

证券研究报告—深度报告

化妆品

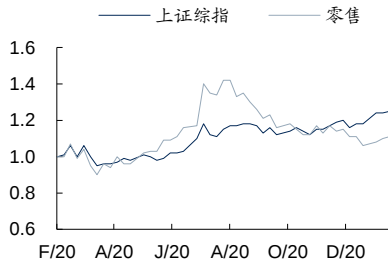
化妆品行业系列研究之八

超配

(维持评级)

2021年01月25日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《化妆品行业系列之七:景气度之外,如何抢占格局重塑先机》——2020-05-19
《化妆品行业系列之六:“疫”外之路,本土美妆龙头如何化危为机》——2020-02-19
《化妆品行业系列之五:产业链梳理专题-深挖产业价值,启征黄金赛道》——2020-02-14
《化妆品行业系列四:功能性化妆品专题:需求进阶行业风起,硬核产品强化壁垒》——2019-12-30
《化妆品深度系列三-电商代运营专题:迎接最好的时代,一站式服务助力品牌价值塑造》——2019-11-11

证券分析师:张峻豪

电话:021-60933168

E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn

联系人:柳旭

电话:13246725957

E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

证券分析师:曾光

电话:0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业专题

从完美日记看美妆新锐的数字化革命之路

●完美日记:快速爆发的本土新锐彩妆品牌

国货美妆品牌完美日记由其母公司逸仙电商于17年推出,成立后乘新媒体流量红利,切入快速爆发的彩妆市场,积极运用数字化DTC模式赋能渠道、营销及研发,三年实现销售体量0-30亿的突破,并自去年以来开启全渠道和多品牌布局。20年前三季度逸仙电商营收32.72亿元,同增73.20%,受疫情及品牌和渠道推广加大影响,经调整后利润亏损5亿元。

●行业现状:彩妆消费需求爆发,数字化+国潮助力国货崛起

2019年中国彩妆市场零售规模543.2亿元,同增23.1%,近5年复合增速18.2%,高于美妆行业整体增长水平。随着年轻消费群体的崛起和新媒体营销推广对消费习惯的加速教育,预计彩妆市场规模有望持续扩容,同时,本土新锐彩妆品牌如完美日记、花西子等在营销端借力国货风潮,产品端借国内成熟供应链支撑,渠道端乘社交电商红利,实现快速崛起。

●成长要素:DTC模式洞察用户需求,数字赋能三维度共建品牌力

公司采取DTC模式(直接触达消费者),在洞察消费者需求基础上,实现了数字化对产品、渠道和营销三维度的充分赋能:一是确保了公司产品具备高性价比的同时兼具快速推新能力;二是通过精准的新媒体饱和式营销,迅速占领消费者心智;三是实现全渠道直营布局下的销售快速放量。截止20年Q3,公司整体DTC客户数量已达到2350万人。

●发展演绎:增量空间广阔,获客提效和多品牌布局为重要抓手

未来公司仍有望在行业蛋糕做大以及传统大牌替代两个层面进一步获取发展空间。但在流量成本日益攀升和竞争加剧背景下,首先需持续加大数字化投入推进精准流量获取和私域客群有效维护,利用优质营销内容和全域数据驱动提升转化和复购。其次需要加速内生外延的多品牌布局,公司IPO募资的30%将用于潜在战略投资和收购。未来通过其成熟的渠道、营销和组织赋能新品牌,实现公司业绩的增厚和集团化迭代成长。

●风险提示

疫情影响产能供应及行业需求;行业竞争加剧;新品推广不及预期。

●投资建议:推荐逸仙电商,关注珀莱雅及拉芳家化相应布局

整体来看,在国潮文化觉醒背景下,新锐国货品牌借助高效的数字化运营模式,实现社媒精准营销、产品差异化布局 and 全渠道深耕,有望充分分享美妆行业增长红利。推荐关注成功打造完美日记并推进多品牌布局的逸仙电商;建议关注分别通过旗下新锐彩妆品牌彩棠和VNK的布局,实现公司基本面二次增长驱动的珀莱雅和拉芳家化。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
603605	珀莱雅	买入	195.20	38258.02	2.42	3.27	80.53	59.68
603630	拉芳家化	增持	14.27	3235.29	0.39	0.56	36.18	25.50
YSG.N	逸仙电商	增持	19.38	12897.02	-1.64	-0.47	-	-

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测 注:逸仙电商股价/市值单位为美元, EPS 按报告前一日汇率计算

投资摘要

关键结论与投资建议

作为近年来的新消费品牌代表，完美日记成立初期定位“大牌平替”，采取 DTC 模式直接触达消费者，在洞察消费者需求基础上，实现了数字化对产品、渠道和营销三维度的充分赋能：一是确保了公司产品具备高性价比的同时兼具持续快速推新能力；二是通过精准的新媒体饱和式营销，迅速占领消费者心智；三是实现全渠道直营布局下的销售快速放量。在此基础上，其母公司逸仙电商三年实现销售体量 0-30 亿元突破，并自去年以来逐步构建多元化的品牌矩阵，逐渐走出了一条可供行业参考的成长之路。

整体来看，在国潮文化觉醒背景下，新锐国货品牌借助高效的数字化运营模式，实现社媒精准营销、产品差异化布局 and 全渠道深耕，有望充分分享美妆行业增长红利。推荐关注成功打造完美日记并推进多品牌布局的逸仙电商；建议关注分别通过旗下新锐彩妆品牌彩棠和 VNK 的布局，实现公司基本面二次增长驱动的珀莱雅和拉芳家化。

核心假设或逻辑

第一，低线城市美妆消费习惯的养成，以及在年轻市场快速增长下，新一代消费群体个性化消费习惯，以及对社交渠道的偏好，将给本土品牌带来新机遇；

第二，本土公司治理结构不断改善，为多品牌多品类扩张打下体系化制度化基础，同时资本助力下多品牌外延扩张策略稳步推进。

与市场预期不同之处

第一，市场认为目前国内化妆品行业整体目前仍由国外品牌主导，对于国内化妆品企业长期发展趋势仍有较大的分歧。我们认为，虽然当前市场仍由外资主导，但本土日化企业在一些细分领域已经形成差异化的竞争优势，且随着本土文化意识觉醒，国潮消费认可度提升，国货品牌凭借在渠道、营销和产品端的转型升级，仍有望实现弯道超车；

第二，市场认为新锐本土品牌的快速成长只是依赖于电商渠道的促销推广，持续性不强，但我们认为，对于新消费品牌而言，电商早已不仅仅是个渠道，通过数字化对于企业运营的全局式赋能，能够在紧抓消费者需求的基础上，使产品兼具高性价比和快速推新能力，同时精准的饱和营销能够快速占领消费者心智，从而有助于建立中长期的品牌力持续提升通道。

股价变化的催化因素

第一，化妆品板块产业链逐渐完善，上市公司不断增多，板块关注度持续提升；

第二，行业持续高景气度，年轻消费群体加速成长，带来人均支出快速增加；

第三，板块内公司在内部培育及外延并购下，多品牌布局成效初显。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，经济形势恶化，消费数据不达预期，行业景气度下行；

第二，行业竞争格局恶化，企业新品类的拓展和新产品的推出效果不达预期。

内容目录

完美日记：快速爆发的本土新锐彩妆品牌	6
发展历程：2017 年问世，出道便引爆彩妆市场	6
逸仙电商股权架构及管理团队：管理层消费+电商双重背景	6
逸仙电商经营简介：营收维持高增长，线上渠道占主体	7
逸仙电商财务分析：营收高速增长，费用率高于行业	9
从完美日记窥探行业发展现状：彩妆消费爆发，数字化+国潮助力国货崛起	11
行业空间及驱动因素：规模快速扩容，年轻化及线上化催化行业爆发	11
竞争格局：新锐国货加速崛起，完美日记市占率领跑本土品牌	13
新锐彩妆双雄 PK：完美日记 VS 花西子，不同思路同样优秀	15
从完美日记看新锐品牌成长要素：DTC 模式洞察用户需求，三维度共建品牌力	20
核心策略：明确高性价比定位，DTC 模式洞察需求，数字化赋能全局	20
研发生产：数字化保障消费者需求为出发点，携手大牌代工厂保障质量	21
全渠道布局：全渠道直接触达消费者，深度交互提升复购	22
社媒营销：精准投放+饱和式营销，跨界联名爆品不断	23
从完美日记看新锐品牌发展演绎：获客提效和多品牌为重要抓手	26
发展空间来源：行业红利持续驱动，国产替代加速推进	26
发展抓手一：公域私域齐头并进，持续强化数据分析能力	27
发展抓手二：内部孵化外部收购，多品牌多品类布局	29
投资建议：推荐逸仙电商，关注珀莱雅及拉芳家化	31
逸仙电商：国货彩妆龙头，树新锐品牌成长标杆	31
珀莱雅—彩棠：市场表现亮眼突出，打开集团多品牌发展空间	32
拉芳家化—VNK：新锐彩妆品牌，助力打造产品矩阵	34
国信证券投资评级	39
分析师承诺	39
风险提示	39
证券投资咨询业务的说明	39

图表目录

图 1: 完美日记销售额及增速情况 (亿元、%)	6
图 2: 逸仙电商历史沿革	6
图 3: 逸仙电商营收及增速情况 (亿元、%)	7
图 4: 逸仙电商 Non-GAAP 净利润情况 (亿元)	7
图 5: 逸仙电商各渠道销售收入 (亿元)	8
图 6: 逸仙电商线下体验店布局加速 (家)	8
图 7: 逸仙电商 2020 年前三季度销售额各品类占比	8
图 8: 逸仙电商营收分品牌情况 (亿元)	8
图 9: 公司旗下主要品牌及历史	9
图 10: 可比公司营业收入 (亿元)	9
图 11: 可比公司营业收入增速 (%)	9
图 12: 可比公司毛利率 (%)	10
图 13: 可比公司销售费用率 (%)	10
图 14: 可比公司管理费用率 (%)	10
图 15: 可比公司研发费用率 (%)	10
图 16: 可比公司存货周转天数 (天)	10
图 17: 可比公司经营性现金流 (亿元)	10
图 18: 中国美妆市场规模及复合增速 (亿元、%)	11
图 19: 中国彩妆规模增速较快 (亿元、%)	11
图 20: 中国人均美妆支出仍有较大提升空间	11
图 21: 美妆市场规模和人均 GDP 相关性	11
图 22: 年轻消费者美妆市场消费额贡献率较高	12
图 23: 年轻群体对于美妆内容阅读量的增速情况及城市级别分布	12
图 24: 中国社交电商零售额 (万亿) 及占比 (%)	13
图 25: 中国化妆品市场电商渗透率高于全球水平	13
图 26: 2020 年上半年小红书不同年龄段消费群体对各品类阅读量及变化趋势	13
图 27: 国货彩妆品牌在中国消费者中的受欢迎程度	14
图 28: 美妆人群关注度 TOP100 品牌分布情况	15
图 29: 日本本土审美崛起推动彩妆发展	15
图 30: 完美日记与花西子主要产品及价格	17
图 31: 花西子持续推出用户体验馆计划	17
图 32: 完美日记线下门店	18
图 33: 李佳琦直播间花西子/完美日记直播数情况 (2020 年 1-7 月)	18
图 34: 完美日记推出跨界联名	19
图 35: 花西子推出苗族印象	19
图 36: 完美日记部分代言人 (其中部分合作已到期)	19
图 37: 花西子代言人	19
图 38: 完美日记用户画像	20
图 39: 逸仙电商 DTC 运营模式	20
图 40: 产品、渠道、营销多因素助力逸仙电商享受平台红利	21
图 41: 完美日记小细跟研发过程	21
图 42: 创新色彩联合实验室	22
图 43: 逸仙电商联合色彩实验室四大研究方向	22
图 44: 逸仙电商的全渠道布局	23
图 45: 逸仙电商 DTC 客户数量 (左轴) 与客单价 (右轴)	23
图 46: 消费者首次购买后一年内复购率逐年攀升	23
图 47: 逸仙电商数据中台赋能营销推广	24
图 48: 逸仙电商拥有并运营多个社媒官方账号	24
图 49: 逸仙电商投放营销内容时合作不同类型 KOL	25
图 50: 公司推出多款富有创意的跨界联名产品	25
图 51: 中国美妆个护行业零售规模及预测情况 (亿元、%)	26
图 52: 国内外彩妆品牌近年来市占率变化情况 (%)	27
图 53: 逸仙电商平台佣金及其他平台费用逐年上升 (亿元)	28
图 54: 御家汇/贝泰妮平台推广费率呈现上升趋势 (%)	28
图 55: 逸仙电商打造私域流量池结构图	28

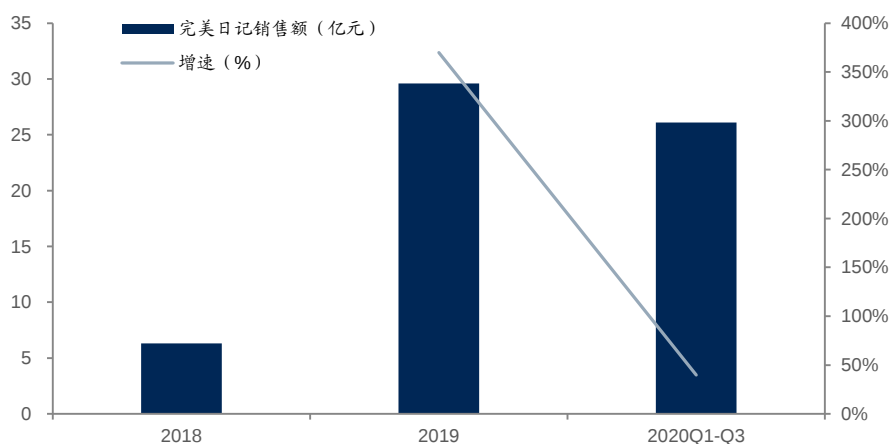
图 56: 国际化妆品集团品牌矩阵.....	29
图 57: 逸仙电商品牌孵化和外部收购收效较好	30
图 58: 珀莱雅五维度赋能彩棠	33
图 59: 彩棠天猫店铺销售额 (万元) 及环比增速 (%)	33
图 60: 彩棠品类逐渐多元化	33
图 61: 彩棠借力创始人 IP 与薇娅直播间	34
图 62: 彩棠苏绣系列受众多化妆师推广	34
图 63: 拉芳旗下主要品牌	34
图 64: 拉芳家化营业收入 (亿元) 及主要品牌占比 (%)	35
图 65: 拉芳家化 2019 年营业收入分业务情况	35
图 66: VNK 热门产品	36
图 67: VNK 与 KOL、明星合作	36
图 68: VNK 发布多款联名产品	36
表 1: IPO 前后逸仙电商股权结构及投票权比例	7
表 2: 逸仙电商管理团队情况	7
表 3: 2010-2019 年中国彩妆行业市占率 TOP10 品牌	14
表 4: 国内主要 OEM/ODM 企业工厂情况	14
表 5: 完美日记与花西子简要对比	16
表 6: 完美日记及花西子创始团队背景情况	16
表 7: 逸仙电商合作国际大牌代工厂	22
表 8: 完美日记对比相似品牌	27
表 9: 逸仙电商员工结构 (截止 2020 年 9 月 30 日)	29
表 10: 逸仙电商 IPO 募投项目	30
表 11: 公司分品牌营收拆分及预测 (百万元, %)	31
表 12: 公司盈利预测表 (百万, %)	32
表 13: 逸仙电商可比公司估值	32
表 14: 拉芳家化参与产业基金投资情况	35
表 15: 拉芳家化盈利预测 (百万元、%)	37
表 16: 拉芳家化可比公司财务数据/估值	37

完美日记：快速爆发的本土新锐彩妆品牌

发展历程：2017 年问世，出道便引爆彩妆市场

完美日记母公司逸仙电商成立于 2016 年，并于 2020 年 11 月正式挂牌纽交所。2017 年 4 月，逸仙电商推出国货彩妆品牌完美日记，品牌成立初期便亮相多个时装周，得以在时尚圈崭露头角，初步**赋予品牌时尚潮流属性**。其后完美日记借力社交电商开展**内容营销**，充分分享新媒体营销驱动下的社交平台红利，得到爆发式的发展，品牌销售额从 2018 年的 6.3 亿元大幅增长至 2019 年的 29.6 亿元，2020 年前三季度达到 26.1 亿元。

图 1：完美日记销售额及增速情况（亿元、%）



资料来源：逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

推出完美日记之后，逸仙电商也在积极开展多品牌业务的拓展，包括 2019 年创立于上海的潮玩彩妆品牌“小奥汀”，并于当年 6 月重新推出；2020 年 6 月内部孵化美妆品牌“完子心选”，销售品类从彩妆拓展至护肤品、个护等；2020 年 11 月收购法国高端护肤品牌 Galénic 的 90% 股权，继续强化多品牌成长之路。2020 年前三季度公司整体收入规模已达 32.7 亿元，同比+73%，初步奠定了国货彩妆集团的龙头地位。

图 2：逸仙电商历史沿革



资料来源：逸仙电商招股书、逸仙电商官网、微博、国信证券经济研究所整理

逸仙电商股权架构及管理团队：管理层消费+电商双重背景

从股权结构来看，公司 IPO 后创始团队持股比例及投票权均维持较高水平。创始人黄锦峰 IPO 后持股比例为 25.3%，并且拥有 63.8% 投票权；联合创始人陈

宇文、吕建华在 IPO 后分别持股 7.6%、3.5%，并拥有 19.3%、8.8%投票权。公司在上市前完成 5 轮融资，吸引了国内外众多知名 PE 投资机构，包括高瓴资本、真格基金、高榕资本等。

表 1: IPO 前后逸仙电商股权结构及投票权比例

	A 类普通股持股数 (亿股)	B 类普通股持股数 (亿股)	持股比例	IPO 前 投票权比例	持股比例	IPO 后 投票权比例
管理层						
黄锦峰	0.06	6.67	27.7%	60.2%	25.3%	63.8%
陈宇文	-	2.02	8.3%	18.2%	7.6%	19.3%
吕建华	-	0.92	3.8%	8.3%	3.5%	8.8%
合计	0.06	9.61	39.8%	86.8%	36.3%	91.9%
机构投资者						
高瓴资本	3.34	-	13.8%	3.0%	12.6%	1.6%
真格基金	2.54	-	10.5%	2.3%	9.5%	1.2%
高榕资本	2.23	-	9.2%	2.0%	8.4%	1.1%

资料来源:逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

从管理团队情况来看，公司核心团队均出身快消、美妆、时尚等行业，拥有多年相关行业经验积累。创始人&CEO 黄锦峰曾任职于宝洁、御泥坊，两位联合创始人曾任职于知名休闲服饰以纯集团的电商部门。同时，公司积极引入外部人才，2020 年原唯品会 CFO 杨东皓加入公司担任 CFO。

表 2: 逸仙电商管理团队情况

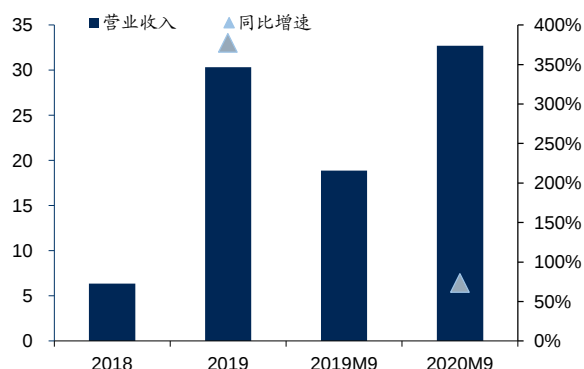
名字	职位	任职日期	履历
黄锦峰	创始人、首席执行官	2016-09-12	工商管理硕士学位。曾任广州宝洁有限公司市场调研经理、御泥坊化妆品有限公司副总裁兼首席运营官。
陈宇文	联合创始人、首席运营官	2016-09-12	工商管理硕士学位。曾任广东证券股份有限公司投资经理、东莞以纯集团有限公司电子商务部总经理。
吕建华	联合创始人、首席营销官	2016-09-12	物流管理学士学位。曾任广州海达集团有限公司物流经理、东莞以纯集团有限公司电子商务运营总监。
杨东皓	首席财务官	2020-11-13	工商管理硕士学位。曾任 Valmont Industries, Inc. 亚太区财务总监 (NYSE:VMI)、圣元国际公司 (Syntra International Inc.) 首席财务官、泰森食品大中华区首席财务官、唯品会控股有限公司首席财务官。

资料来源:逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

逸仙电商经营简介：营收维持高增长，线上渠道占主体

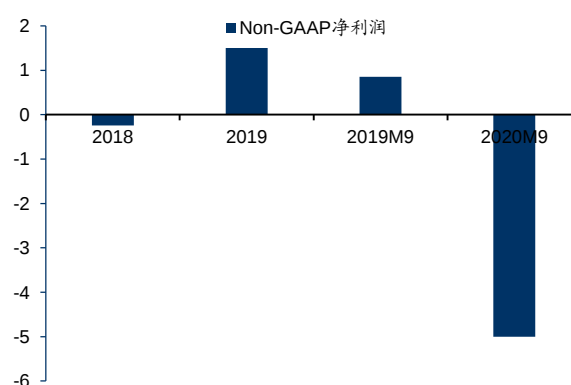
公司 2019 年/2020 年 1-9 月营收分别为 30.31 亿元 (+377.11%)、32.72 亿元 (+73.20%)，Non-GAAP 净利润分别为 1.5 亿元、亏损 5 亿元，今年前三季度亏损预计主要与公司加大品牌战略性推广投入，疫情影响下继续线下渠道扩张，以及人才激励和上市成本费用提升有关。

图 3: 逸仙电商营收及增速情况 (亿元、%)



资料来源:逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

图 4: 逸仙电商 Non-GAAP 净利润情况 (亿元)

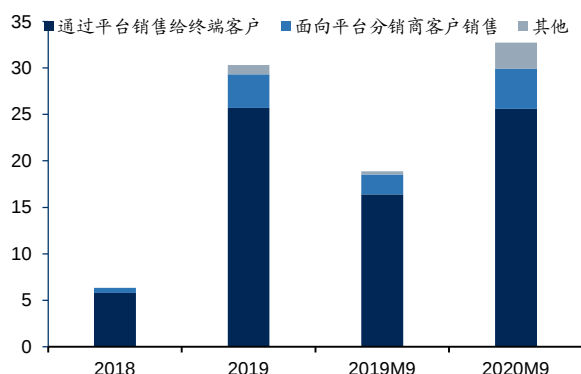


资料来源:逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

➤ 分渠道看：电商渠道起步，逐步向全渠道发展迈进

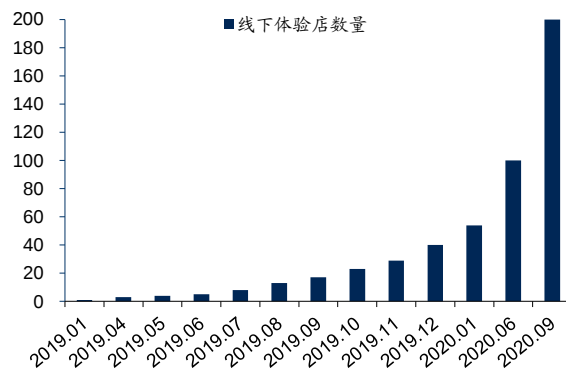
公司实行线上线下全渠道的销售策略：线上渠道覆盖天猫、京东、唯品会等电商平台及抖音、快手、小红书、B 站等社媒平台，2020 年 1-9 月线上营收 29.91 亿元，占比 91.3%，其中直销收入 25.58 亿元，分销收入 4.33 亿元；**线下渠道致力于打造场景化消费体验**，2019 年正式开启布局，2020 年 1-9 月营收 2.80 亿元，占比由 2019 年的 3.3% 提升至 8.7%。

图 5：逸仙电商各渠道销售收入（亿元）



资料来源:逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

图 6：逸仙电商线下体验店布局加速（家）



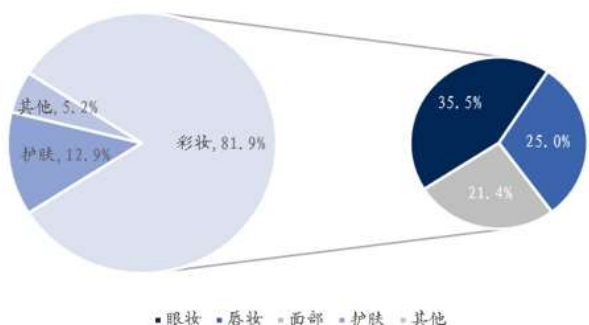
资料来源:公司官网、大众点评、增长黑盒、国信证券经济研究所整理

➤ 分品牌/品类看：彩妆占据主导，多品牌发展迅猛

2020 年 1-9 月彩妆营收占比为 81.9%，较 2019 年的 89.4% 同比下降 7.5pct，但仍然稳居主体地位。同时，公司护肤品类业务推广成效较好，2020 年前三季度占比已达 12.9%，较 2019 年的 7% 同比上升 5.9pct。

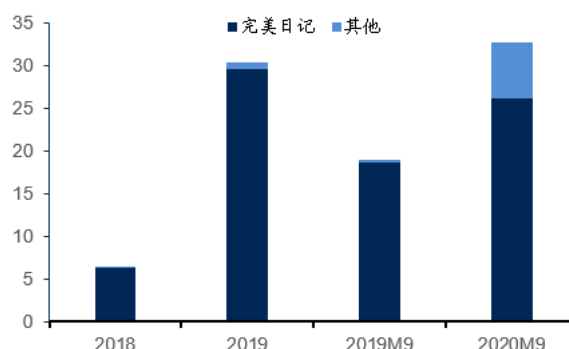
分品牌看，完美日记仍为主力品牌，2020 年 1-9 月实现营收 26.11 亿元（+39.8%），占比 79.8%。小奥汀、完子心选等新品牌增长较快，2020 年 1-9 月实现营收 6.61 亿元（+2959.8%），占比达 20.2%。

图 7：逸仙电商 2020 年前三季度销售额各品类占比



资料来源:逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

图 8：逸仙电商营收分品牌情况（亿元）



资料来源:逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

整体来看，公司以完美日记起家，并积极拓展品牌矩阵：2019 年收购小奥汀，并于 2019 年 6 月作为潮玩彩妆品牌重新推出；2020 年 6 月推出内部孵化的主打护肤的品牌完子心选，并于 10 月底收购法国高端护肤品牌 Galénic90% 股权。截至 2020 年 9 月 30 日，完美日记/小奥汀/完子心选/Galénic 已上架 SKU 分别为 1363/402/594/135 个（Galénic 目前在中国暂无官方售卖渠道）。

图 9：公司旗下主要品牌及历史

品牌	历史
	2017年推出
	2019年收购小奥汀，并于2019年6月作为潮玩彩妆品牌重新推出
	2020年6月推出内部孵化的主打护肤的品牌完子心选
	2020年10月底收购法国高端护肤品牌Galénic 90%股权

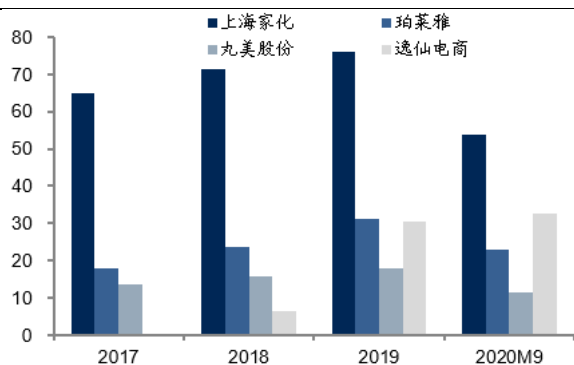
资料来源：逸仙电商官网、逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

逸仙电商财务分析：营收高速增长，费用率高于行业

➤ 基本面：收入高增长，体量破 30 亿元

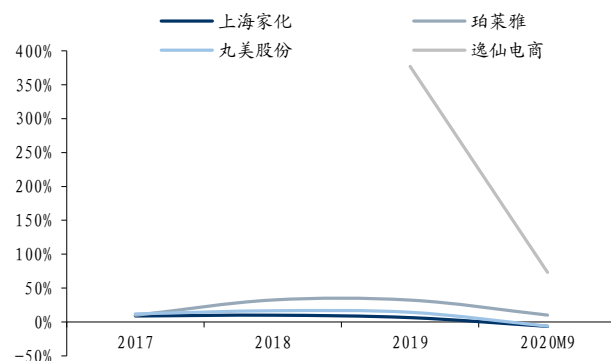
公司 2018 年/2019 年营业收入分别为 6.35 亿元/30.31 亿元，2019 年同比增速高达 377.11%。2020 年 1-9 月实现营收已超过 2019 年全年，达到 32.72 亿元，同比增速达 73.2%。公司用三年时间实现营业收入从 0 到 30 亿的巨大突破，未来作为美妆平台进行新品牌推广有望复刻完美日记的成功模式，有望实现营业收入持续增长。

图 10：可比公司营业收入（亿元）



资料来源：逸仙电商招股书、wind、国信证券经济研究所整理

图 11：可比公司营业收入增速（%）

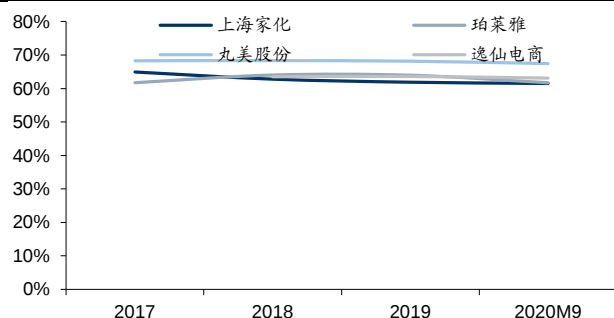


资料来源：逸仙电商招股书、wind、国信证券经济研究所整理

➤ 盈利能力：毛利率相对稳定，费用率高于行业

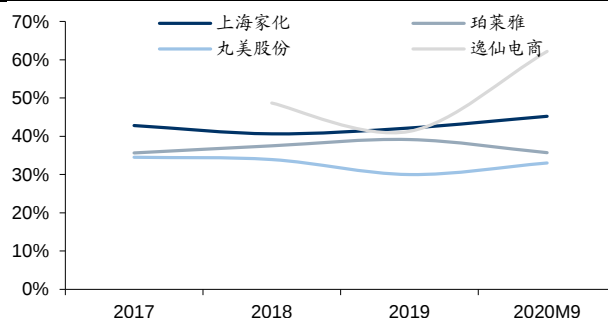
毛利率看，公司 2018/2019 年毛利率水平分别为 63.50%/63.60%，2020 年前三季度毛利率 63.10%，整体较为稳健，与行业可比公司平均毛利率水平相当。销售费用率方面，公司 2018/2019 年销售费用率分别为 48.70%/41.30%，2020 年前三季度销售费用率则增加至 62.20%，显著高于可比公司平均水平，预计系新品牌小奥汀和完子心选前期推广投入较大及疫情影响下线下渠道扩张短期效益不佳所致。

图 12: 可比公司毛利率 (%)



资料来源: 逸仙电商招股书、wind、国信证券经济研究所整理

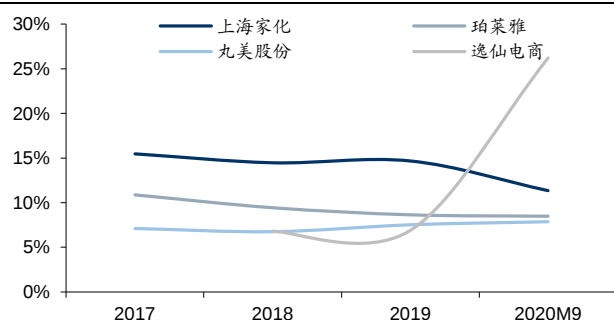
图 13: 可比公司销售费用率 (%)



资料来源: 逸仙电商招股书、wind、国信证券经济研究所整理

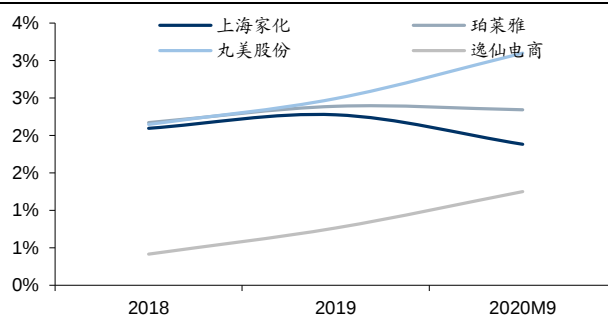
管理费用率看, 公司 2018/2019 年管理费用率分别为 6.8%/6.9%, 维持稳健水平, 2020 年前三季度管理费用率则陡增至 26.20%, 预计主要与股份支付、人才引进、上市成本增加等因素有关。研发费用率看, 公司 2018/2019 年研发费用率分别为 0.42%/0.76%, 2020 年前三季度提升至 1.25%, 仍低于可比公司平均水平, 预计在强化产品力趋势下, 公司研发费用投入将有所增加。

图 14: 可比公司管理费用率 (%)



资料来源: 逸仙电商招股书、wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 可比公司研发费用率 (%)

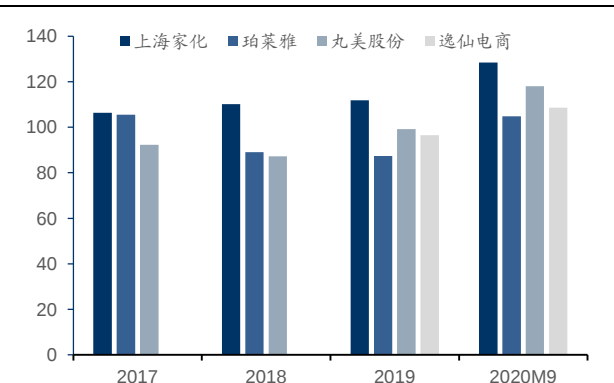


资料来源: 逸仙电商招股书、wind、国信证券经济研究所整理

➤ 营运周转: 存货周转相对稳定, 现金流短期受战略拖累

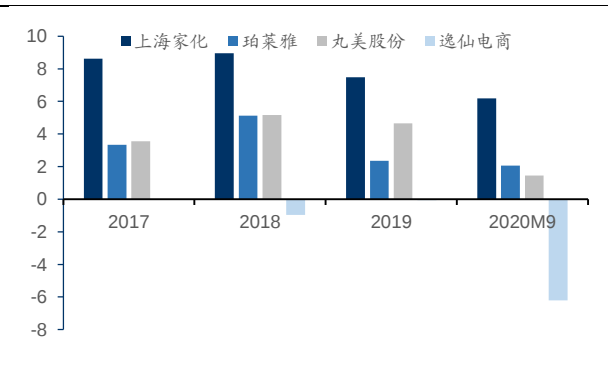
公司 2019 年/2020 年 1-9 月存货周转天数分别为 96.49/108.64 天, 与行业平均水平相当。2020 年 1-9 月略增预计与电商旺季提前备货有关, 整体周转天数相对稳定。公司 2020 年 1-9 月经营性现金流净额为 -6.21 亿元, 预计主要与新品牌推广投入增加、线下体验店布局加速有关, 同时受疫情冲击投入回报率有所下降, 净利润由正转亏, 拖累短期经营性现金流。

图 16: 可比公司存货周转天数 (天)



资料来源: 逸仙电商招股书、wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 可比公司经营性现金流 (亿元)



资料来源: 逸仙电商招股书、wind、国信证券经济研究所整理

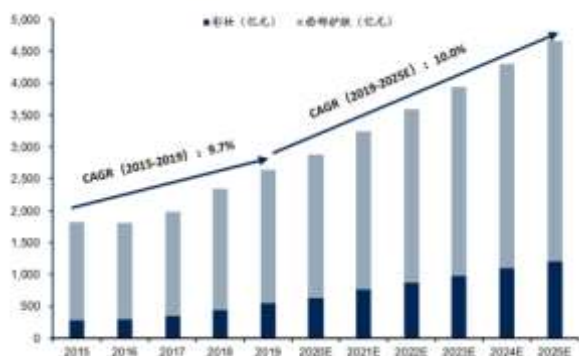
从完美日记窥探行业发展现状：彩妆消费爆发，数字化+国潮助力国货崛起

行业空间及驱动因素：规模快速扩容，年轻化及线上化催化行业爆发

我国美妆行业近年来增长较快，2015-2019 年 CAGR 为 9.7%，2019 年零售额口径下市场规模达到 2634.4 亿元，其中护肤类为最大细分市场，2019 年零售规模 2091.2 亿元，占比 79.38%；彩妆类零售规模 543.2 亿元，占比 20.62%。

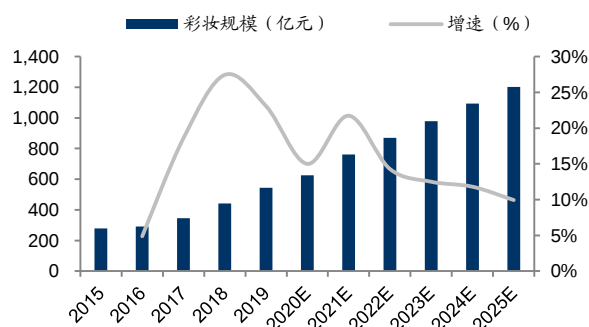
根据公司招股说明书数据，预计 2025 年美妆行业规模将达到 4664.5 亿元，2019-2025 年 CAGR 为 10%，其中彩妆类预计规模达到 1201.8 亿元，CAGR 为 14.2%，增速领先整体行业；护肤类规模达到 3462.7 亿元，CAGR 为 8.8%。

图 18：中国美妆市场规模及复合增速（亿元、%）



资料来源: CIC (转引自逸仙电商招股书)、国信证券经济研究所整理
注: 人民币兑美元汇率按 6.7896

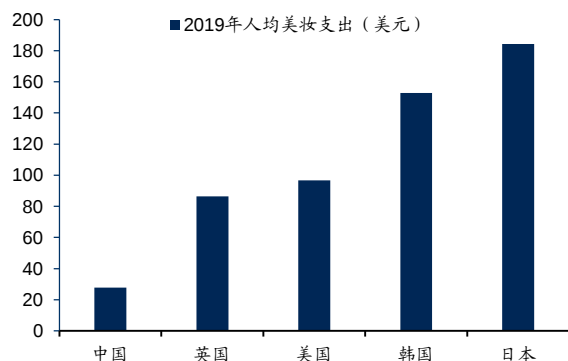
图 19：中国彩妆规模增速较快（亿元、%）



资料来源: CIC (转引自逸仙电商招股书)、国信证券经济研究所整理
注: 人民币兑美元汇率按 6.7896

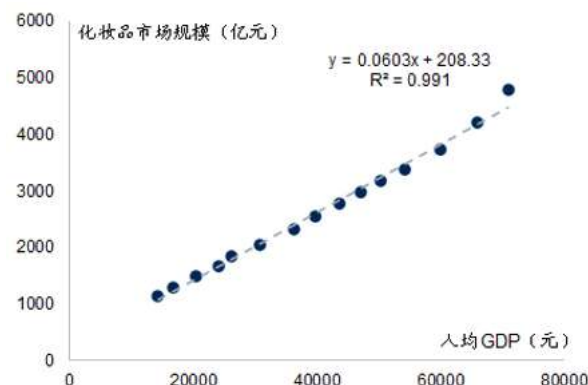
人均支出看，2019 年我国人均美妆支出为 27.7 美元，英国、美国分别为 86.5 美、96.6 美元，地理位置相近的韩国、日本分别为 152.8 美元、184.4 美元。相较于国际上其他国家，我国人均美妆支出目前来看仍有较大空间。预计随着我国人均 GDP 不断提高，美妆市场规模及人均支出有望持续提升。

图 20：中国人均美妆支出仍有较大提升空间



资料来源: CIC (转引自逸仙电商招股书)、国信证券经济研究所整理

图 21：美妆市场规模和人均 GDP 相关性



资料来源: Wind、逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

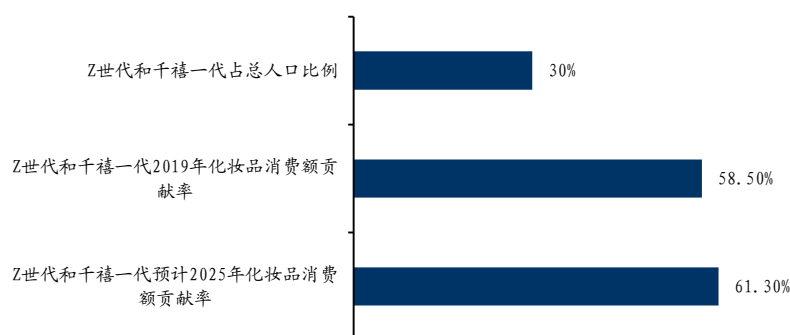
彩妆品类在整个美妆市场中规模次于护肤品，但增速水平最高，主要得益于：一方面本身规模基数相对较低，随着行业年轻化进程的加快，消费意识的崛起，行业的爆发力极强；另一方面，彩妆一定程度上是最为适合当前社交电商红利

的品类，也是目前电商带货的最主要化妆品品类，具体来看：

➤ 年轻化进程加快，消费意识崛起

我国 Z 世代、千禧一代人口数量庞大，截至 2019 年底分别为 1.71 亿和 2.32 亿，是美国相应人口数量的 3.9 倍和 5.0 倍。年轻消费者对化妆品的偏好较高，**尽管占总人口比例不到 30%，但是贡献了 2019 年化妆品消费额的 58.5%，这一比例预计在 2025 年将达到 61.3%。**随着消费者教育进一步推进，未来美妆消费人群将持续增加，同时现有年轻消费群体的客单价也将随着收入水平提升而有所提高，带动整体市场规模稳步提升。

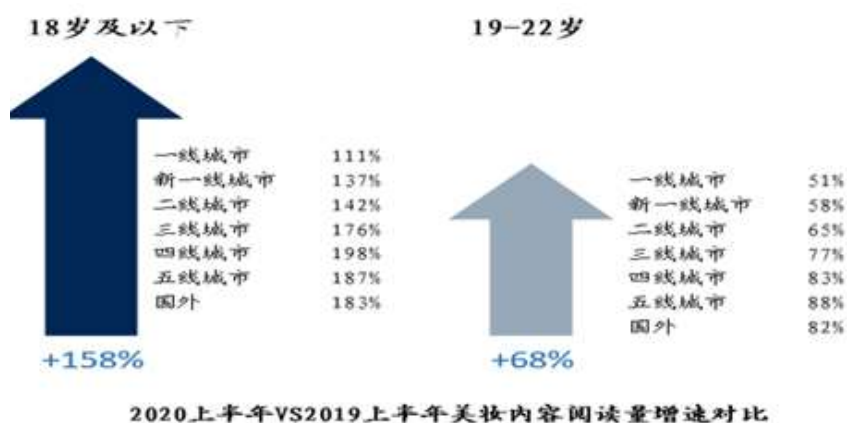
图 22：年轻消费者美妆市场消费额贡献率较高



资料来源：CIC（转引自逸仙电商招股书）、国信证券经济研究所整理

从各年龄层人群的兴趣分布可以看出，Z 世代线上内容获取表现出更大的主动性，对于美妆内容尤其喜好，**其中 18 岁以下人群 2020 上半年美妆内容阅读量同比增长达到 158%；19-22 岁人群 2020 上半年美妆内容阅读量同比增速 68%。**

图 23：年轻群体对于美妆内容阅读量的增速情况及城市级别分布



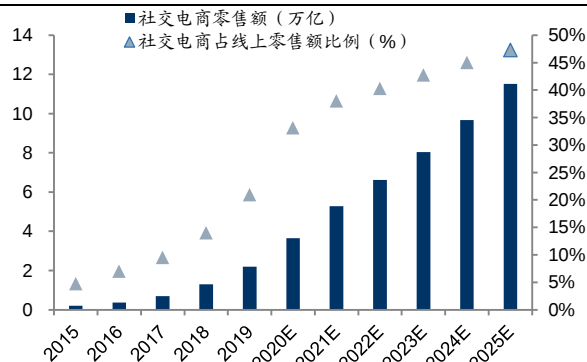
资料来源：小红书、国信证券经济研究所整理

➤ 电商红利涌现，彩妆品类受益明显

电商零售额规模近年来迅速扩张，**社交电商平台快速崛起，化妆品整体而言充分享受线上红利。**我国是全球最大、增长最快的电商市场，拥有数量最多的互联网用户和网购消费者，根据 CIC 报告，我国电商渗透率由 2015 年的 12.9% 提升至 2019 年的 25.8%，预计 2025 年将达到 35.0%。2019 年我国社交电商市场规模为 2.2 万亿，2015-2019 年 CAGR 为 82.1%，预计 2025 年将达到 11.5 万亿，2019-2025 年 CAGR 为 31.9%。

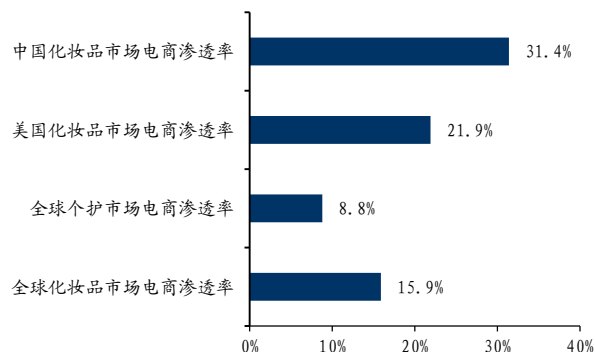
社交电商占线上零售额比例由 2015 年的 4.7% 提升至 2019 年的 20.9%，预计 2025 年将达到 47.3%。相较于其他消费品，我国化妆品的电商渗透率较高，2019 年为 31.4%，高于美国和全球渗透率水平。

图 24：中国社交电商零售额（万亿）及占比（%）



资料来源：CIC（转引自逸仙电商招股书）、国信证券经济研究所整理
注：人民币兑美元汇率按 6.7896

图 25：中国化妆品市场电商渗透率高于全球水平

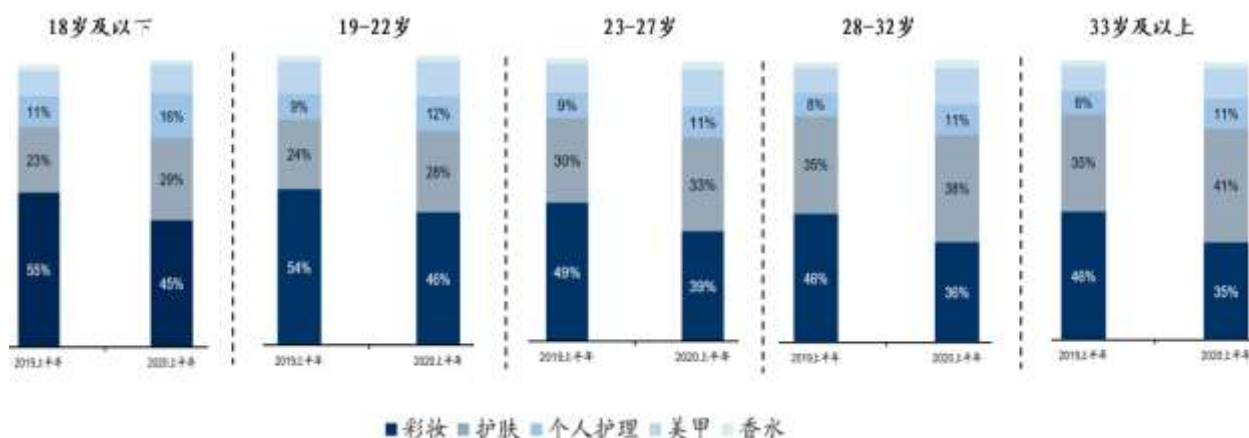


资料来源：CIC（转引自逸仙电商招股书）、国信证券经济研究所整理

随着近年社交电商的崛起，促使种草属性较强的美妆行业得到快速发展，相关品牌通过短视频、直播、图文等多种形式开展内容营销，有效推动品牌知名度提升和流量转化率提高。其中，彩妆又是美妆中相对而言最为适合现阶段社交电商新媒体营销的细分品类。相较于护肤的长期性、功效性，彩妆其更侧重于潮流热点、妆容表现、搭配技巧的特点，使得其能够通过试色、教程等内容营销手段实现销售效果的最大化。

从小红书美妆行业不同年龄段消费群体各品类阅读量来看，彩妆品类占据绝对主导地位。如 2020 上半年 18 岁及以下/19-22 岁人群对于彩妆品类阅读量分别同比增长 45%/54%，显著高于个护等品类。尽管随着年龄增长，护肤和个护品类增势较强，但总体而言彩妆仍然受最多人关注和阅读。

图 26：2020 年上半年小红书不同年龄段消费群体对各品类阅读量及变化趋势



资料来源：小红书、国信证券经济研究所整理

竞争格局：新锐国货加速崛起，完美日记市占率领跑本土品牌

从市场竞争格局看，中国彩妆行业仍以国际品牌为主。据欧睿国际数据，2019 年彩妆品牌销售额市占率前三分别为美宝莲、迪奥、巴黎欧莱雅，市占率分别达到 9.1%/6.6%/6.4%。其中完美日记以 4% 的市占率已经跃居第六，同时是市占率最高的国产本土品牌。

表 3：2010-2019 年中国彩妆行业市场占率 TOP10 品牌

品牌	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
美宝莲	20.9	20.6	21.2	20.3	18.9	17.4	15.7	13	11.2	9.1
迪奥	3	3.2	3.1	3	3.1	3.1	3.4	4.7	6.2	6.6
巴黎欧莱雅	10.5	10.8	10.7	10.1	9.8	9.4	8.5	7.7	7	6.4
圣罗兰	-	-	-	0	0.2	0.5	1.1	2.2	4.2	5
魅可	0.7	0.7	1	1	1.1	1.2	1.6	2.2	3.4	4
完美日记	-	-	-	-	-	-	-	1.7	2.4	4
阿玛尼	0.2	0.3	0.3	0.4	0.6	0.8	1.1	1.6	2.6	3.6
兰蔻	1.3	1.4	1.6	1.6	1.7	2	2.4	2.6	3	3.5
卡姿兰	2.5	3	3.7	4.3	4.6	5	4.9	4.5	4	3.4
香奈儿	1.7	2.1	2.2	2.2	2.4	2.2	2.1	2.5	2.8	2.8

资料来源:欧睿国际、国信证券经济研究所整理

如前文所述，不同于护肤品，彩妆品类对产品的时尚度要求较高，整体上产品风格变化迅速，品类迭代速度较快，更加考验企业的快速推新能力。国际品牌以往占据和引领主流市场的主要原因在于通过早期对国内消费者的教育，一定程度上他们就代表了时尚的风向标。但近年来，以互联网新锐国货为代表的本土彩妆品牌也正在快速崛起，消费者对国货彩妆的认知度日益提升。据 CIC 调查数据，50.4%的受访者购买数量相当的国内外彩妆品牌；24.6%的受访者考虑购买更多的国货彩妆品牌；24.4%的受访者喜爱和信赖国货彩妆品牌；仅 0.5%的受访者倾向于只购买海外彩妆品牌。

图 27：国货彩妆品牌在中国消费者中的受欢迎程度



资料来源: CIC (转引自逸仙电商招股书)、国信证券经济研究所整理

具体来看，我们认为国货彩妆品牌仍有较大的发展机遇：

➤ 供应链日渐优化，高水准代工厂保障品质

除少数品牌具备自有产能外，大多数彩妆品牌采取 ODM/OEM 这两种代工模式，部分国际品牌通常委托代工厂进行产品的生产。随着全球知名代工厂先后在我国建立工厂以及国内代工企业技术水平提升，我国彩妆供应链日趋成熟和优化，为国内品牌崛起奠定基础。

表 4：国内主要 OEM/ODM 企业工厂情况

工厂	日产能	研发人数	配方数	专利数	面积
科丝美诗上海工厂	480 万 pcs	132	20000+	26	7 万平方米左右
韩国科玛无锡工厂	364 万 pcs	350	20000+	647	7.46 万平方米
莹特丽苏州工厂	-	900	17000+	100	-
上海臻臣上海工厂	80 万 pcs	62	5800+	6	1.5 万平方米

资料来源: 品观、国信证券经济研究所整理

注: 科丝美诗为建筑面积, 韩国科玛为总面积, 上海臻臣为生产车间占地面积

知名代工企业近年来产能不断扩大，生产效率亦逐步提升，科丝美诗上海工厂 2018 年 10 月创下单月产量 3000 万支的记录，随后在 2020 年 11 月又突破至 4000 万支。此外，研发能力持续加强下，代工厂在配方和专利方面均取得较大进展，有效促进品牌的新品推出和迭代。随着科丝美诗宣布启动“少量生产体

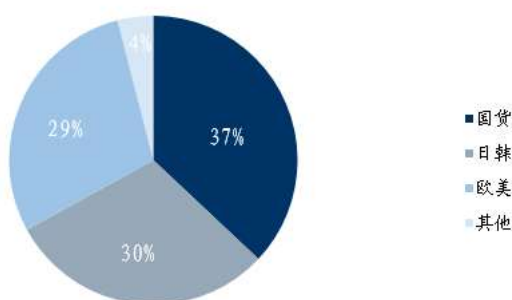
系”，通过少量生产试销判断市场定位精准度，品牌试错成本将显著降低，未来国内彩妆品牌有望进一步加快新品推出速度。

➤ 本土审美意识觉醒助力本土彩妆发展

彩妆展现的是消费大众自身审美的偏好的变化，也是一种本土主流文化符号的象征之一。我们从日本彩妆变迁可以看出，彩妆产品的发展也是本国经济水平、本土文化发展的外在体现，而随着我国本土审美意识的觉醒，本土品牌也将迎来更大的发展机遇，当前中国风美妆盛行就是体现之一。

数据也开始显示我国年轻消费者对国际大牌热衷度有所降低。90后、00后更愿意尝试具有高性价比和个性化表达的新锐品牌，Z世代、小镇青年等群体往往有着较强的文化自信，对于国货是较为友好的，购买国货品牌的意愿也在不断提升。如天猫平台数据分析显示，70后、80后仍较多的选择国际化的品牌作为主要消费目标，但是95后、00后对于对国货的认可超过了进口品牌。据QuestMobile统计数据，美妆人群对国货关注度超过欧美、日韩品牌，TOP100品牌中国货以37%占比排第一。总体上这些都具备一定品牌力的国产龙头，在当前消费主力的年轻群体中提升影响力带来了有利环境。

图 28：美妆人群关注度 TOP100 品牌分布情况



资料来源：QuestMobile、国信证券经济研究所整理

图 29：日本本土审美崛起推动彩妆发展



资料来源：品观网、资生堂、国信证券经济研究所整理

而本身在营销宣传层面，本土品牌对国内不断变化的消费者偏好了解更深入，在数字营销上也更为擅长，这也进一步提升了现在年轻群体对国货的好感度。如花西子突出东方印象以浮雕工艺打造百鸟朝凤彩妆盘，完美日记携手中国国家地理推出十六色眼影盘，均受到消费者大力追捧成为现象级产品。

新锐彩妆双雄 PK：完美日记 VS 花西子，不同思路同样优秀

完美日记和花西子作为国内彩妆领域两颗光芒耀眼的新星，均是在近三年间涌现出来的新锐国货品牌，两者凭借着对新媒体营销手段的充分应用，电商化运营方式的熟练掌握，以及突出产品的差异化打造，实现了销售额的爆发式增长。

但两者在产品的定位和塑造上又有着较大差异，导致在具体发展过程中的运营策略也有着较为不同的侧重点，一定程度上也代表了当前国货彩妆品牌的两种不同的发展思路，即 1) 完美日记：通过短平快的产品迭代，打造平价大众化的高性价比产品，培养挖掘年轻用户实现销售爆发；2) 花西子：通过塑造品牌差异化锚点，讲述独特产品故事，顺应用户消费升级趋势实现量价提升。

表 5：完美日记与花西子简要对比

	完美日记	花西子
产品定位	大牌平替，性价比	古典国风，匠心工艺
理念	美不设限	东方彩妆，以花养妆
用户画像	18-28 岁学生党、都市女性、小镇青年	20-30 岁职场白领、传统文化爱好者
价格带	39-129 元	69-249 元
研发生产	KOL、消费者共创；合作代工厂定向开发并生产	用户共创、参与式开发；代工厂生产
营销	小红书、淘宝直播为主，微博、微信、抖音、快手均有布局	李佳琦直播间为主，微博、抖音、小红书、微信等亦有布局
渠道	电商平台、微商城、线下门店	电商平台

资料来源:公司官网、天猫、微博、国信证券经济研究所整理

➤ 团队背景：电商背景赋能，过往产品运营理念有所不同

品牌背后的创始团队在品牌成长过程中有着不容忽视的作用，一定程度上决定了一个品牌的基因。完美日记创始人黄锦峰曾任职于宝洁并曾担任御泥坊 COO，联合创始人陈宇文、吕建华曾任职于以纯电商部门。而花西子创始人花满天（吴成宝）出身园林设计专业，曾在壹网壹创担任百雀羚品牌运营总监，期间协助开发了民国复古风的“三生花”系列产品，自主创业后代运营丹姿水密码店铺，还曾操刀玛丽黛佳“DIY 我的 eye（爱）”整合营销活动。

表 6：完美日记及花西子创始团队背景情况

公司	姓名	职位	履历
完美日记	黄锦峰	创始人、首席执行官	曾任宝洁调研经理、御泥坊副总裁。
	陈宇文	首席运营官	曾任广东证券投资经理、以纯电子商务部总经理。
	吕建华	首席营销官	曾任海达集团物流经理、以纯电子商务运营总监。
花西子	花满天（吴成宝）	创始人	曾任壹网壹创百雀羚品牌运营总监。

资料来源:公司公告、聚美丽、国信证券经济研究所整理

从创始团队的履历来，两大新锐品牌的运营团队均有极为丰富的线上化渠道运营经验，但在产品运营层面略有不同，完美日记团队的过往产品运营更偏快消和大众化品牌运营，因而一定程度上赋予了完美日记品牌其短平快的产品基因，花西子团队则具备较为丰富的内容营销能力，善于塑造产品故事，从而也打下了差异化品牌发展路线的基础。

➤ 产品定位：品牌形象各有侧重，不同方向切入塑造产品力

从品牌定位来看，如前文所述，两者在发展之初就有着较为不同的侧重点：完美日记此前主要定位“大牌平替”主打性价比，主要目标群体为 18-28 岁学生党、都市女性、小镇青年，件单价一般在 39-129 元之间，爆款产品价格基本在百元以内；但近期完美日记也有意进行品牌提升，官宣代言人周迅并推出小细跟口红，强调“美不设限”理念。花西子定位古典国风、匠心打造，主要目标群体为 20-30 岁职场白领、传统文化爱好者，件单价一般在 69-249 元，爆款产品价格基本在 100-200 元之间。

图 30：完美日记与花西子主要产品及价格



资料来源:天猫、国信证券经济研究所整理

从切入品类来看，完美日记初期产品以眼部、唇部为主，属于彩妆里规模较大的品类，其色彩度、时尚感、新鲜感是主要特质。眼影品类虽然品牌较多，但现象级爆品较少，因而相对适合新玩家进行突破，而口红、唇釉等品类便于寻找对标品牌从而打造“大牌平替”标签。

花西子初期以面部的蜜粉、散粉为主，该品类的同价位品牌较少，消费者认知度较广的纪梵希四宫格散粉基本在 400-550 元，悦诗风吟基本在 40-50 元，花西子则以 150 元左右的价格切入市场抢占了价格真空带。

➤ 研发生产：立足市场沟通用户，借助代工生产外包

首先，两者在产品研发中均极为强调“消费者洞察”，打造满足消费者需求的产品：完美日记在新品研发时进行大量市场调研及数据分析，深度沟通 KOL、消费者进行改进；花西子坚持用户共创模式，设立之初便打造“用户体验官”计划，通过发放红包、赠送样品等方式邀请用户内测，使产品更符合市场趋势。

其次，在生产过程中，两者均通过合作代工厂的方式实现外包，通过借力比肩国际水准的上游供应链，以较少的投入实现高品质产品的不断推新。

图 31：花西子持续推出用户体验馆计划



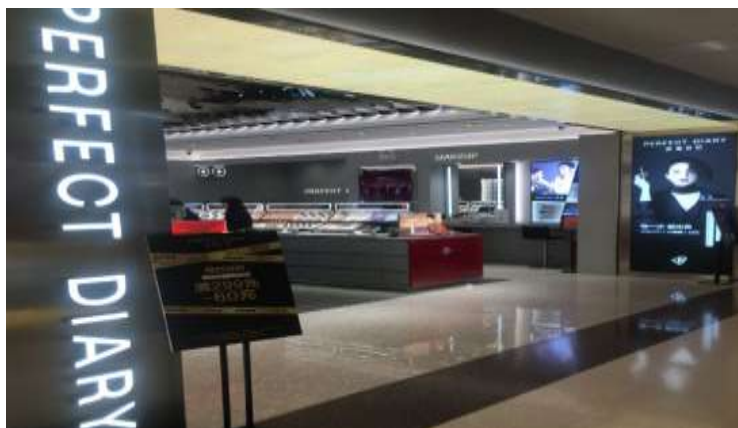
资料来源:微博、国信证券经济研究所整理

➤ 渠道布局：均以线上平台起家，完美日记逐步开启全渠道布局

完美日记和花西子均从线上起家，主要发力线上渠道。完美日记早期主要发力小红书、淘宝直播，辅以抖音、微博等，并通过电商完成转化，其后再部分导

流至微信私域运营。此外，2019 年开始，完美日记开启线下体验店，于 2020 年 9 月底数量达到 200 家，逐步实现全渠道布局。

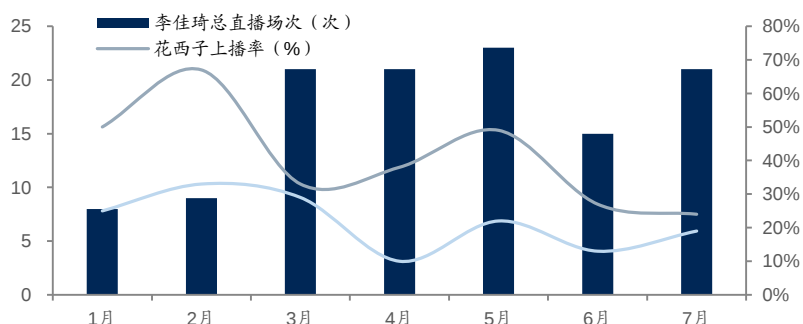
图 32: 完美日记线下门店



资料来源:大众点评、国信证券经济研究所整理

同时，两者均充分受益近年来崛起的社交电商中直播带货渠道红利：完美日记早在 2017 年便试水淘宝直播，随后快速进入抖音、快手等多个新媒体平台，进行网红 KOL 带货布局。花西子早期就深度绑定李佳琦直播间，并于 2019 年宣布李佳琦出任首席推荐官，合作超头部 KOL 之外，花西子亦布局抖音、小红书、B 站等社媒带货平台。

图 33: 李佳琦直播间花西子/完美日记直播数情况（2020 年 1-7 月）



资料来源:李佳琦直播间（转引自品观网）、国信证券经济研究所整理

营销助力：充分受益社交媒体红利爆发，围绕产品定位强化消费者心智

如前文所述，社交电商发展红利是近三年化妆品行业，特别是彩妆行业爆发的最大催化因素，而完美日记和花西子均是这一过程中的代表受益品牌。虽然两个品牌早期在具体的平台侧重上略有不同，但目前均已实现全平台覆盖，通过大力开展内容营销，以短视频、图文、直播等多种形式进行品牌推广，实现了消费者心智的快速抢占。

从营销的切入点来看：完美日记成立之初选取时尚圈作为切入点，先后亮相米兰时装周、上海时装周等活动，充分吸收国际与国内时尚元素，进而立足“美不设限”理念，并借此多次展开国际、国内跨界联名。而花西子则强化“东方彩妆”定位，在包装及设计上均选用古典传统元素，如小轩窗、京剧等。2020 年 9 月依托苗族非遗文化，与李佳琦共创“苗族印象”高定系列，进一步深化国风标签。

图 34: 完美日记推出跨界联名



资料来源：微博、天猫、国信证券经济研究所整理

图 35: 花西子推出苗族印象



资料来源：微博、国信证券经济研究所整理

从品牌宣传所选择的代言人来看：完美日记先后官宣的其他代言人及品牌大使人选上涉及演员、歌手、人气偶像等多个圈层。2020 年 10 月官宣周迅、Troye Sivan 两位国际上享有盛誉的明星分别担任全球代言人、品牌大使，显露其推动品牌力提升的思路。花西子在代言人选择上较多注重与品牌调性契合度，2020 年 1 月官宣形象代言人杜鹃，随后宣布首位代言人鞠婧祎，签约品牌大使周深，并联合周深、方文山共创《花西子》，进而不断突出“东方彩妆”定位。

图 36: 完美日记部分代言人（其中部分合作已到期）

日期	合作艺人	Title
2018年4月9日	王鸥	品牌时尚大使
2018年8月9日	李子璇	七夕特选品牌大使
2018年8月23日	朱正廷	彩妆代言人
2019年1月23日	沈月	新春大使
2019年5月13日	杨超越	彩妆代言人
2019年4月25日	刘承羽	品牌形象大使
2019年7月29日	文淇	品牌灵感大使
2019年9月12日	吴青峰	彩妆能量大使
2020年3月25日	罗云熙	色彩代言人
2020年8月24日	THE9-许佳琪	彩妆大使
2020年10月19日	周迅	全球代言人
2020年10月27日	troye sivan	品牌大使

资料来源：微博、国信证券经济研究所整理

图 37: 花西子代言人



资料来源：微博、国信证券经济研究所整理

从完美日记看新锐品牌成长要素：DTC 模式洞察用户

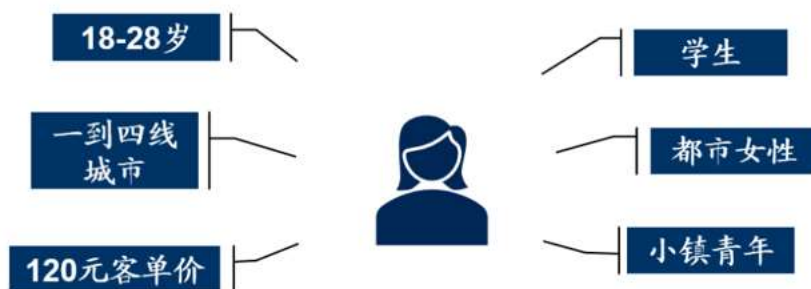
需求，三维度共建品牌力

核心策略：明确高性价比定位，DTC 模式洞察需求，数字化赋能全局

➤ 明确品牌定位是一切的基础：

对于产品销售而言，我们认为定位是运营的基础，一切具体化的产品战略均需围绕产品的定位展开。就完美日记而言，在过去三年发展历程中，“大牌平替”是我们所认为的公司核心产品定位策略。这一定位下，公司产品用户画像主要为 18-28 岁年轻群体，来自或生活于国内一到四线城市，身份以学生、都市女性、小镇青年居多。这部分用户群体的特征在于：对于新兴美妆产品的接受度较高，但消费习惯尚未完全成熟，且整体消费能力仍有提升空间，因此紧跟时尚潮流，兼具性价比优势的品牌对其而言具有极高的吸引力。

图 38：完美日记用户画像



资料来源：逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

➤ DTC 模式保障消费者洞察

在明确品牌定位后，则需要确保后续运营紧密围绕目标用户需求。而公司采取 DTC（Direct-to-Customer，直接触达消费者）模式运营，与消费者建立直接联系并形成紧密互动关系，保障了时刻有效洞察消费者需求，在快速实现产品销售的同时也通过深度互动了解定位用户的需求变化以及消费偏好，从而指导研发端实现产品的有效迭代，并指导营销投放精准触达消费者，从而有效建立消费者心智。

图 39：逸仙电商 DTC 运营模式



资料来源：逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

截至 2020 年 Q3, 公司 DTC 客户数量达到 2350 万人 (+50%), 客单价达 120.7 元 (+13%)。同时, 直接面向用户的宣传与互动带来了复购率显著提升, 2019 年 Q3 前首次购买后一年内再次购买一次以上客户的比例为 41.5%。

➤ 数字化赋能渠道、营销及研发, 三维度共建品牌力:

在 DTC 模式下, 公司进一步通过渠道、营销以及研发三方面共同发力, 最终实现品牌力的持续提升。首先, 数字化布局下, 渠道已不单单只是承担销售的职能, 更是品牌与用户沟通的桥梁。并且通过核心平台的构建, 减少产品从生产商流通到消费者的中间环节, 压缩了渠道加价倍率, 从而也保障了产品的性价比; 其次, 研发生产出好的产品是品牌运营的基础, 公司通过合作国际品牌代工厂强化“大牌平替”标签, 在保障产品品质的同时能够实现产品物美价廉, 并有效提升快反水平。此外, 数据驱动的饱和式营销帮助公司在迅速抢占消费者心智的同时能够提升营销 ROI 水平。下文我们将对这三方面进行具体分析:

图 40: 产品、渠道、营销多因素助力逸仙电商享受平台红利



资料来源: 逸仙电商招股书、国信证券经济研究所分析整理

研发生产: 数字化保障消费者需求为出发点, 携手大牌代工厂保障质量

首先在研发环节中, DTC 数字化模式下保障完美日记充分融合市场趋势和消费者偏好, 并通过扁平化流程组织保障推新速度。目前公司新品研发周期可缩短至 6 个月。以 2020 年重磅推出的“小细跟”口红研发过程为例。高跟鞋的经典细跟这一灵感出现后, 团队通过八十多次改版吸纳市场反馈进行修改, 最终确定产品外观。选色时结合市场数据分析并与大量 KOL、消费者深度沟通, 还与超头部 KOL 李佳琦进行共创, 有力保障新品流行度和消费者喜爱度。

图 41: 完美日记小细跟研发过程



资料来源: 微博、国信证券经济研究所整理

2) 其次, 公司通过自建以及外部合作方式, 积极推进基础研发技术的提升。在 2020 年 6 月, 公司自建的产品研发中心落地广州, 具备原料质量检测、配方开发、技术探索、功效测评、感官测评、安全性测评等功能。2020 年 12 月, 公司与在合成色素和天然色素领域居于世界领先地位的森馨科技达成战略合作关系, 双方共同组建的创新色彩联合实验室在上海、广州、新加坡三地同步挂牌成立。未来随着内部产能及研发中心逐渐落地, 产品品质有望得到进一步保障, 有助于公司品牌调性提升和产品口碑强化。

图 42: 创新色彩联合实验室



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

图 43: 逸仙电商联合色彩实验室四大研究方向



资料来源:公司微信公众号、国信证券经济研究所整理

3) 此外, 在生产环节, 完美日记也充分借助外脑赋能, 采用 ODM、OEM 模式进行产品生产。通过合作国际大牌在国内的主要代工厂, 完美日记能够在保障产品高品质的同时, 紧密跟随流行趋势打造新款爆品。同时为进一步保障产品生产质量, 公司招募大量长三角、珠三角驻厂代表加强品控, 负责验收、检查原辅材料及成品仓库, 并对每一批成品进行抽检。同时, 公司在 2020 年 3 月宣布与科丝美诗合作投资近 7 亿元打造研发和生产基地, 预计 2022 年投产, 预计产值可达 20 亿元。

表 7: 逸仙电商合作国际大牌代工厂

主要代工厂	代工品牌
科丝美诗	完美日记、迪奥、BOBBI BROWN、欧莱雅、兰蔻、YSL、香奈儿、MAC
莹特丽	完美日记、迪奥、兰蔻、阿玛尼、欧莱雅、雅诗兰黛、海蓝之谜、资生堂、玫琳凯、香奈儿、高丝
上海臻臣	完美日记、宝洁、玉兰油、欧莱雅、雅诗兰黛

资料来源:增长黑盒、国信证券经济研究所整理

全渠道布局: 全渠道直接触达消费者, 深度交互提升复购

在具体的渠道运营布局上, 公司从线上起家, 目前已完成全渠道布局。公司首先通过各平台官方账号、直播短视频、线下体验店以及站内投放多点触达消费者, 并引流线上平台和线下门店进行成交。并在销售过程中, 基于优质且丰富的公众号、小程序、朋友圈推广内容和优惠活动, 引导用户通过公司的社群、微信方式进行私域留存, 并在后续持续推动精细化的运营提升用户复购意愿, 并最终在天猫、微信商城等完成持续的成交转化。

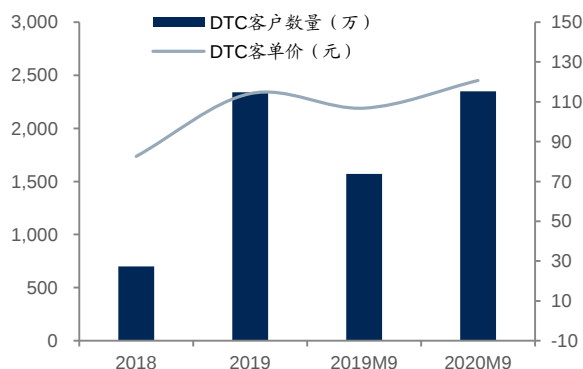
图 44: 逸仙电商的全渠道布局



资料来源: 逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

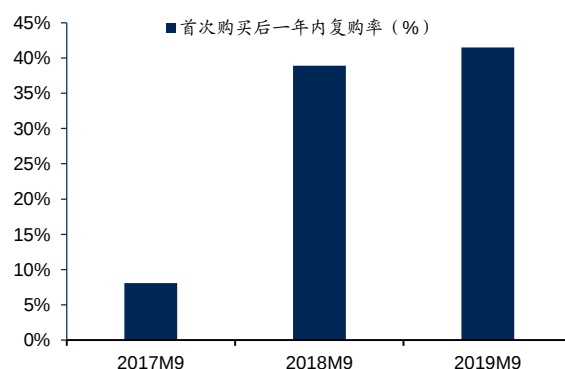
2019 年 1 月, 逸仙电商开启新零售战略, 提出三年内开 600 家线下店计划。到 2020 年 6 月 24 日已经达到 100 家, 并在随后线下布局提速, 2020 年 9 月 28 日达成 200 家线下体验店目标, 10 月 30 日覆盖全国 100 个城市。从门店分布来看, 一半以上为三至五线城市, 从而有效延伸用户接触点, 提高下沉市场对品牌的认知度。通过致力于打造线上线下全渠道消费者触达, 公司从服务、体验、产品各层面更加深入地了解消费者, 进一步加强用户数据收集能力。

图 45: 逸仙电商 DTC 客户数量 (左轴) 与客单价 (右轴)



资料来源: 逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

图 46: 消费者首次购买后一年内复购率逐年攀升



资料来源: 逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

社媒营销: 精准投放+饱和式营销, 跨界联名爆品不断

数字驱动: 借助 DTC 模式下获取的舆情数据、订单数据、消费者行为数据、消费者偏好数据等, 公司进一步充分发挥数据中台的分析优势, 精准定位目标群体, 从而在多平台投放定制化的营销内容, 并通过与 KOL、KOC 合作达到饱和式营销效果。而代言人、联名对象的选择在考虑品牌调性之外, 同样也是基于大数据分析, 从而最大程度的有效建立起消费者心智。

图 47：逸仙电商数据中台赋能营销推广



资料来源：逸仙电商招股书、逸仙电商官网、国信证券经济研究所整理

新媒体营销：具体来看，公司早期聚焦小红书平台进行内容投放提升品牌知名度，其后在微博、B 站、抖音、快手等年轻人聚集地开设官方帐号与用户深度互动，同时开启淘宝直播带货模式，结合站内效果投放工具完成流量变现。通过新媒体平台与年轻消费用户进行深度沟通交流，公司实现了全渠道营销模式的打造，基本覆盖目标群体活跃空间，借助饱和式营销提高目标群体触达率，同时强化品牌认知占领消费者心智。截至 2020 年 9 月 30 日，公司在国内电商和社交平台所有官方账号粉丝数超过 4800 万。

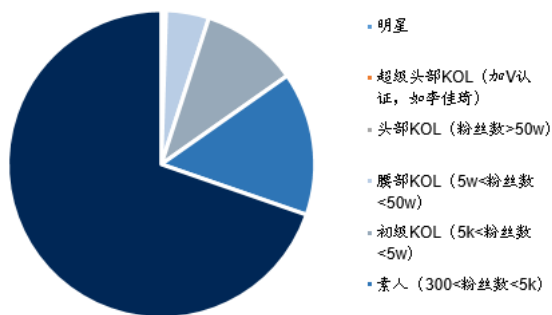
图 48：逸仙电商拥有并运营多个社媒官方账号



资料来源：微博、小红书、抖音、国信证券经济研究所整理

KOL 营销：公司是首批大规模投放 KOL 营销的美妆企业，截至 2020 年 Q3，累计与近 1.5 亿个 KOL 建立合作关系，其中超过 800 个 KOL 拥有百万以上粉丝。除了头部 KOL 和明星，公司更多投放于中腰部 KOL 营造全网热议氛围。公司通过专有的 KOL 管理系统省去中介环节直接开展合作，同时建立自有 MCN 机构，基于数字模型中 KOL 绩效与用户反响，优化双方合作方式并针对不同 KOL 定制化投放内容，使营销效果最优化。

图 49: 逸仙电商投放营销内容时合作不同类型 KOL



资料来源:增长黑盒、国信证券经济研究所整理
注:路人基本为消费者自发分享

图 50: 公司推出多款富有创意的跨界联名产品



资料来源:公司官网、天猫、微博、国信证券经济研究所整理

跨界联名: 针对追求个性化的目标消费者,完美日记先后与大英博物馆、DISCOVERY 频道、中国国家地理、大都会博物馆等联名推出眼影及口红;小奥汀分别与 TOM and JERRY、POP MART 联名推出腮红及眼部产品。产品一经推出便引发购买热潮,叠加社媒推广和自发讨论产品热度进一步提升,在公司营销策略加成下不断打造出爆品。

从完美日记看新锐品牌发展演绎：获客提效和多品牌为重要抓手

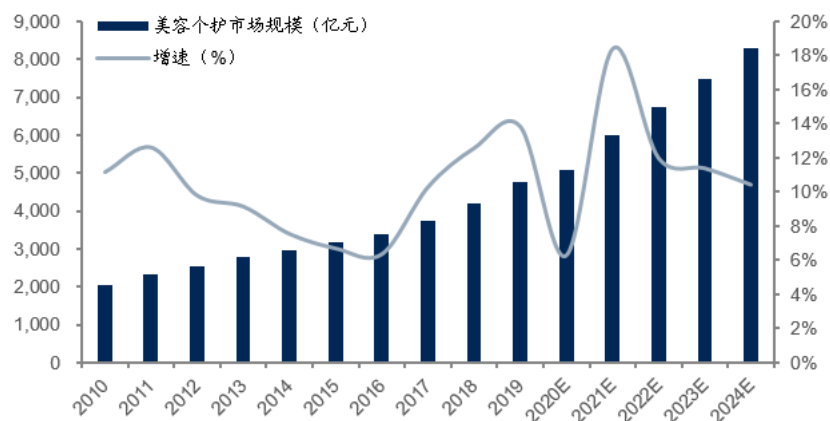
如前文所述，完美日记母公司逸仙电商精准定位目标群体，借势社交电商崛起红利，大力开展内容营销及直播带货，从一众国产美妆品牌中脱颖而出成为新锐国货品牌龙头。在国际大牌“放下身段”发力线上渠道、新国货品牌不断涌现的背景下，我们认为逸仙电商要想立足脚跟并实现持续成长，仍需要在持续的精准流量获取和有效的客群维护，以及开拓新品牌等层面打开局面，而这也是所有新锐美妆品牌需要去考虑和实践的问题。

发展空间来源：行业红利持续驱动，国产替代加速推进

总体上，我们认为公司未来进一步发展空间主要来自于两个方面，一是所处赛道发展红利下享受的市场增量，二是实现对同定位的传统品牌替代，抢占现存市场份额。具体来看：

1) 我们预计随着消费升级支撑下的年轻化和低线化加速，彩妆行业渗透率和客单价有望持续提升，包括彩妆在内的整体美妆行业未来几年预期将维持较高增速，赛道红利仍将是品牌发展的底层推动力，包括逸仙电商在内的新锐美妆品牌公司有望顺应趋势获取更多的潜在消费者，享受增量带来的空间。

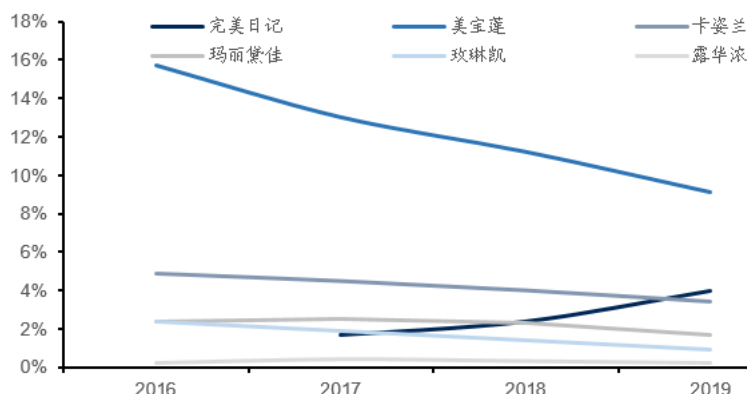
图 51：中国美妆个护行业零售规模及预测情况（亿元、%）



资料来源：欧睿国际、国信证券经济研究所整理

2) 新锐品牌的增长也来自于对传统品牌的存量替代，这种替代的大背景往往是在行业渠道更迭，产品推新，以及营销手段快速变化下，传统品牌由于运营的保守或是战略失误，导致未能抓住行业变革下的发展先机，进而被新锐品牌所取代。从近年来快速发展的彩妆行业来看，如下图所述，2017 年以来，美宝莲/卡姿兰等国内外大众彩妆品牌的市场份额出现下滑态势，而这一期间也正是完美日记的崛起之时：品牌 2018 年/2019 年彩妆品类市场份额较前一年分别提升 0.7pct/1.6pct，且预计今年其市场份额有望得到进一步提升。

图 52: 国内外彩妆品牌近年来市占率变化情况 (%)



资料来源: 欧睿国际、国信证券经济研究所整理

从完美日记的布局来看, 我们预计随着其品牌知名度的提升, 受益于存量的结构调整, 市场份额有望持续提升。如下表所示, 市占率排名相对靠前的大众彩妆品牌如美宝莲、卡姿兰、悦诗风吟等, 其品牌与完美日记在目标用户上重合度较高, 均立足于打造面向年轻消费群体的彩妆品牌。但在渠道营销等运营环节, 完美日记以线上为主, 并充分利用新媒体营销手段, 而这些品牌仍主要布局在传统的 CS、专柜等线下渠道, 同时营销手段也相对更为传统。

表 8: 完美日记对比相似品牌

	2019 年彩妆规模 (亿元)	用户客群	产品理念	价格带	渠道
完美日记	22.1	Z 世代、千禧一代	美不设限	39-90 元	天猫、京东、微信商城、专柜等
美宝莲	50.2	年轻女性	美丽成真·我不失真	59-179 元	CS、专柜、天猫等
卡姿兰	18.8	二三线年轻消费群体	卡姿兰品质·世界制造	59-109 元	CS、专柜、天猫等
悦诗风吟	12.7	偏爱韩妆的年轻女性	肌肤纯净之岛	45-109 元	专柜、天猫等

资料来源: 欧睿国际、国信证券经济研究所整理

注: 彩妆规模=2019 年彩妆零售额*品牌份额

我们综合考虑行业增长以及完美日记自身的市占率提升, 去测算完美日记品牌潜在的销售规模: 根据欧睿国际数据, 我国彩妆行业规模 2019 年为 551.89 亿元, 假设未来五年内完美日记品牌的市场份额能够提升至当前行业市占率第一美宝莲的约 9% 水平, 并假设彩妆行业保持 15%-18% 的复合增长, 则预计完美日记品牌未来五年内的销售规模将达到 100-114 亿元。

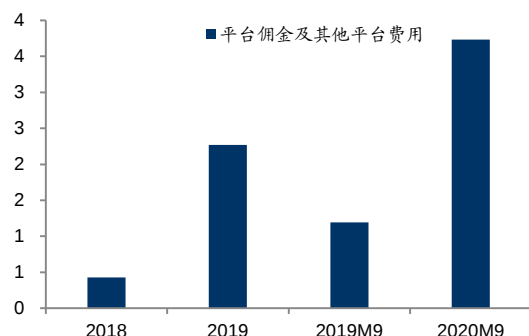
而为了达到这一发展水平, 公司未来需要持续提升流量的精准高效获取, 同时除了单一品牌发展以外, 公司也需要积极探索多品牌发展模式, 为公司长期发展提供第二增长来源点。

发展抓手一: 公域私域齐头并进, 持续强化数据分析能力

在当前流量成本快速上升的背景下, 公司前期通过“押宝”某一流量的饱和式营销打法很难持续复制, 未来更需要在全渠道的精细化运营, 实现高效率的精准流量获取, 并加强私域流量的运营能力, 降低获客成本并实现客单价和复购率的提升。

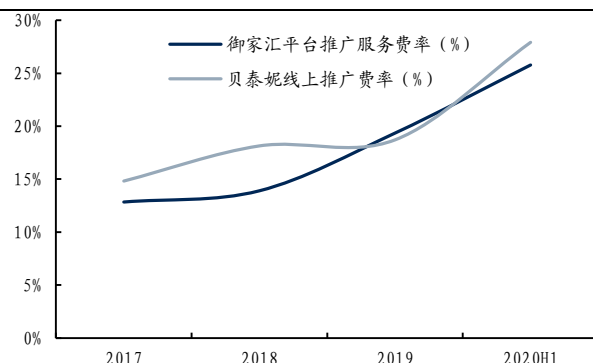
具体来看, 今年以来, 流量成本呈现上升态势。一方面, 国内外品牌无论大牌还是小众都积极跟进市场上新兴营销模式, 行业竞争日趋激烈, 各平台佣金及其他费用顺势上涨。同时, 内容营销和直播带货炙手可热引起各方争相涌入, 稀缺的优质 KOL 投放成本亦随之水涨船高。社媒营销正逐步由蓝海转向红海, 多数美妆企业平台推广费用/收入比不断提高, 企业获客成本也越来越贵。

图 53: 逸仙电商平台佣金及其他平台费用逐年上升(亿元)



资料来源: 逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

图 54: 御家汇/贝泰妮平台推广费率呈现上升趋势(%)



资料来源: 贝泰妮招股书、国信证券经济研究所整理

注: 御家汇平台推广服务费率=销售费用下的平台推广服务费/线上渠道收入; 贝泰妮线上推广服务费率=线上推广费用/(线上自营收入+大型 B2C 平台分销收入)

目前来看, 单纯依靠新媒体营销不再是解决一切销售问题的万能方法, 如何通过更精准的营销实现高转化率来提高投资回报率成为越来越多化妆品公司关注的要点。数据化系统的搭建或能为这一问题提供解决方案, 对此公司也拟将募投资金的 20%投入数据分析技术开发、产品开发、配方研发项目。

➤ 流量运营的精耕细作和私域布局的进一步完善

如前文所述, 在整体流量成本不断提升的背景下, 公司如何更好能够在尽可能提升投入产出比的前提下, 实现客群进一步有效获取, 以及对已获取的存量客群的需求进行进一步挖掘是下一步需要发力的方向。

自 2019 年开始, 公司开始着力私域流量的运营, 通过将前期公域流量投放后获取的消费者引流至微信公众号、个人号、社群等公司私域池, 借助内容中台、数据中台定期发布美妆教程、护肤知识、产品试色等内容及活动促销、限时秒杀等活动, 并对消费者进行标签化管理, 从而使运营更加精细化, 最终在优质营销内容和全域数据驱动下有效提高转化率及复购频次。

图 55: 逸仙电商打造私域流量池结构图



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

➤ 数据硬件基础设施的完善

精细化的运营也离不开数据化管理系统的搭建和完善, 截至 2020 年 9 月 30 日, 公司拥有 200 多名数据工程师组成的内部团队, 占总部员工人数的 20%左右, 显著区别于将数据开发功能外包的传统美妆企业。强大的技术团队开发了一系列内部系统, 如供应商管理系统、OMS 订单管理系统、KOL 管理系统、微信

商店等，有力的支撑了公司的全渠道 DTC 模式运营，并依托不断完善的数据中台整合分析各渠道直接获取的用户数据，能够快速捕捉需求新动向和偏好变化趋势，从而赋能数字营销、数字选品。

表 9：逸仙电商员工结构（截止 2020 年 9 月 30 日）

职能	员工人数	占比
配方研发、产品开发及供应链人员	113	3%
营销人员	249	7%
线上运营人员	183	5%
新零售业务开发管理	81	2%
数据和技术工程师	211	6%
线上销售和客户服务人员	1056	31%
线下美妆顾问	1196	36%
其他	266	8%
总计	3355	100%

资料来源：逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

发展抓手二：内部孵化外部收购，多品牌多品类布局

从国际品牌发展经验来看，多品牌战略是化妆品企业长期发展的必经之路。雅诗兰黛、资生堂、欧莱雅、爱茉莉太平洋等国际知名化妆品集团均通过内部孵化与外部收购布局多品牌多品类，形成较为丰富的产品矩阵。企业通过多品牌的发展有望在产品研发、上下游议价、营销投入上实现协同，并针对美妆行业需求变化迅速的特点，用不同品牌、品类覆盖不同用户群体，以品牌迭代发展的形式推动企业在不断变化的行业中维持整体稳定增长。

图 56：国际化妆品集团品牌矩阵



资料来源：聚美丽、公司官网、国信证券经济研究所整理

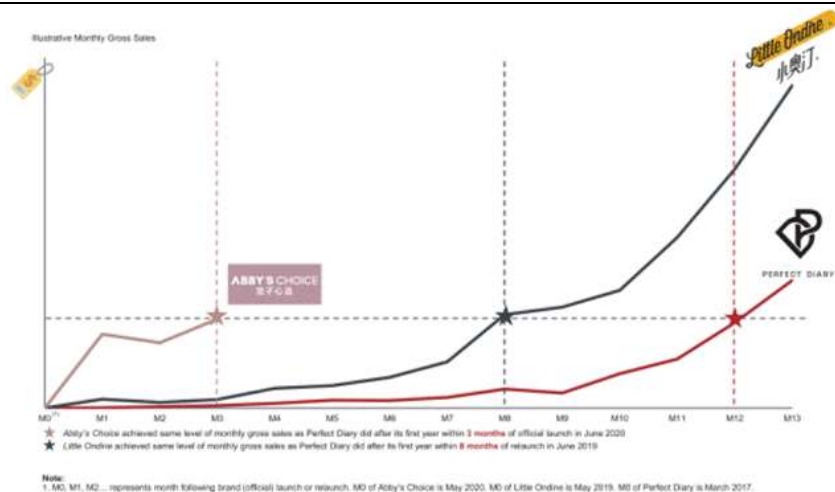
从公司发展的角度出发，预计未来的多品牌布局主要体现有两个方向：一是通过多品牌多品类对现有主品牌的用户群体潜在需求进行挖掘并满足，二是通过外延并购等方式获取成熟品牌，进而实现新用户客群的获取。

1) 对于方向一，公司未来可以从完美日记吸引的千万级客户群体中分离出更精准化、更具特点的消费者，通过推出与完美日记客户画像相近的但满足不同产品需求的品牌，以实现快速成长。这一类型的多品牌布局，可以通过内部孵化的方式，原有的渠道营销等策略能够实现有效的赋能，成功率也相对更高；

2) 对于方向二，公司更好的方式是通过外延收购，获取已经具备一定客群基础的品牌，实现对现有品牌在用户客群上的互补。但在这个过程中，对于不同定

位，不同品类的品牌运营中，其研发生产、渠道布局和营销方式都将可能与原有品牌有着显著差异，因而对于企业组织管理的升级和团队的搭建也有着更高的要求。

图 57：逸仙电商品牌孵化和外部收购收效较好



资料来源:逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

从公司当前品牌布局来看：在完美日记主品牌取得成功之后，公司先后通过外部收购潮玩彩妆品牌小奥汀，内部孵化推出大众护肤品牌完子心选实现多品牌初步布局。其中第二个品牌小奥汀在重新推出第八个月就达到了完美日记第十二个月的月销售额水平，第三个品牌完子心选则在正式推出第三个月达到这一水平，公司品牌孵化和拓展能力初步得到验证。而在 2020 年 10 月底公司收购法国高端护肤品牌 Galénic90%股权，有望通过其创始人地位、供应链基础、营销团队等赋能至公司护肤业务。而公司本次募集资金的 30%也将用于潜在的战略投资和收购，内生外延构建多元化品牌矩阵，不断向多品牌集团发展。

表 10：逸仙电商 IPO 募投项目

募投项目	预计投入金额（万美元）	占比
常规业务运营和其他用途	18506.3	30%
潜在的战略投资和收购	18506.3	30%
数据分析技术开发、产品开发、配方研发	12337.5	20%
线下体验店扩张	12337.5	20%

资料来源：逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

注：暂未扣除佣金、发行费用等

投资建议：推荐逸仙电商，关注珀莱雅及拉芳家化

逸仙电商：国货彩妆龙头，树新锐品牌成长标杆

我们分品牌对公司进行盈利预测，主要基于以下假设条件：

- 1) **完美日记品牌**：作为公司主品牌已拥有较高品牌声量，未来仍将享受彩妆行业快速扩张红利，并受益于存量市场品牌份额的提升。虽然上半年受疫情影响彩妆市场表现一般，但下半年随着疫情的好转行业整体有望实现一定复苏。完美日记品牌作为行业龙头，通过自身前期在渠道、产品和营销的大力布局，有望领先行业的增长水平，此外 2020 年以来研发中心及实验室不断落地，2021 年、2022 年或迎来自建工厂投产，产能和品质双重保障下促进品牌的持续增长。
- 2) **小奥汀、完子心选等其他品牌**：多品牌布局是公司未来的重要战略方向，两者虽然当前基数相对较低，但公司原有的渠道、营销及组织有望充分赋能新品牌增长，随着资源投入和产品推新力度的扩大，两者有望步入爆发式增长节点，且新品牌所定位的细分是市场具备较大的发展空间，未来几年可保持较高增速。

基于以上核心假设，我们对公司进行收入分拆及预测：

- 1) **完美日记**：预计该品牌 2020-2022 年分别实现销售收入 43.83 亿元/63.23 亿元/84.72 亿元，分别同比+48.06%/+44.26%/+33.98%。
- 2) **其他品牌**：作为新推出品牌，在推广投入加大下有望迎来大幅放量，预计 2020-2022 年分别实现销售收入 11.53 亿元/28.24 亿元/48.01 亿元，分别同比+1530.2%/+145%/+70%。

表 11：公司分品牌营收拆分及预测（百万元，%）

	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
完美日记	630.1	2960.5	4383.2	6323.0	8471.8
yoy		370%	48.1%	44.3%	34.0%
占比	99.20%	97.70%	79.2%	69.1%	63.8%
其他品牌	5.2	70.7	1152.8	2824.3	4801.3
yoy		1251%	1530.2%	145.0%	70.0%
占比	0.80%	2.30%	20.8%	30.9%	36.2%

资料来源：逸仙电商招股书、国信证券经济研究所整理

毛利率方面，总体而言相对稳定，2020 年受疫情影响略有下降，预计随着平台效应和规模效应逐步显现有望稳定回升。**履约费用率方面**，主要为仓储租金及人员费用、第三方运输费用，未来随着产品销量的增长摊薄费用从而呈现下降趋势。**销售费用率方面**，主要由①广告和营销促销费用，②平台佣金，③销售和营销人员费用，④线下体验店租金、折旧、人员费用等构成，预计随着新品推出和品牌力打造，公司短期销售费用率将有所提升。**管理费用率方面**，股权激励等因素使得 2020 年管理费用率高企，预期后续将回落至常态水平。**研发费用率方面**，随着公司对研发投入重视度提高，预计未来将略有增加。

综上，我们预测认为公司 2020-2022 年分别实现营收 55.36 亿元 91.47 亿元 132.73 亿元，分别同比+83%/+65%/+45%；2020-2022 年分别实现净利润 -10.91 亿元/-3.10 亿元/1.54 亿元，当前股价对应 20-22 年 PS 分别为 15/9/6 倍。

表 12: 公司盈利预测表 (百万, %)

指标	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入	635.3	3031.2	55.36	91.47	132.73
yoy		377.1%	82.63%	65.23%	45.10%
毛利率	63.50%	63.60%	63.20%	63.60%	63.80%
履约费用率	12.79%	9.90%	8.80%	8.60%	8.00%
销售费用率	48.69%	41.28%	50.80%	48.20%	46.40%
管理费用率	6.82%	6.91%	21.50%	8.50%	6.50%
研发费用率	0.42%	0.76%	1.00%	1.20%	1.40%
净利润	-40.1	75.4	-1091.35	-310.33	154.03

资料来源:逸仙电商招股书、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

由于公司尚处于亏损状态,因此我们主要将其与可比公司的 PS 估值进行比较,选取的公司主要为从事化妆品销售业务,并以电商渠道为主要驱动力的企业:壹网壹创、珀莱雅和华熙生物。如下表所示,与可比公司相比,公司 PS 水平仍有一定提升空间。

我们认为,公司所布局的彩妆赛道是化妆品行业中发展潜力空间最大,增速最快的细分领域。同时公司自身通过卓越的数字化运营能力,在短时间内做到了彩妆市场本土品牌第一,且初步具备与国际同价位品牌竞争的實力。此外,随着公司成功上市,未来借助资本的力量,在多品牌的外延布局上有着较大动力,从而有效增厚公司业绩,并实现长期迭代发展,因而有望享有一定溢价。

虽然短期由于公司加大线下渠道布局,本身处于开店后的爬坡期又遭遇疫情影响,同时新品牌的布局前期投入相对较大,因此拖累了公司利润,但随着品牌收入提升下带来的规模效应显现以及疫情好转后的线下实现盈利,我们预计 21 年下半年开始,公司有望逐步重回盈利轨道。

表 13: 逸仙电商可比公司估值

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	PS		
		2021/1/25		20E	21E	22E
603605	珀莱雅	195.20	392.58	10.28	7.72	6.25
300792	壹网壹创	125.57	181.13	11.58	8.50	6.84
688363	华熙生物	198.90	954.72	40.29	28.10	21.56
平均				20.72	14.77	11.55
YSG.N	逸仙电商	125.60	835.86	15.09	9.13	6.29

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测

注:逸仙电商股价/市值按照 2021 年 1 月 25 日汇率折算

总体而言,我们认为公司作为美妆领域的新锐国货代表,已经向市场证明了其具备较强的消费者洞察、产品运营、渠道拓展和市场营销能力,牢牢把握国货品牌崛起机遇,短时间内实现营收体量 0 到 30 亿元的突破。中长期看,公司在继续做大彩妆品牌声量的基础上,通过内生外延开启多品牌布局之路,并在长期成长过程中将逐步强化从消费洞察到产品开发到营销推广的能力,实时把握美妆市场变化趋势持续,推出具有竞争力产品,打造美妆多品牌集团,首次覆盖给予“增持”评级。

珀莱雅—彩棠:市场表现亮眼突出,打开集团多品牌发展空间

品牌概况:彩棠由国内知名化妆师唐毅于 2014 年创立,珀莱雅 2019 年对其进行投资后,在五个方面进行调整和赋能:一是重新搭建组织架构,二是调整产品开发设计,三是供应链支持,四是搭建销售团队,五是助力营销推广。

2020 年,珀莱雅自身进一步推进了组织架构升级,将电商运营团队划分为 3 个事业群,其中太阳岛新锐品牌事业群负责彩棠等新兴品牌的线上运营。今年以来彩棠虽然在上半年受到疫情影响表现相对平平,但进入下半年以来,品牌销售迅速放量,根据淘数据显示天猫旗舰店销售额在 6 月份达到近千万水平,

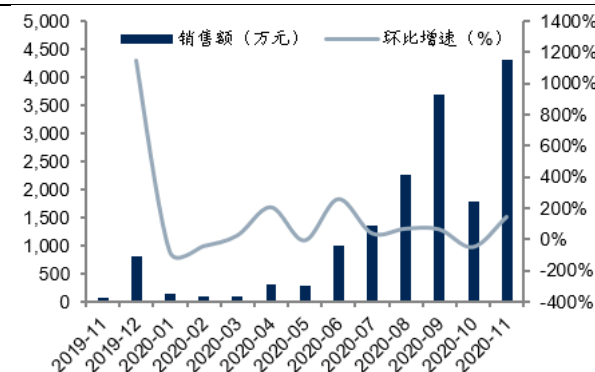
双十一仅高光修容盘这一款产品便有高达 850 万元的预销售额，11 月整体天猫店铺总销售额超过 4000 万。

图 58：珀莱雅五维度赋能彩棠



资料来源：品观网、国信证券经济研究所整理

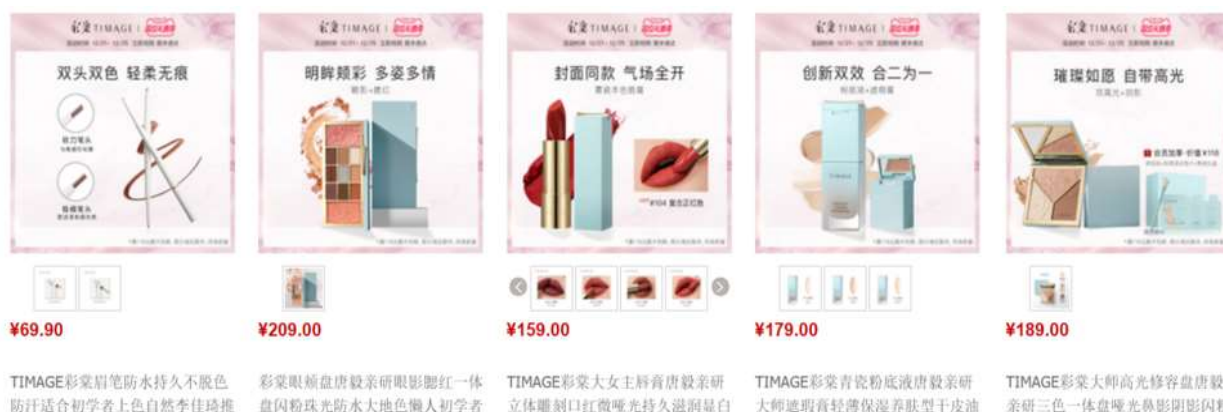
图 59：彩棠天猫店铺销售额（万元）及环比增速（%）



资料来源：淘数据、国信证券经济研究所整理

产品定位：彩棠 TIMAGE 秉持“化繁为简、妆人合一”的品牌理念，与创始人唐毅“留白”式妆容技法一脉相承。作为国产彩妆品牌，彩棠专注于东方色彩美学，依托创始人从事化妆二十多年的专业背景，打造兼具东方韵味与当代时尚的专业彩妆。面向喜爱国风客群，彩棠先后推出平衡之美系列、海棠花系列、2020 青瓷系列，强化国风与时尚的结合。而在产品品类上，彩棠也在不断拓展延伸，由最初的眼线笔、眉笔逐渐拓展到口红、粉底液、高光修容盘、粉饼、眼影等诸多品类，价格带基本在 69-209 元，目前主要在天猫、唯品会、小红书等线上渠道进行销售。

图 60：彩棠品类逐渐多元化



资料来源：天猫、国信证券经济研究所整理

营销方面：彩棠一是凭借创始人唐毅自身的专业能力，通过微博、B 站、抖音等渠道发布美妆教程、化妆技巧、产品测评等内容，实现自有粉丝群体留存转化与新客获取。通过对化妆师唐毅个人 IP 不断巩固，对品牌形成强力支撑；二是与薇娅的合作使得彩棠品牌声量迅速放大，头部 KOL 直播带来的大量曝光带动彩棠天猫店铺销售额在下半年大幅提升。三是借力珀莱雅自身成熟的市场营销团队能力，彩棠在抖音、小红书等平台全方面的进行内容投放，更好地触达消费者并进行消费者心智的占领。2020 年 9 月，彩棠推出苏绣系列并发布纪录片，在众多业内化妆师的推广下，新品口碑与认知度齐升。

图 61: 彩棠借力创始人 IP 与薇娅直播间



资料来源: 微博、国信证券经济研究所整理

图 62: 彩棠苏绣系列受众多化妆师推广



资料来源: 微博、国信证券经济研究所整理

整体来看, 珀莱雅公司此前通过线上渠道深耕以及新媒体营销的灵活运用实现爆品打造, 推动了销量的持续增长。今年以来公司在主品牌层面尝试通过大单品升级策略实现了进一步的量价齐升, 21 年公司将进一步推动大单品策略实施, 而这一策略的初步成功也一定程度保障了公司今明两年的业绩增长确定性; 同时, 公司积极的多品牌布局也对于长期发展空间打开显得尤为重要, 如前文所述, 目前公司新兴彩妆品牌彩棠表现突出, 在差异化产品定位以及新兴营销助力下有望实现快速爆发, 成为接力公司成长的第二增长曲线。

我们维持公司 20-22 年 EPS 预测 2.42/3.27/4.11 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 65.3/48.4/38.5 倍, 维持“买入”评级。

拉芳家化—VNK: 新锐彩妆品牌, 助力打造产品矩阵

➤ 公司简介: 资深日化洗护品牌, 代理收购多元布局

拉芳家化成立于 2001 年 12 月, 成立初期主要从事洗护日用品的研发、生产与销售业务, “爱生活, 爱拉芳”的广告语让拉芳在全国享有较高知名度。在主品牌“拉芳”之外, 公司又推出了雨洁(头皮护理, 专业去屑)、美多丝(高端精油护理)等日化品牌。2018 年开启韩国护肤品牌黛尔珀、德国殿堂级护肤品牌瑞铂希在中华区的总代理业务。2020 年面向年轻消费者推出洗护品牌 T8 幻享, 与冻干粉 ODM 制造商瀚森生物携手打造功能性护肤品牌肌安特, 并收购新锐彩妆品牌 VNK 母公司上海诚儒 51% 股权, 不断延伸产品矩阵。

图 63: 拉芳旗下主要品牌

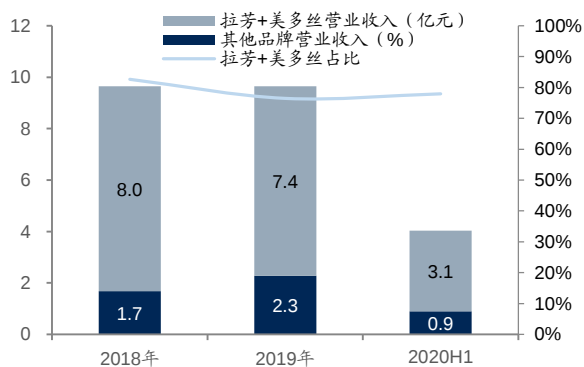
	自主品牌				合资品牌	控股品牌	代理品牌	
	拉芳	雨洁	美多丝	T8	肌安特	VNK	黛尔珀	瑞铂希
logo								
布局时间	2001 年	2003 年	2013 年	2020 年	2020 年	2020 年	2018 年	2018 年
品牌定位	大众洗护 营养柔顺	头皮护理 专业去屑	高端精油护理	年轻个护	敏感肌专业护肤	时尚彩妆	食物级植物精华 安全护肤	殿堂级品牌 高端护肤
主要产品	洗发水、沐浴露等洗护用品	去屑洗发水等洗护用品	洗发水、护发素、精油等洗护用品	洗发水、护发素、发膜、身体乳等洗护用品	冻干粉、精华液、面膜、洗面奶等护肤品	口红、眼影、眉笔等彩妆产品	喷雾、洗面奶、眼霜、涂擦面膜、安瓶等护肤品	眼霜、安瓶等护肤品
价格带	19-39 元	20-79 元	49-129 元	69.9 元	79-158 元	29-99 元	54-178 元	528-2188 元

资料来源: 公司公告、官网、天猫、国信证券经济研究所整理

拉芳家化 2018/2019/2020H1 分别实现营业收入 9.64/9.65/4.04 亿元, 其中“拉芳”和“美多丝”作为公司支柱品牌合计实现营收 8.0/7.4/3.1 亿元, 占比分别为 82.65%/76.47%/77.95%, 贡献大部分营收。

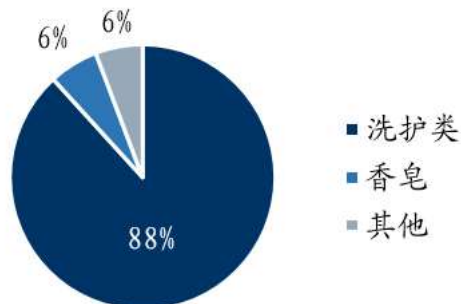
分品类来看，洗护类产品仍是营收主体，2019 年拉芳家化洗护类/香皂/其他业务占比分别为 88%/6%/6%。未来随着多品牌布局推进，品牌矩阵不断完善，新品牌有望为公司提供新的增长驱动。

图 64: 拉芳家化营业收入（亿元）及主要品牌占比（%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图 65: 拉芳家化 2019 年营业收入分业务情况



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

近年来，拉芳家化在日化主业之外，还通过产业基金形式开展对外投资，布局化妆品、母婴、新媒体等领域。2016 年与广东易简投资有限公司联合成立珠海拉芳易简新媒体产业基金，2018 年与珠海市华熙基金管理有限公司及邓敏女士共同发起设立珠海拉芳品观华熙投资基金。截至 2020 年 6 月底，上述基金仍在持投资项目共计 12 个，累计投资金额共计 9473 万元。投资标的包括“戴可思”母婴品牌运营、线下连锁店惊奇队长、新媒体及视制作公司淮秀帮以及多家电子商务公司，为拉芳家化线上运营、线下布局、品牌拓展提供储备力量。

表 14: 拉芳家化参与产业基金投资情况

产业基金情况			
珠海拉芳品观华熙投资基金合伙企业（有限合伙），拉芳家化持股 97%			
序号	被投资企业名称	投资领域	基金出资额（万元）
1	宁波惊奇队长品牌管理有限公司	化妆品线下连锁店经营	600
2	深圳前海像样科技有限公司	互联网和相关服务	1,400
3	上海黛芋信息科技有限公司	电子商务	800
4	上海乐虞网络技术有限公司	电子商务	300
5	无锡戴可思生物科技有限公司	“戴可思”母婴品牌运营	600
珠海拉芳易简新媒体产业基金（有限合伙），拉芳家化持股 99.99%			
序号	被投资企业名称	投资领域	基金出资额（万元）
1	杭州淮秀帮文化创意有限公司	新媒体及视频制作	500
2	宿迁市百宝信息科技有限公司	新媒体及电子商务	500
3	北京海鸟窝科技有限公司	电子商务	300
4	涅生科技（广州）股份有限公司	电子商务	973
5	深圳小美网络科技有限公司	电子商务	500
6	北京财视文化传媒有限公司	新媒体及社群运营	200
7	深圳前海像样科技有限公司	互联网和相关服务	2,800

资料来源：拉芳家化财报、国信证券经济研究所整理

➤ VNK：国货彩妆新锐，网红口红引爆

VNK 创立于 2017 年，是上海诚儒电子商务有限公司推出的彩妆品牌，并在 2020 年 11 月左右被拉芳家化收购。VNK 主营产品类包括口红、唇釉、眼影、卸妆湿巾、眉笔、修容盘等，品牌定位于 18-24 岁年轻女性，打造高颜值、低价位的平价彩妆爆品，价格带位于 29-99 元，方糖口红、毛蛋联名星耀盘眼影在推出后在美妆爱好者中引起热议。

目前 VNK 品类涉及口红、唇釉、眼影、卸妆湿巾、眉笔、修容盘等，其中口红、唇釉最受欢迎，在 2020 年 11 月天猫店铺销售额占比合计达 71%，其次为眼影，销售额占比为 7%。

图 66: VNK 热门产品



资料来源:天猫、国信证券经济研究所整理

VNK 合作国际大牌代工厂进行生产，保障产品品质的同时实现“超高性价比”。并采取线上、线下多渠道布局，线上在天猫、京东、小红书、唯品会等开设官方店铺，线下入驻 WOW COLOUR 彩妆集合店，提高消费者触达率，增强用户体验。

除与超头部的李佳琦、薇娅合作外，VNK 在小红书、微博等平台携手多位美妆博主开展内容营销，打开品牌知名度。2019 年 6 月推出毕雯珺 VneedKiss 同款口红，2020 年 10 月官宣首位品牌代言人胡春杨，联动粉圈开展微博抽奖、应援解锁等多项活动。VNK 还多次进行联名，与电视剧长相守推出联名口红，与 19 八 3、Little Amber 发布联名高光盲盒，与消消乐萌萌团推出联名礼盒。

图 67: VNK 与 KOL、明星合作



资料来源:微博、国信证券经济研究所整理

图 68: VNK 发布多款联名产品



资料来源:微博、国信证券经济研究所整理

拉芳家化盈利预测及估值建议

我们分渠道对拉芳家化进行盈利预测，主要基于以下核心假设：

- 1) 经销渠道：**短期内线下经销渠道 2020 年受疫情影响较为明显，增速或出现下滑，中长期看品牌线上化趋势下该渠道经营压力日益加大。但在公司积极推进建设全国营销网络过程中，经销模式仍然具备迅速扩张网点，有效开发市场盲区以及节约资金投入的作用，预计中长期可保持低个位数增长。
- 2) 商超渠道：**该渠道核心优势在于企业可以利用商场、超市网点多、影响力强

的特点，提高品牌的覆盖率以及起到一定的品牌背书作用。但中长期线上消费习惯的加速养成，线下商超渠道整体面临一定的经营压力。

3) 电商及零售渠道: 公司近年来加大电商渠道投入, 营收占比从 2017 年的 9.13% 上升至 2020 上半年的 15.22%, 预计营收占比会随着消费线上化趋势和公司资源投入而进一步增长。同时根据公司股权激励业绩考核目标, 我们预计公司电商渠道未来 2-3 年可实现高两位数至低三位数的同比增长。

4) 毛利率及费用率方面: 毛利率方面, 综合考虑部分销售费用调增至营业成本, 新品类和代理品类占比提升以及电商渠道占比提升因素, 整体将有所提升; 费用率方面, 综合考虑部分销售费用调增至营业成本、电商投放增长及规模效应等因素, 我们预计将在今明有所提升, 但中长期随着规模效应的显现有所下降。

表 15: 拉芳家化盈利预测 (百万元、%)

类 目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	备注
营业收入	981.12	964.14	964.85	993.14	1299.81	1626.16	
YOY		-1.73%	0.07%	2.93%	30.88%	25.11%	
毛利率	60.05%	60.44%	55.30%	50.80%	51.25%	51.00%	综合考虑部分销售费用调增至营业成本, 新品类和代理品类占比提升及电商占比提升
经销渠道	624.57	576.55	592.52	577.70	589.26	606.94	经销渠道作为公司传统优秀渠道, 增长将趋于平稳。
YOY		-7.69%	2.77%	-2.50%	2.00%	3.00%	
商超渠道	266.43	281.11	248.09	186.07	195.37	195.37	商超渠道 2020 年受疫情影响下滑明显, 预计 2021 年在低基数情况下略有反弹。
YOY		5.51%	-11.74%	-25.00%	5.00%	0.00%	
电商及零售渠道	89.57	105.88	123.56	228.58	514.31	822.90	公司自身主品牌不断开拓线上业务, 同时内生外延布局的新品牌也均以线上渠道为主, 从而增厚公司线上渠道收入。
YOY		18.21%	16.70%	85.00%	125.00%	60.00%	
其他业务	0.56	0.61	0.68	0.79	0.87	0.95	
YOY		9.41%	12.31%	15.00%	10.00%	10.00%	
归母净利润	138.05	127.17	49.63	89.53	127.01	173.48	
YOY		-7.88%	-60.97%	80.39%	41.87%	36.59%	

资料来源: Wind、拉芳家化公告、国信证券经济研究所整理预测

综合以上假设, 预计公司 2020-2022 年分别实现营收 9.93 亿元/13.0 亿元/16.26 亿元, 分别同比 2.93%/+30.88%/+25.11%; 分别实现归母净利润 0.90 亿元/1.27 亿元/1.73 亿元, 预计 EPS 分别为 0.39 元/0.56 元 0.76 元。对应 PE 分别为 36/25/19 倍, 当前估值处于板块相对低位。

公司作为传统美妆日化公司, 近年来受品类和渠道结构老化的影响, 基本面整体承压明显, 虽然目前整体体量规模小于可比公司, 但随着今年以来公司在渠道转型以及多品牌等层面的推进落地, 未来几年公司营收和利润增速有望实现拐点向上, 且有望从中长期维度拉动公司整体行业竞争力和盈利能力的有效提升, 首予“增持”评级。

表 16: 拉芳家化可比公司财务数据/估值

指标	603630 拉芳家化	603605 珀莱雅	600315 上海家化	300740 御家汇	603983 丸美股份
营业收入 (亿元)	9.65	31.24	75.97	24.12	18.01
19-22 年复合增速 (%)	19.91%	26.25%	10.11%	37.55%	14.34%
归母净利润 (亿元)	0.50	3.93	5.57	0.27	5.15
19-22 年复合增速 (%)	38.18%	28.21%	10.25%	121.60%	16.20%
毛利率 (%)	55.30%	63.96%	61.88%	51.05%	68.16%
净利率 (%)	5.23%	11.73%	7.33%	1.05%	28.48%
存货周转率 (次)	1.47	4.12	3.22	1.81	3.63
应付账款周转率 (次)	5.20	3.14	3.51	4.36	2.04
ROE (%)	2.83%	21.09%	9.21%	2.08%	25.46%
20 年/21 年 PE	36.18/25.50	80.53/59.68	63.59/48.49	69.66/43.75	37.31/30.22

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测

注: 以上财务指标均为 2019 年数据 (标明的除外)

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 1-25	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
603605	珀莱雅	买入	195.20	1.95	2.42	3.27	100.05	80.53	59.68	19.35
603630	拉芳家化	增持	14.27	0.22	0.39	0.56	65.19	36.18	25.50	1.88
YSG.N	逸仙电商	增持	19.38	-1.64	-0.47	0.23	-	-	-	-

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理预测

注：逸仙电商股价货币单位为美元，EPS 按报告前一日汇率计算

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032