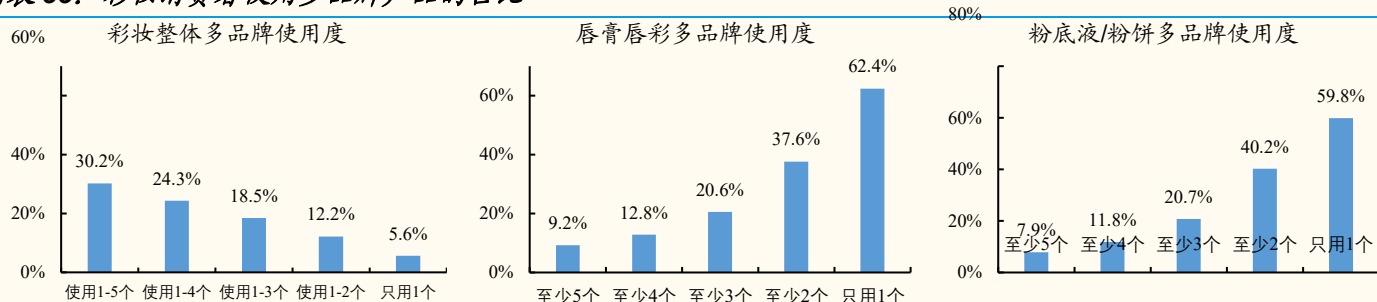


来源：国金证券研究所

### 不同品牌均需打造明星大单品以立足市场

虽不同定位的品牌在品类上的优势不同，但无论何种品牌，均需要依托打造明星大单品来把握市场。彩妆品类、产品多元，除本身使用效果外，创意&联名也是吸睛关键，因而大多数消费者在选择彩妆全品类产品时，倾向于选择较多品牌，根据 CID 消费者智库数据，仅 5.6%的消费者会只使用 1 个彩妆品牌的所有产品。但针对单个细分品类，过半消费者倾向选择仅 1 个品牌。彩妆前两大品类唇妆和底妆类目，分别有 62.4%、59.8%的消费者仅使用 1 个品牌产品，因而对于品牌来说，打造明星大单品意味着能够绑定部分稳定的消费人群，构建中长期竞争优势。

图表 55：彩妆消费者使用多品牌产品的占比



来源：CID 消费者智库，国金证券研究所

## 4、未来：未来行业增速超 15%、品牌分散化下集团更具优势

### 4.1 空间：未来行业增速超 15%、25 年规模超 1300 亿元

#### ■ 微观空间测算

从微观层面拆解，当前我国彩妆消费主力群体为 18-29 岁女性，根据国家统计局人口年龄划分标准，选取 15-44 岁基本覆盖彩妆消费适龄人群。彩妆零售额规模=主力消费人群\*人均年彩妆消费额，其中主力消费人群=总适龄人口数\*城镇化率\*彩妆消费渗透率。

不考虑死亡率，2025 年 15-19 岁人口相当于 2020 年 10-14 岁人口、2030 年 15-19 岁人口相当于 2020 年 5-9 岁人口，依此类推。从适龄总人口数量看，由于出生率的下降，男性&女性人数均在持续下滑，但随城镇化率及彩妆消费渗透率的提升，主力消费人群数量仍呈上升趋势。估算 20-25 年人口 CAGR 为 6%、25-30 年人口 CAGR 为 5%。

2020 年主力消费人群年人均消费 580 元，假设 20-25 年 CAGR 为 10%，则 25 年人均年消费 934 元；假设 25-30 年 CAGR 为 8%，则 30 年人均年消费

1372 元，人均支出的持续增长主要由产品升级、彩妆需求细化、经济能力提升带来。

根据上述测算，预计 25 年彩妆零售额规模 1263 亿元、20-25 年 CAGR 16%，预计 30 年规模 2369 亿元、25-30 年 CAGR 13%。

图表 56：彩妆消费人口及零售额规模测算

| 2020 年 |             |       |           |           |             |            |
|--------|-------------|-------|-----------|-----------|-------------|------------|
|        | 年龄分布（岁）     | 占比    | 总人口数（万人）  | 城镇人口数（万人） | 彩妆消费渗透率（假设） | 主力消费人群（万人） |
| 女性     | 15-19       | 4.8%  | 3295      | 2105      | 55%         | 1158       |
|        | 20-24       | 5.4%  | 3695      | 2361      | 95%         | 2243       |
|        | 25-29       | 7.4%  | 5099      | 3258      | 70%         | 2280       |
|        | 30-34       | 8.7%  | 6018      | 3845      | 40%         | 1538       |
|        | 35-39       | 7.2%  | 4956      | 3167      | 25%         | 792        |
|        | 40-44       | 7.1%  | 4874      | 3114      | 15%         | 467        |
|        | 合计          | 40.6% | 27938     | 17850     | 47%         | 8478       |
| 男性     | 15-19       | 5.4%  | 3924      | 2507      | 3%          | 75         |
|        | 20-24       | 5.9%  | 4260      | 2722      | 20%         | 544        |
|        | 25-29       | 7.6%  | 5470      | 3495      | 15%         | 524        |
|        | 30-34       | 8.5%  | 6131      | 3917      | 10%         | 392        |
|        | 35-39       | 7.0%  | 5090      | 3252      | 5%          | 163        |
|        | 40-44       | 7.0%  | 5087      | 3250      | 3%          | 98         |
|        | 合计          | 41.4% | 29963     | 19144     | 9%          | 1796       |
| 总计     |             |       | 57902     | 36993     | 28%         | 10274      |
| 测算结果   | 人均彩妆消费（元）   | 580   |           |           |             |            |
|        | 彩妆消费人口（万人）  | 10274 |           |           |             |            |
|        | 彩妆零售额规模（亿元） | 596   |           |           |             |            |
| 2025 年 |             |       |           |           |             |            |
|        | 年龄分布（岁）     | 占比    | 总人口数（万人）  | 城镇人口数（万人） | 彩妆消费渗透率（假设） | 主力消费人群（万人） |
| 女性     | 15-19       | 5.1%  | 3521      | 2394      | 65%         | 1556       |
|        | 20-24       | 4.8%  | 3295      | 2241      | 95%         | 2129       |
|        | 25-29       | 5.4%  | 3695      | 2513      | 95%         | 2387       |
|        | 30-34       | 7.4%  | 5099      | 3467      | 70%         | 2427       |
|        | 35-39       | 8.7%  | 6018      | 4092      | 40%         | 1637       |
|        | 40-44       | 7.2%  | 4956      | 3370      | 25%         | 843        |
|        | 合计          | 38.6% | 26585     | 18078     | 61%         | 10979      |
|        | 15-19       | 5.8%  | 4218      | 2868      | 5%          | 143        |
|        | 20-24       | 5.4%  | 3924      | 2668      | 25%         | 667        |
|        | 25-29       | 5.9%  | 4260      | 2897      | 20%         | 579        |
|        | 30-34       | 7.6%  | 5470      | 3720      | 15%         | 558        |
|        | 35-39       | 8.5%  | 6131      | 4169      | 10%         | 417        |
|        | 40-44       | 7.0%  | 5090      | 3461      | 5%          | 173        |
|        | 合计          | 40.2% | 29094     | 19784     | 13%         | 2538       |
| 总计     |             |       | 55679     | 37862     | 36%         | 13517      |
| 测算结果   | 人均彩妆消费（元）   | 934   | CAGR5=10% |           |             |            |
|        | 彩妆消费人口（万人）  | 13517 | CAGR5=6%  |           |             |            |

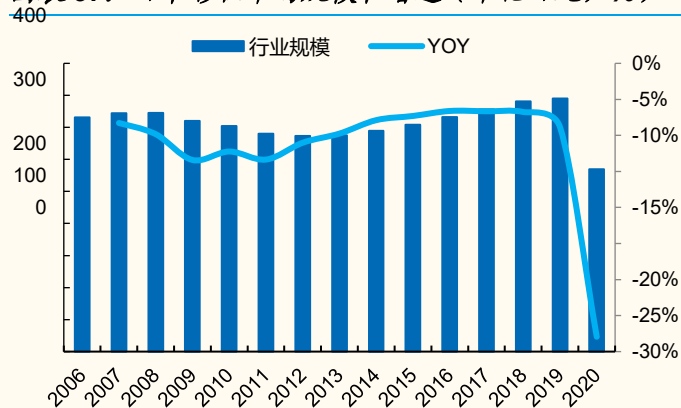
|        | 彩妆零售额规模（亿元） | 1263  | CAGR5=16% |           |             |            |
|--------|-------------|-------|-----------|-----------|-------------|------------|
| 2030 年 |             |       |           |           |             |            |
|        | 年龄分布（岁）     | 占比    | 总人口数（万人）  | 城镇人口数（万人） | 彩妆消费渗透率（假设） | 主力消费人群（万人） |
| 女性     | 15-19       | 5.2%  | 3608      | 2598      | 70%         | 1819       |
|        | 20-24       | 5.1%  | 3521      | 2535      | 95%         | 2408       |
|        | 25-29       | 4.8%  | 3295      | 2372      | 95%         | 2254       |
|        | 30-34       | 5.4%  | 3695      | 2661      | 95%         | 2528       |
|        | 35-39       | 7.4%  | 5099      | 3671      | 70%         | 2570       |
|        | 40-44       | 8.7%  | 6018      | 4333      | 40%         | 1733       |
|        | 合计          | 36.7% | 25237     | 18171     | 73%         | 13312      |
| 男性     | 15-19       | 5.9%  | 4241      | 3054      | 8%          | 244        |
|        | 20-24       | 5.8%  | 4218      | 3037      | 32%         | 972        |
|        | 25-29       | 5.4%  | 3924      | 2825      | 28%         | 791        |
|        | 30-34       | 5.9%  | 4260      | 3067      | 23%         | 705        |
|        | 35-39       | 7.6%  | 5470      | 3939      | 18%         | 709        |
|        | 40-44       | 8.5%  | 6131      | 4415      | 12%         | 530        |
|        | 合计          | 39.0% | 28245     | 20337     | 19%         | 3951       |
| 总计     |             |       | 53482     | 38507     | 45%         | 17263      |
| 测算结果   | 人均彩妆消费（元）   | 1372  | CAGR5=8%  |           |             |            |
|        | 彩妆消费人口（万人）  | 17263 | CAGR5=5%  |           |             |            |
|        | 彩妆零售额规模（亿元） | 2369  | CAGR5=13% |           |             |            |

来源：国家统计局，Euromonitor，国金证券研究所测算（注：根据国家统计局，20 年城镇化率 64%，假设 25 年为 68%、30 年为 72%）

#### ■ 对比日韩：人均消费水平仍有提升空间

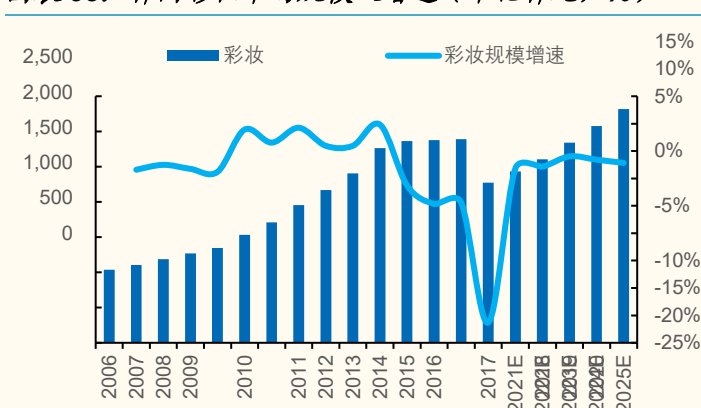
日韩两国彩妆市场发展成熟，近年行业增速不足 1%、与同期 GDP 增速相当或略低。日本、韩国同属东亚文化圈，与中国审美相近、文化相通，就彩妆行业发展经验来看可借鉴性较高。

图表 57：日本彩妆市场规模和增速（十亿日元，%）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 58：韩国彩妆市场规模及增速（十亿韩元，%）



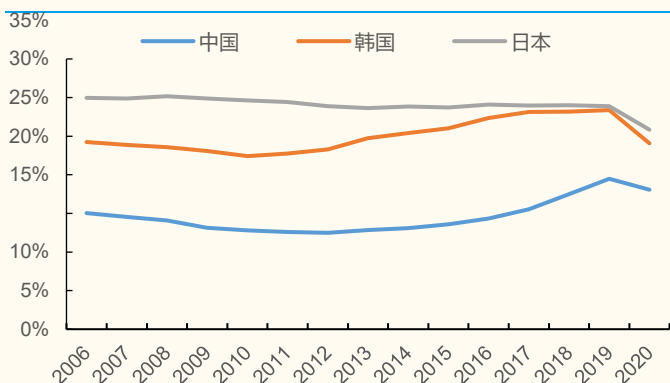
来源：Euromonitor，国金证券研究所

从彩妆规模占化妆品的比来看，韩国比值 17 年来逐步趋近日本，我们认为参考日本，成熟市场结构中护肤：彩妆规模之比应在 2.5: 1 左右，我国 2020 年护肤：彩妆为 4:1，彩妆占比仍有提升空间。

当前中国人均 GDP 约处日本 1983 年、韩国 1998 年左右水平，2019 年我国化妆品人均消费 27.7 美元，占人均 GDP 比为 0.27%，相较同期日韩接近 0.5% 的水平仍有翻倍空间，绝对值上较韩国相差 4 倍、较日本相差超 5 倍，预

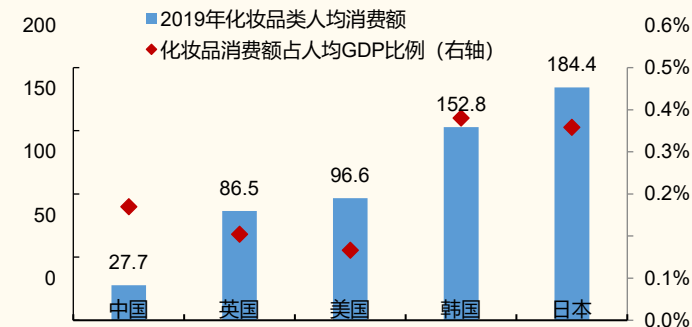
计随着彩妆教育不断深化，其应用场景日常化、需求刚性化，化妆将逐渐被视作社交场合中对他人的尊重和重视，提升自我形象、表达个性的悦己型消费。

图表 59：06-20 年中日韩彩妆规模占化妆品比重 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 60：主要国家化妆品人均消费占 GDP 比 (美元, %)



来源：CIC，国家统计局，国金证券研究所

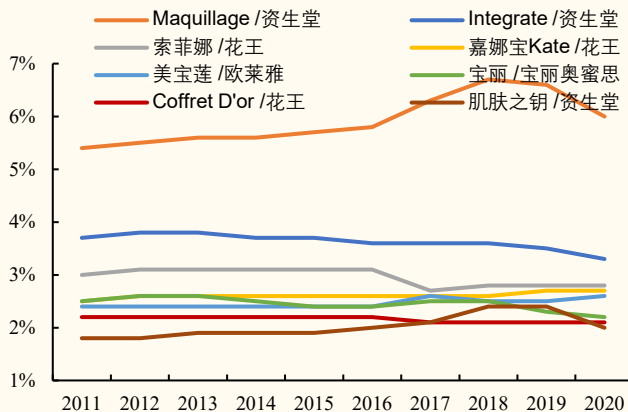
#### 4.2 格局：品牌延续分散，多品牌集团更具优势

##### ■ 品牌端：格局延续分散，集中度长期将趋近日本水平

日本作为成熟彩妆市场，CR5 近 10 年维持在 17%-18%、CR10 维持在 27%-29%，头部品牌格局稳定。龙头集团资生堂旗下中端彩妆品牌 Maquillage (心机彩妆) 领先、市占率约 6%。

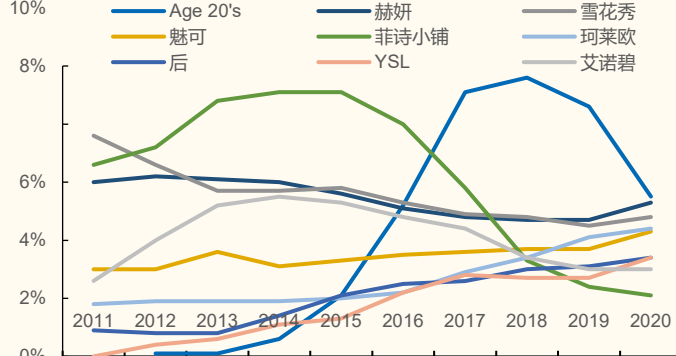
韩国市场集中度近 10 年持续下滑，20 年第一为爱敬集团旗下品牌 Age 20's，市占率 5.5%，前 10 中其他品牌均在 4%-5% 左右，差距不大，格局持续变动，本土品牌交替领先。

图表 61：日本市场头部彩妆品牌市占率 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 62：韩国市场头部彩妆品牌市占率 (%)

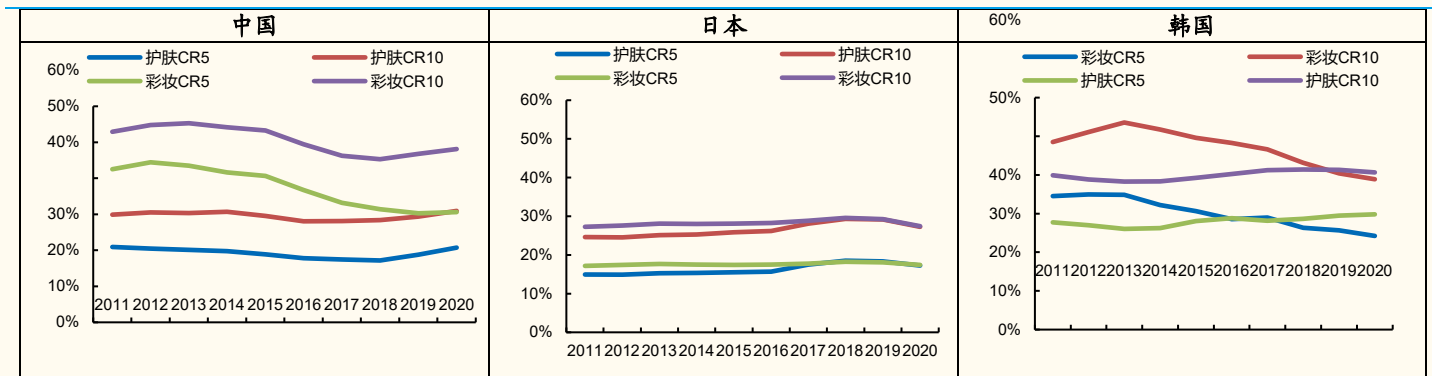


来源：Euromonitor，国金证券研究所

2011-2018 年，中国市场集中度总体呈下滑趋势，19-20 年有小幅回升。19-20 年 CR10 升 2.8PCT，主要由于迪奥、圣罗兰、雅诗兰黛等海外品牌份额有所增长；20 年 CR5 升 0.3PCT，主要由于完美日记、花西子崛起抵消了美宝莲、巴黎欧莱雅等的市占下滑。对比日韩等成熟市场，我国彩妆品牌集中度较

高；预计随着行业成长，本土新锐品牌迭出&海外品牌加紧布局中国市场，中长期看品牌格局将进一步分散化。传统海外龙头市场份额收缩，能够顺应国内新产品&营销&渠道趋势的本土品牌把握更大市场空间。

图表 63：中日韩彩妆&护肤品牌市占率 CR5、CR10 对比 (%)

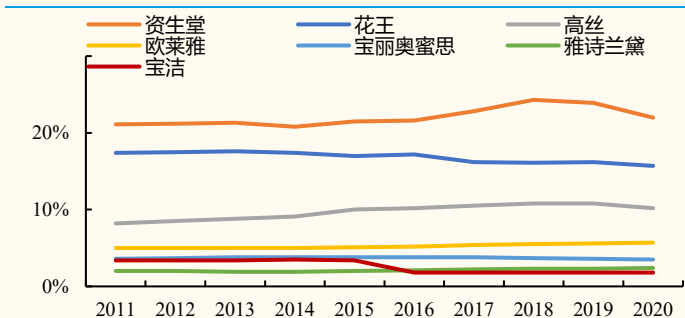


来源：Euromonitor，国金证券研究所

### ■ 公司端：运营多个头部彩妆品牌的集团优势更显著

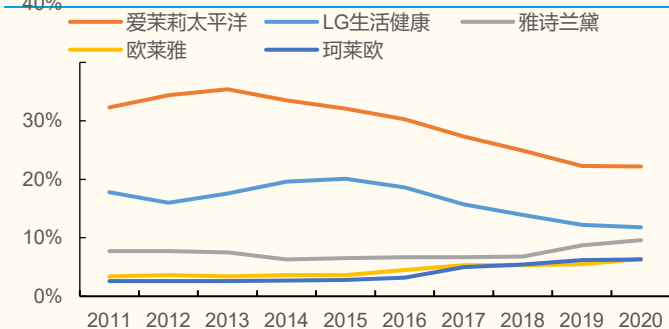
分析公司层面竞争格局，日韩市场头部彩妆公司均为护肤&日化本土龙头。日本格局近 10 年基本稳定；韩国两大巨头爱茉莉太平洋、LG 生活健康市占下滑，雅诗兰黛、珂莱欧、欧莱雅份额提升。

图表 64：日本市场头部彩妆公司市占率 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

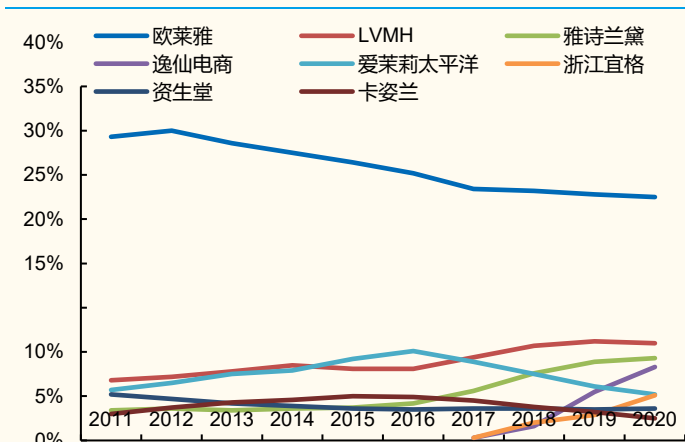
图表 65：韩国市场头部彩妆公司市占率 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

中国彩妆市占率头部公司以海外龙头为主，均为覆盖护肤&个护&彩妆等多产品条线的多品牌化妆品集团。格局变化上，巨头欧莱雅市占率下滑，LVMH、雅诗兰黛受益中国本土高端化趋势份额提升，本土龙头逸仙电商、浙江宜格快速扩张。

图表 66：中国市场头部彩妆公司市占率 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 67：中国市场头部彩妆公司旗下主要品牌及市占率

| 母公司      | 旗下主要品牌                 | 2020年国内市场市占率 |
|----------|------------------------|--------------|
| 欧莱雅集团    | Maybelline 美宝莲         | 6.8%         |
|          | L'Oréal Paris 巴黎欧莱雅    | 5.9%         |
|          | Yves Saint Laurent 圣罗兰 | 4.7%         |
|          | Giorgio Armani 阿玛尼     | 3.5%         |
|          | Lancôme 兰蔻             | 3.4%         |
|          | Shu Uemura 植村秀         | 1.3%         |
|          | 3CE                    | 1.8%         |
|          | Yue-sai 羽西             | 0.1%         |
|          | Mac 魅可                 | 3.4%         |
|          | Estée Lauder 雅诗兰黛      | 2.6%         |
| 雅诗兰黛     | Bobbi Brown 芭比波朗       | 1.3%         |
|          | Tom Ford               | 1.2%         |
|          | La Mer 海蓝之谜            | 0.6%         |
|          | Clinique 倩碧            | 0.1%         |
|          | Christian Dior 迪奥      | 6.0%         |
| 路威铭轩     | Givenchy 纪梵希           | 2.3%         |
|          | Guerlain 娇兰            | 1.2%         |
|          | Make Up For Ever 玫珂菲   | 1.3%         |
|          | BeneFit 贝玲妃            | 0.1%         |
|          | Innisfree 悦诗风吟         | 1.6%         |
| 爱茉莉太平洋集团 | Mamonde 梦拉             | 1.6%         |
|          | Laneige 兰芝             | 1.0%         |
|          | Sulwhasoo 雪花秀          | 0.6%         |
|          | Etude 伊蒂之屋             | 0.2%         |
|          | Iope 艾诺碧               | 0.1%         |
|          | Perfect Diary 完美日记     | 6.7%         |
| 逸仙电商     | Little Ondine 小奥汀      | 1.6%         |

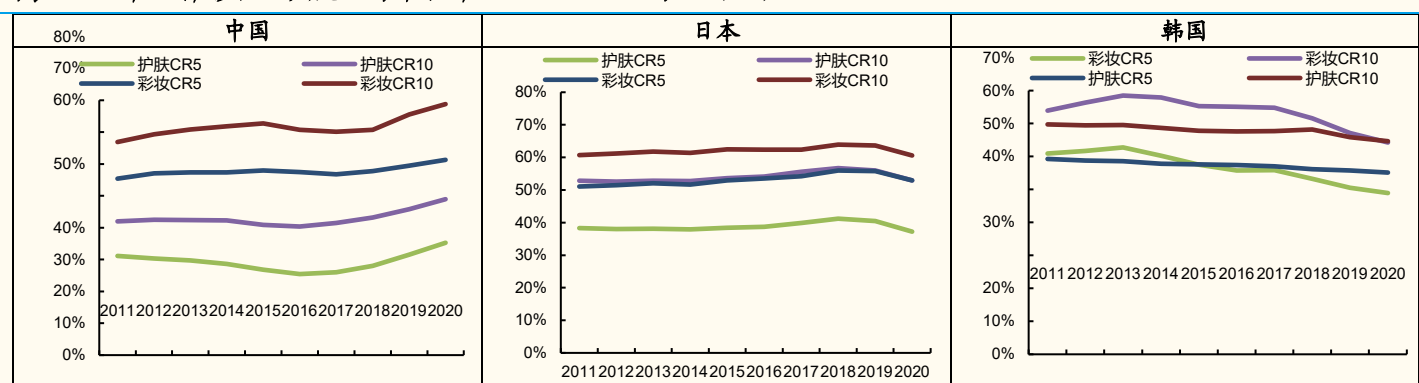
来源：Euromonitor，国金证券研究所

日、韩彩妆公司集中度自 17、18 年来有下滑趋势，主要因为彩妆风格多元，且潮流趋势更迭快。头部集团有资本实力和成熟的运营管理经验去搭建多

元彩妆品牌矩阵，面向不同客群，一定程度对冲流行趋势变化带来的单品牌业绩波动，如日本公司花王、高丝、宝丽奥蜜思近十年市占率稳定，资生堂市占波动主要受心机彩妆和 CPB 影响。除独立彩妆品牌外，头部公司旗下主打护肤的品牌通常也会推出彩妆产品线，整合集团的研发和生产资源，实现效率的优化。

不同于日韩的分散化，19-20 年，中国护肤&彩妆公司市占率有头部集中趋势，护肤端欧莱雅、雅诗兰黛和宝洁份额提升，彩妆端则由逸仙电商和浙江宜格的强势增长带来。如第三章的分析，我们认为国风品牌和时尚快消品牌均有较高的规模天花板，逸仙电商依托多个彩妆&护肤品牌矩阵打造美妆集团，浙江宜格则凭借花西子极具差异化的国风定位突破销售规模、未来也有望实现更高的品牌溢价，但考虑行业的分散化，单品牌天花板终究有限，在公司层面如逸仙电商作为多品牌化妆品集团，更能巩固其龙头地位。

图表 68：中日韩彩妆&护肤公司市占率 CR5、CR10 对比 (%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

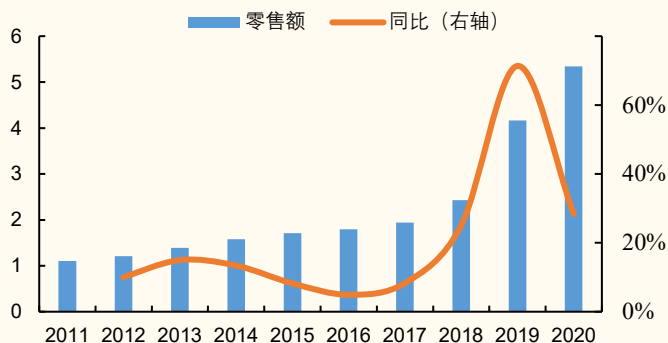
## 5、相关标的梳理

### 5.1 毛戈平股份：高端专业化妆师品牌，底妆类产品出色

毛戈平股份成立于 2000 年，主营彩妆、护肤产品及化妆技能培训（美妆学院）等三大业务，其中化妆品业务有 MGPIN、至爱终生两个品牌。MGPIN 是公司核心品牌、定位高端专业彩妆师品牌；至爱终生于 2008 年自主孵化，为面向 18-35 岁女性的大众流行彩妆品牌。

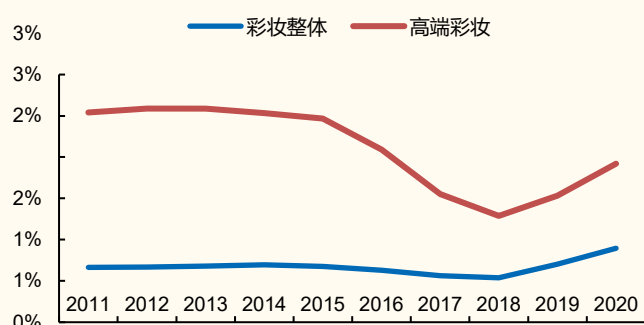
根据 Euromonitor，主品牌毛戈平 19 年以来市占率持续提升，20 年市占率 0.9%、零售额 5.3 亿元、较 18 年翻倍，1H21 天猫旗舰店销售额 1.62 亿元，热门产品为无痕粉膏、高光粉膏一体修容盘、双色遮瑕膏等；至爱终生 1H21 天猫旗舰店销售额 77.83 万元，热门产品为哑光高光、无痕散粉等，两大品牌核心单品均聚焦于底妆。

图表 69：毛戈平彩妆零售额规模及同比 (亿元，%)



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 70：毛戈平在行业整体/高端市场品牌市占率 (%)

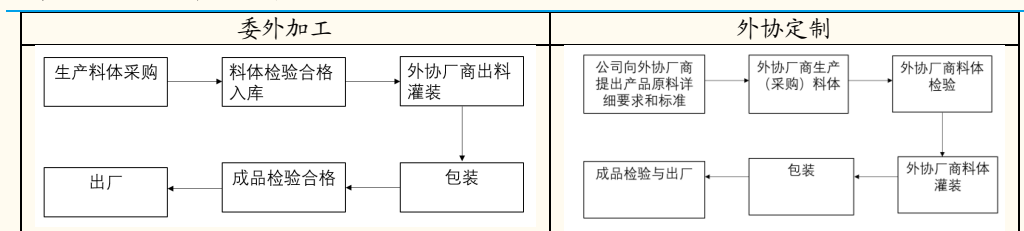


来源：Euromonitor，国金证券研究所

## ■ 生产端纯代工模式

公司纯代工生产，方式分为委外加工与外协定制两种模式；当前合作的代工厂包括东色日化、致新生物、莹特丽、上海麻沼、韵斐诗。

图表 71：毛戈平代工模式



来源：公司公告，国金证券研究所

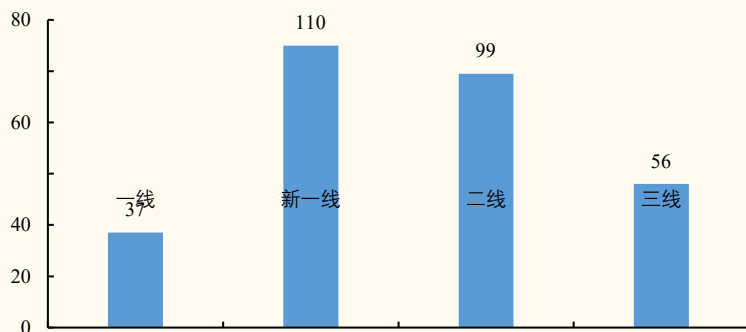
## ■ 立足线下专柜、积极拓展新兴渠道

毛戈平作为国内成立时间较早、少数定位高端的国产彩妆品牌，一直以来立足线下，主要在全国百货商场开设直营专柜，以免费试妆为卖点引流。专柜销售人员经过专业化妆培训，为每位消费者量身定制产品组合、设计妆容，消费者试用后认可产品直接购买。相较本土新锐品牌以线上为主的销售模式，毛

戈平立足线下更有助于优化服务体验、强化品牌形象和加深消费者认知，渠道策略的差异也与其本身品牌定位有关，作为高端化妆师品牌，其产品的效果和使用手法有很大关系，专业化服务在帮助消费者更好搭配和使用产品的同时，提升客单价、提高品牌美誉度。

据公司官网，当前毛戈平已覆盖全国 81 个城市、开设 302 个专柜。具体来看，一线城市 37 家、新一线城市 110 家、二线城市 99 家、三线城市 56 家，从门店数量和各级城市分布上，线下渠道拓展总体较为成熟。

图表 72：毛戈平各级城市专柜数量分布



来源：品牌官网，国金证券研究所

线上方面，公司 2014 年开通天猫旗舰店，后陆续入驻京东、微信、小红书、抖音等。21 年来在抖音以店铺自播的模式取得亮眼表现，1-9 月累计销售额在彩妆类目排名第 6，仅次于花西子、完美日记、colorkey 等大众品牌。

## ■ 差异化营销下专业形象持续强化

营销方面，不同于当前主流的金字塔式 KOL 内容投放模式，毛戈平充分利用自身专业化妆师的形象实现差异化营销。

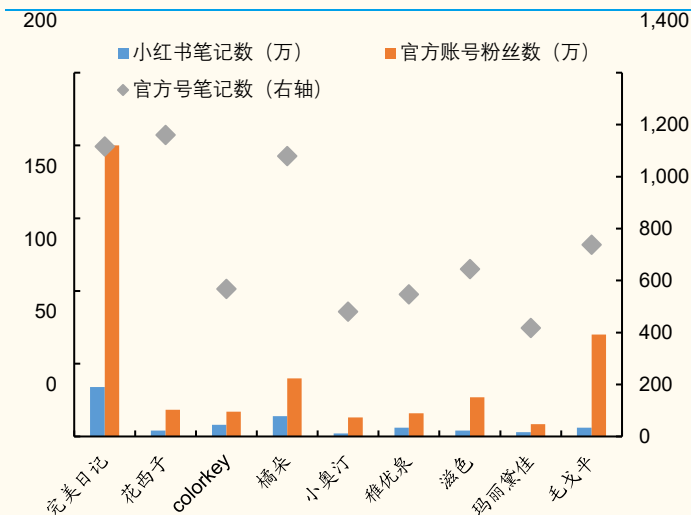
创始人毛戈平通过短视频、线下活动等方式为演员、KOL 现场化妆展现“换颜”效果。1994 年为刘晓庆在《武则天》中设计的妆容至今仍在 b 站热度不减，为知名美妆博主张小胖、“深夜发媤”徐老师改妆的视频在微博走红。毛戈平向公众传授美妆技巧，以“换颜术”在多个社交平台出名。

除创始人外，品牌“柜姐”开通社交账号分享专柜工作日常、新品试用、妆容技巧等内容。以小红书为例，毛戈平在小红书相关笔记数超 6 万、官方账号粉丝数超 70 万，话题度处高位，这除品牌本身的营销外，也离不开“柜姐”的日常宣传。相比于 KOL 的内容植入，柜姐分享日常的方式在社媒用户中接受度更高，且吸引的也是本身对品牌有了解、有意愿尝试产品的目标客群，流量转化率可能更高。

除产品端的营销，毛戈平也一直致力于品牌形象提升：联合旗下美妆学院、故宫文创，融合东方美学特色推出“气蕴东方”系列妆容及秀场活动；为杭州亚运会设计“亚运妆”；合作成都草莓音乐节等。一系列活动让品牌维持高话题度，其专业化化妆师品牌的形象也得以不断强化。

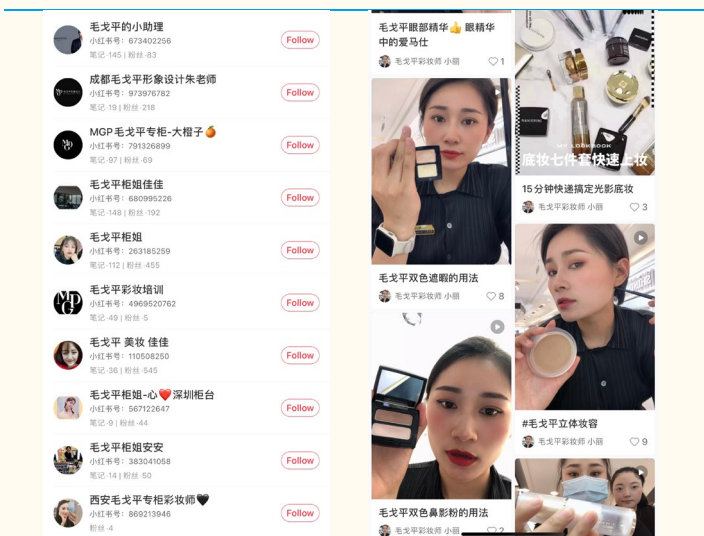
250

图表 73：主要本土彩妆品牌小红书粉丝数和笔记数



来源：小红书，国金证券研究所

图表 74：毛戈平柜姐在小红书运营社交账号



来源：小红书，国金证券研究所

## 5.2 珀莱雅：主品牌拓展底妆产品、彩棠快速起量、INSBAHA 持续孵化

珀莱雅成立于 2003 年，是本土传统化妆品牌，以护肤品为主，兼顾彩妆、洗护、男士护肤。旗下护肤品牌有珀莱雅、悦芙媞、CORRECTORS；彩妆品牌彩棠、INSBAHA。珀莱雅为集团主品牌，明星单品“双抗精华”与“红宝石精华”位居天猫、抖音、快手等平台化妆品销售排行榜前列，同时依托护肤品

研发经验，在彩妆领域亦孵化出双抗粉底液等底妆产品；悦芙媞专为年轻肌肤定制，针对学生、小镇青年，主打防晒霜等平价护肤产品；21 年集团联合华山医院、安贞医院、重庆大学附属医院、中山大学皮肤科专家共同开发，孵化新

品牌 CORRECTORS，主打功效护肤；彩棠为化妆师唐毅创办的彩妆品牌，19 年被公司收购、定位中端；INSBAHA 主打朋克风小众彩妆，定位中低端市场年轻群体。

图表 75：珀莱雅品牌矩阵

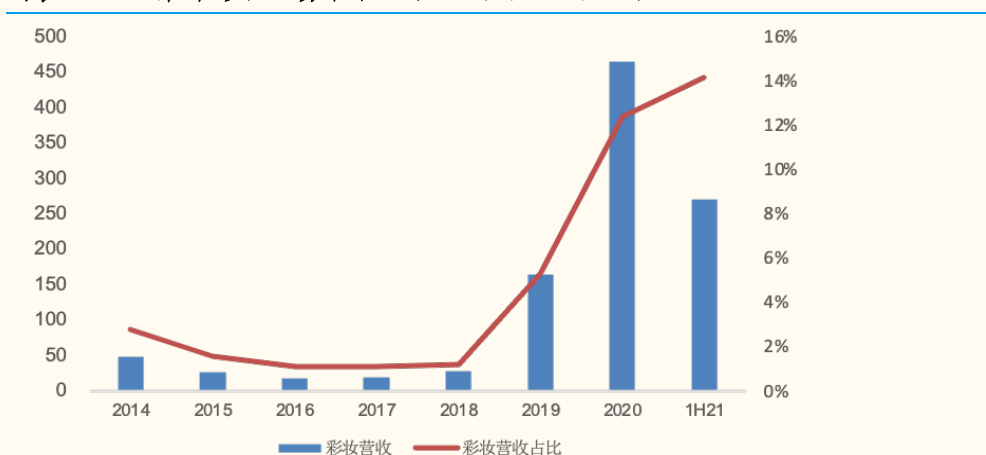
| 品牌名称       | 获得方式 | 获得/上线时间 | 品牌定位    | 覆盖品类  | 价格带 (元) | 明星产品        | 销售渠道  |
|------------|------|---------|---------|-------|---------|-------------|-------|
| 珀莱雅        | 自主孵化 | 2006/5  | 中高端     | 护肤、彩妆 | 100-300 | 双抗精华、红宝石    | 线上/线下 |
| 悦芙媞        | 自主孵化 | 2015/7  | 中低端     | 护肤    | 50-100  | 屏障霜         | 线上    |
| CORRECTORS | 自主孵化 | 2021/2  | 中高端、功效型 | 护肤    | 260-600 | 毛孔调理精华、淡纹精华 | 线上    |
| 彩棠         | 收购   | 2019/7  | 中端      | 彩妆    | 150-200 | 高光修容盘、无     | 线上    |
| INSBAHA    | 自主孵化 | 2019/10 | 中低端     | 彩妆    | 50-100  | 瑕疵粉底液三星堆    | 线上    |

来源：公司公告，品牌官网，国金证券研究所

眼影、唱片腮红

2019 年来公司依托新收购的彩棠、新孵化的 INSBAHA 发力，彩妆规模加速增长，2020 年彩妆营收 4.65 亿元、同增 182%，占总营收比 12.41%、占比提升 7.12PCT。1H21 彩妆业务营收 2.71 亿元，占总营收比进一步提升至 14.17%，2020 年彩妆品类毛利率 57.5%。

图表 76：珀莱雅彩妆业务营收及占比（百万元，%）



来源：珀莱雅招股说明书，定期报告，国金证券研究所

主品牌珀莱雅的彩妆品类聚焦于底妆领域。2021 年推出双抗粉底液，延续大单品策略，进一步完善“双抗家族”产品矩阵。产品主打抗糖抗氧化、养肤、持妆，定价在 169 元/30ml，入围 2021 年年度天猫底妆奖，累计销售超 21 万瓶。

2019 年珀莱雅通过战略投资将彩棠纳入旗下。彩棠成立于 2011 年（唐毅于 2011 年成立北京蜜糖派化妆品有限公司，2019 年被珀莱雅收购后成立宁波彩棠化妆品有限公司），是专业化妆师唐毅为“中国面孔”定制的彩妆品牌，主打修容、粉底、妆前乳等中端彩妆产品。收购前，彩棠产品形象缺乏统一，类目多缺乏畅销产品，收购后珀莱雅对彩棠进行 SKU 的精简，并于 2019、2020、2021 年分别推出青瓷系列、苏绣系列、海棠系列彩妆，成功孵化高光修容盘，大师多效妆前乳等明星单品。1H21 彩棠营收 1.11 亿元，与 20 年全年营收持平。由于营销投放较多，为亏损状态。

新锐潮流品牌 INSBAHA 为公司 2019 年自主孵化，定位朋克风小众彩妆，主打产品为 12h 不脱妆粉底液、三星堆眼影、唱片腮红等，以高性价比面向中低端市场。1H21 天猫旗舰店销售额 2400 万元。

图表 77：珀莱雅旗下彩妆品牌

| 品牌            | 珀莱雅        | 彩棠                            | INSBAHA                     |
|---------------|------------|-------------------------------|-----------------------------|
| 产品视觉图         |            |                               |                             |
| 热门产品（均价/元）    | 日不落粉底液（80） | 遮瑕笔（39）、高光修容盘（187）、妆前隔离乳（177） | 三星堆联名柔雾唇泥（81）、三星堆联名眼影盘（227） |
| 1H21 天猫旗舰店销售额 | -          | 1.1 亿元                        | 241 万元                      |

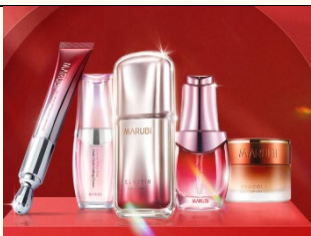
来源：天猫，飞瓜数据，国金证券研究所（注：主品牌珀莱雅尚未有细分彩妆类目销售额数据）

### 5.3 丸美股份：“恋火”发力彩妆市场

丸美股份前身广州佳禾成立于 2002 年，专注眼部护理近二十年，逐步成长为国内中高端护肤龙头，主要产品包括眼霜、护肤及洁面类产品。主品牌丸美聚焦眼部护理，主打“生物技术”抗衰老领域，定位中高端；旗下护肤品牌春纪以“天然食材养肤”为主要理念，定位于青春女性；彩妆品牌恋火定位于

平价彩妆，大牌平替，主要客群为 18-45 岁人群。

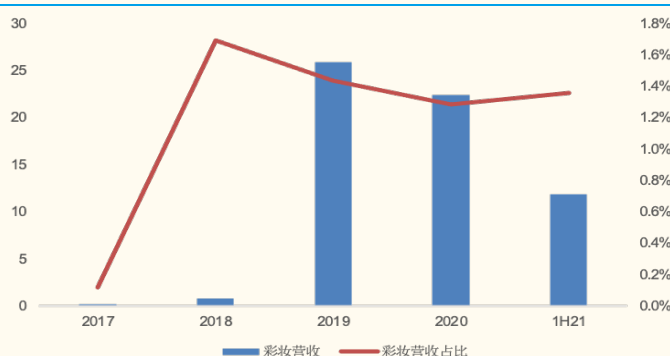
图表 78：丸美股份品牌矩阵

| 品牌名称 | 获得方式 | 获得/上线时间 | 品牌定位    | 产品视觉图                                                                               | 覆盖品类    | 价格带(元) | 热门产品(均价/元)                       |
|------|------|---------|---------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------|--------|----------------------------------|
| 丸美   | 自主孵化 | 2002/4  | 中高端     |    | 护肤、眼部护理 | 70-580 | 黑松露眼膜贴(91)、小红笔眼霜(379)、蝴蝶眼膜贴(270) |
| 春纪   | 自主孵化 | 2006/5  | 中低端年轻女性 |    | 护肤      | 20-220 | 参茸水乳(115)、点痘笔(99)                |
| 恋火   | 收购   | 2017/10 | 中端      |  | 彩妆      | 60-400 | 看不见粉底(148)、小情绪唇釉(96)             |

来源：品牌官网，国金证券研究所

2020 年公司彩妆营收 2243 万元、同比下滑 13.4%，占总营收比 1.29%、占比下降 0.15PCT；1H21 彩妆营收 1185 万元、占比 1.36%。2020 年公司彩妆品类毛利率为 59.36%。

图表 79：丸美股份彩妆业务营收及占比(百万元，%)



来源：公司公告，国金证券研究所

恋火是韩国营销机构 COLORISING 与华生化学等知名厂家合作研发的美妆品牌，2007 年进入中国市场，由广州韩彩化妆品有负责运营。以时尚、专业为主导，产品从韩国原装进口，平均单价约 200 元人民币，品牌渠道定位为百货、专卖店、买手集合店等。2017 年丸美股份以合资公司形式收购恋火 (Passional Lover) 正式进军彩妆行业。并购后对品牌定位进行调整，2019

年以“激情与爱”重塑新 LOGO、新内涵，进一步打造轻奢彩妆品牌定位，与韩国头部彩妆 ODM 厂商达成战略合作，拓宽韩品原装进口通路。推出胶原蛋白气垫霜等多款单品，2021 年上半年推出看不见粉底、小情绪唇釉，采用破局思维，在 0 种草前提下 BD 到超级红人李佳琦、张凯毅，唇釉累计销售超 20 万支。2020 年恋火销售额为 1200 万元，目前恋火线上销售超 2000 万元，1H21 天猫旗舰店销售额为 200 万元，预计全年全渠道销售额 4000-5000 万元，同增 100%，21 年有望达到 1.5-2 亿元。

#### 5.4 逸仙电商：DTC 美妆龙头，并购+自主孵化加速产品布局

逸仙电商于 2017 年推出完美日记品牌、以彩妆业务起家，随后通过兼并收购+自助孵化逐步拓展品牌矩阵，目前形成涵盖彩妆、护肤的七大品牌矩阵。2020 年 12 月公司于美股上市，成为国内首家以彩妆为主业的上市企业。

图表 80：逸仙电商品牌矩阵

| 品牌      | 获得方式                      | 获得/上线时间 | 品牌定位      | 覆盖品类  | 价格带（元）   | 明星产品                 |
|---------|---------------------------|---------|-----------|-------|----------|----------------------|
| 完美日记    | 自主孵化                      | 2017/3  | 中端大众      | 彩妆、护肤 | 25-390   | 动物眼影盘、小细跟口红          |
| 小奥汀     | 收购上海奥妍 100% 股权，对价 0.29 亿元 | 2019/6  | 中端        | 彩妆    | 40-230   | 眼线液笔、奶酪腮红、睫毛膏        |
| 完子心选    | 自主孵化                      | 2020/6  | 中端        | 护肤    | 40-230   | 神经酰胺面膜、高山            |
| 科兰黎     | 收购 90% 股权                 | 2020/11 | 高端        | 护肤    | 220-970  | 薇妮诗西膜c精华、冻龄小 G 瓶雪藻精华 |
| 达尔肤     | 自主孵化                      | 2021/1  | 中高端、专业功效型 | 彩妆    | 90-490   | 杏仁酸精华                |
| EVE LOM | 收购                        | 2021/3  | 高端        | 护肤    | 180-1200 | 洁颜霜卸妆膏               |
| 皮可熊     | 自主孵化                      | 2021/3  | 中低端       | 彩妆    | 15-110   | 疏光镜面水唇釉、多色眼影盘        |

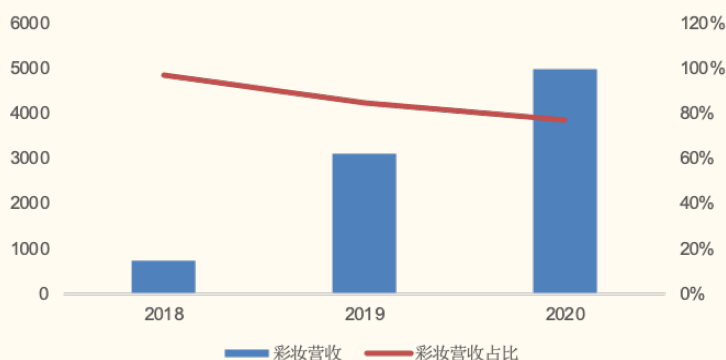
来源：逸仙电商招股说明书，天猫旗舰店，国金证券研究所

公司 2020 年营业规模 52.3 亿元人民币、同增 72.6%，净亏损 26.88 亿元、亏损同比扩大 27.63 亿元（2019 年净利润 0.75 亿元）；1H21 营收 29.69 亿元、同增 48.08%，净亏损-7.07 亿元，同比减亏 6.98 亿元（上年同期净亏损 14.05 亿元）。

盈利能力方面，20 年毛利率为 64.28%、18-20 年基本保持稳定，1H21 受益主品牌折扣控制和产品线高端化，毛利率同增 5.7PCT 至 67.2%；销售费用率 20 年为 65.2%、同增 23.9PCT，1H21 为 67.9%、同增 6.5PCT。销售费用率 67.87%、同比增加 6.47%。20 年公司净利率受高销售费用率、一次性股权激励支出拖累，为-51.37%；1H21 净利率-23.82%、同增 1.78PCT、尚未实现盈利。

2020 年公司彩妆业务营收规模 49.8 亿元、同增 58.6%，占总营收比 76.9%、占比下降 8PCT，主要由于新收购/推出的护肤品牌开始贡献业绩。

图表 81：逸仙电商彩妆业务营收及占比（百万元，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

当前逸仙电商旗下主营彩妆的品牌为完美日记、小奥汀、皮可熊。

完美日记定位 Z 世代，通过广泛的跨界联名、KOL 合作持续打造爆品，实现品牌知名度和销售额的快速提升。作为公司主要品牌，完美日记不断丰富自身产品矩阵，从彩妆拓展至护肤品类，并于 21 年 3 月推出美瞳产品、7 月携手中国体操队推出面向年轻男性的彩妆及护肤品。1H21 天猫旗舰店销售额 13.4 亿元，抖音近 30 天（8.26-9.24）销售额为 2829 万元。

集团于 2019 年收购小奥汀（Little Ondine），帮助品牌定位由水性指甲油向美妆成功转型。小奥汀由英国海归设计师余敦（Simon Yu）创办于 2013 年，主打水性指甲油及周边产品，旗下明星产品水性指甲油卖点为无味、秒干、一

撕即卸。2016 年小奥汀获得迪士尼 IP 授权，几年内陆续推出米老鼠、冰雪女王、星球大战、爱丽丝梦游仙境等联名产品；并跨界与乐事、喜茶、COSTA

等多领域品牌 IP 合作，进驻中国、日本、英国与美国市场。2019 年开始，小奥汀逐渐向美妆领域进军，推出了眼部与唇部彩妆；其眼线笔成为爆款产品，

销量位居淘宝眼线品类榜首。1H21 小奥汀天猫旗舰店销售额 2.43 亿元。

图表 82：逸仙电商旗下彩妆品牌

2021 年孵化主打可爱少女风格彩妆 Pink Bear，价格带低于小奥汀和完美

| 品牌            | 完美日记                     | 小奥汀                                 | Pink Bear            |
|---------------|--------------------------|-------------------------------------|----------------------|
| 客群标签          | Z 世代                     | 玩妆一族                                | 可爱少女风                |
| 产品视觉图         |                          |                                     |                      |
| 热门产品（均价/元）    | 动物系列眼影盘（106）<br>名片唇釉（70） | 眼线液笔（67）、双头极细眉笔（57）、雕塑家高光修容一体盘（176） | 哑光唇泥（74）<br>雾感唇釉（61） |
| 1H21 天猫旗舰店销售额 | 13.4 亿元                  | 2.4 亿元                              | 0.7 亿元               |
| 1-9 月抖音销售额    | 1.96 亿元                  | 0.6 亿元                              | 0.15 亿元              |

来源：天猫，国金证券研究所（注：皮可熊 3 月上线，1H21 天猫旗舰店销售额为 21 年 3-6 月的销售额，抖音为 4-9 月销售额）

## 6、风险提示

**消费升级不及预期：**彩妆行业规模增长很大程度依靠产品的持续升级迭代、高端化以提升溢价空间。若经济总体景气度较低，消费升级不及预期，行业规模增速将放缓。

**国际品牌发力中国市场：**随多个电商平台繁荣，虽本土品牌占据更多先发优势、享受早期渠道&营销红利，但国际品牌也在加紧布局中国市场，且天猫国际、抖音等均有政策扶持海外中小品牌，国际品牌发力中国市场将导致本土彩妆面临更激烈竞争，可能出现盈利能力下滑、存货周转放缓、营收增长放缓。

**终端零售疲软：**21 年三季度来化妆品社零增速持续走弱，终端零售疲软，若未来终端景气回暖不及预期，将影响行业整体成长性。

**公司投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;  
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;  
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;  
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明:**

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;  
增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;  
减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402