

## 化妆品

# 淡季小品牌放量

—2020年9月化妆品行业数据点评

评级：增持(维持)

分析师：邓欣

执业证书编号：S0740518070004

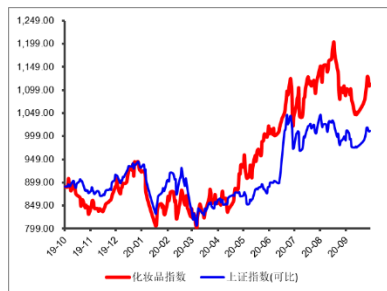
电话：021-20315125

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

## 基本状况

上市公司数	15
总市值(亿元)	4,801.37
流通市值(亿元)	2,945.23

## 行业股价-市场走势对比



## 相关报告

《若羽臣：母婴美妆五星 TP，受益品类线上化》2020.10.15

《爱美客：医美皇冠上的明珠》2020.10.12

《丽人丽妆：美妆 TP 龙头尽享赛道红利》2020.09.14

《8月数据点评：润百颜新品亮眼、丸美上新》2020.09.14

《2020年投资策略：风往哪吹？国货当道》2020.01.06

《华熙生物：透明质酸全产业链王者》2019.11.09

《壹网壹创：美妆代运营赛道大幕拉开》2019.10.17

## 重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022		
爱美客	428.50	2.54	3.42	4.71	6.58	168.	125.1	91.01	65.09	2.43	买入
华熙生物	137.49	1.22	1.46	2.09	2.92	112.	94.23	65.90	47.01	1.53	买入
珀莱雅	159.40	1.95	2.43	3.24	4.11	81.7	65.60	49.20	38.78	1.49	买入
丸美股份	67.51	1.28	1.44	1.73	2.04	52.7	46.88	39.02	33.09	1.92	买入
壹网壹创	169.40	1.52	2.28	2.96	3.80	111.	74.30	57.23	44.58	1.90	买入
御家汇	20.70	0.07	0.23	0.40	0.54	312.	90.63	51.61	38.40	0.68	买入
上海家化	41.55	0.83	0.72	0.86	0.96	50.0	57.71	48.31	43.28	2.54	买入

取 2020/10/16 收盘价

## 投资要点

### 一、大盘：彩妆拉动淘系化妆品 GMV 同比+32%

阿里全网：9月护肤+彩妆合计 GMV141.1 亿元，同比+31%，受彩妆拉动增速环比提升 4.67pct。其中，护肤 GMV141 亿元，同比+17%，淡季增速环比下降 6.24pct；彩妆 GMV82.42 亿元，同比+67%，呈加速增长趋势。  
分品类看：防晒、面部精华增速最快，同比+50%、42%，洁面、化妆水、卸妆 GMV 同比增长超 30%。

### 二、格局：高端国际品牌高增、本土梯队份额略降

国际：9月 GMV 同比+80%，份额同比+5.4pct。HR 表现持续突出，yoy+184%；后、兰蔻、科颜氏、雪花秀翻倍增长。  
本土：9月 GMV 同比+5%，份额同比-0.3pct，主因佰草集、百雀羚、丸美表现不及预期。  
新锐：9月 GMV 同比+26%，份额同比+0.2pct。润百颜 9 月延续爆发式增长，因直播推新及净肤次抛高增，带动 GMV 同比+330%；薇诺娜 yoy+57%。

### 三、标的：上市公司进展

#### 1、品牌商

华熙：新老产品放量，品牌矩阵多点开花。9 月润百颜阿里护肤、天猫官旗同比+330%、+200%；米蓓尔、夸迪优异，2020 年 1-9 月阿里 GMV1.96、1.71 亿元。

珀莱雅：解渴面膜、子品牌加速放量。9 月珀莱雅阿里护肤同比+29%、天猫官旗同比持平，解渴面膜月销 16 万，但泡泡面膜基数影响仍存；彩棠、圣罗兰突出，2020 年 1-9 月 GMV0.99、0.32 亿元。

丸美：期待双十一大促表现。9 月丸美负增长，但小红笔当月维持 GMV326 万元的不错表现。

御家汇：高基数下维持较快增长。御泥坊阿里护肤、天猫官旗同比+22%、32%，由氨基酸面膜、美白小红瓶面膜持续拉动。

家化：玉泽加强直播爆发增长。9 月佰草集负增长，玉泽阿里护肤、天猫官旗同比+224%、248%，9 月玉泽转向薇娅直播投放。

#### 2、TP

网创：新承接品牌表现更优。9 大品牌官旗合计 GMV 同比+18%，增速放缓主要受本土大牌拖累，但 Q1 新承接的泡泡玛特 yoy+156%。

丽人：受益国际品牌高增。6 大品牌官旗合计 GMV 同比+88%，其中 SISLEY、雅漾、Freeplus 翻倍增长，持续受益高端化及功能性需求旺盛。

若羽臣：母婴保健线上整体优秀。5 大品牌合计 GMV 同比+116%，除美赞臣外，其余品牌基本实现翻倍增长，品类线上化趋势明显。

### 四、投资建议

中泰核心推荐：医美针剂龙头爱美客；切中成分党风口的华熙生物；市场敏锐度优秀的珀莱雅；眼霜细分龙头丸美股份；差异化头部 TP 壹网壹创；建议关注管理层变更的上海家化；业绩迎来拐点的御家汇；美妆 TP 龙头丽人丽妆；母婴保健垂直 TP 若羽臣。

风险提示 经济下行；行业格局恶化；新品开发、营销效果不达预期

## 内容目录

一、大盘：彩妆拉动淘系化妆品 GMV 同比+32% .....	- 4 -
1、阿里全网口径：彩妆增长亮眼 .....	- 4 -
2、分品类看：防晒、面部精华增速快 .....	- 4 -
二、格局：高端国际品牌高增、本土梯队份额略降 .....	- 5 -
1、国际梯队：高端品牌持续拉动份额提升 .....	- 6 -
2、本土梯队：受基数影响同比下滑 .....	- 7 -
3、新锐梯队：润百颜维持爆发增长 .....	- 7 -
三、标的：上市公司进展跟踪 .....	- 8 -
1、上市品牌商： .....	- 8 -
(1) 华熙生物：新老产品放量，品牌矩阵多点开花 .....	- 8 -
(2) 珀莱雅：解渴面膜、子品牌加速放量 .....	- 10 -
(3) 丸美股份：期待双十一大促表现 .....	- 12 -
(4) 御家汇：高基数下维持较快增长 .....	- 13 -
(5) 上海家化：玉泽加强直播爆发增长 .....	- 14 -
品牌商营销情况跟踪 .....	- 16 -
2、上市 TP 商： .....	- 18 -
(1) 壹网壹创：新承接品牌表现更优 .....	- 18 -
(2) 丽人丽妆：受益国际品牌高增 .....	- 19 -
(3) 若羽臣：母婴保健线上整体优秀 .....	- 19 -
四、投资建议 .....	- 21 -
风险提示 .....	- 22 -

## 图表目录

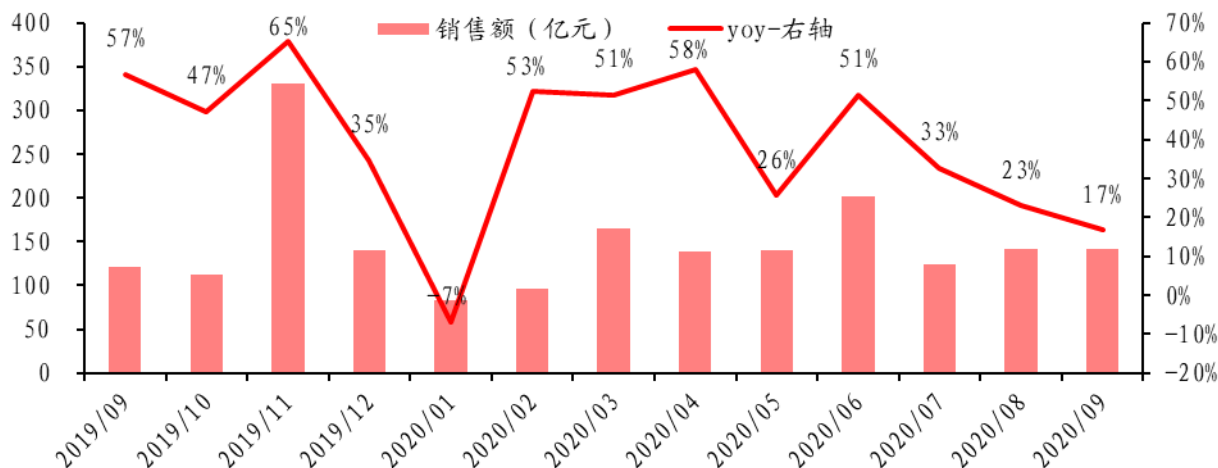
图表 1: 阿里全网护肤品类销售额及同比增速	- 4 -
图表 2: 阿里全网彩妆品类销售额及同比增速	- 4 -
图表 3: 护肤子品类当月销售额及同比增速	- 5 -
图表 4: 护肤子品类当月销售量价拆分	- 5 -
图表 5: 护肤品类当月销售额 TOP20 品牌及市占率	- 5 -
图表 6: 重点跟踪品牌对应梯队 GMV 同比及市占率变化	- 6 -
图表 7: 重点跟踪国际品牌当月市占率、销售额及量价变动	- 7 -
图表 8: 重点跟踪本土大牌当月市占率、销售额及量价变动	- 7 -
图表 9: 重点跟踪新锐品牌当月市占率、销售额及量价变动	- 7 -
图表 10: 上市品牌商阿里护肤、官旗销售额及同比	- 8 -
图表 17: 润百颜阿里护肤、天猫官旗销售额及同比	- 8 -
图表 18: 润百颜天猫官旗销售额 TOP10 产品明细	- 9 -
图表 19: 润百颜新品紧致赋弹提拉面膜	- 9 -
图表 20: 肌活、米蓓尔、夸迪阿里护肤 GMV (万元)	- 10 -
图表 11: 珀莱雅阿里护肤、天猫官旗销售额及同比	- 10 -
图表 12: 珀莱雅天猫官旗销售额 TOP10 产品明细	- 11 -
图表 13: 珀莱雅重点单品销售额跟踪 (万元)	- 11 -
图表 14: 珀莱雅主要子品牌 GMV (万元)	- 12 -
图表 15: 丸美阿里护肤、天猫官旗销售额及同比	- 12 -
图表 16: 丸美天猫官旗销售额 TOP10 产品明细	- 13 -
图表 21: 御泥坊阿里护肤、天猫官旗销售额及同比	- 13 -
图表 22: 御泥坊天猫官旗销售额 TOP10 产品明细	- 14 -
图表 23: 佰草集阿里护肤、天猫官旗销售额及同比	- 14 -
图表 24: 玉泽阿里护肤、天猫官旗销售额及同比	- 15 -
图表 25: 佰草集天猫官旗销售额 TOP10 产品明细	- 15 -
图表 26: 玉泽天猫官旗销售额 TOP10 产品明细	- 16 -
图表 27: 上市品牌商当月头部主播直播情况	- 16 -
图表 28: 珀莱雅、丸美、御泥坊、佰草集微信声量	- 17 -
图表 29: 润百颜、米蓓尔、玉泽微信声量	- 17 -
图表 30: 上市品牌商小红书、抖音声量	- 18 -
图表 31: 网创重点服务品牌当月官旗销售额及同比增速	- 18 -
图表 32: 丽人重点服务品牌当月官旗销售额及同比增速	- 19 -
图表 33: 若羽臣重点服务品牌当月官旗销售额及同比增速	- 19 -
图表 34: 重点公司盈利预测表	- 21 -

## 一、大盘：彩妆拉动淘系化妆品 GMV 同比+32%

### 1、阿里全网口径：彩妆增长亮眼

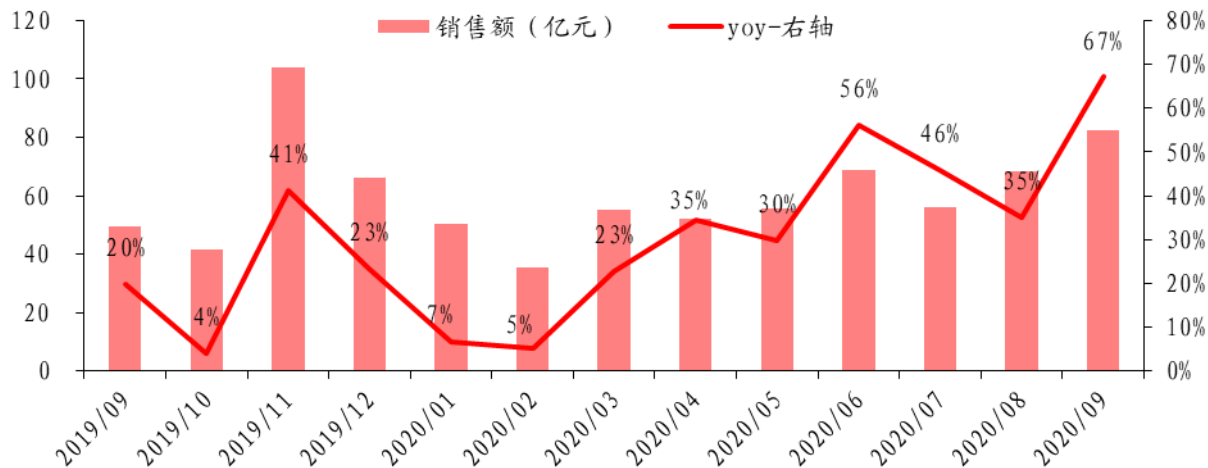
据阿里全网数据，2020 年 9 月护肤+彩妆合计 GMV141.1 亿元，同比+31%，受彩妆拉动增速环比提升 4.67pct。其中，护肤 GMV141 亿元，同比+17%，淡季增速环比下降 6.24pct；彩妆 GMV82.42 亿元，同比+67%，呈加速增长趋势，表现亮眼。

图表 1：阿里全网护肤品类销售额及同比增速



来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

图表 2：阿里全网彩妆品类销售额及同比增速

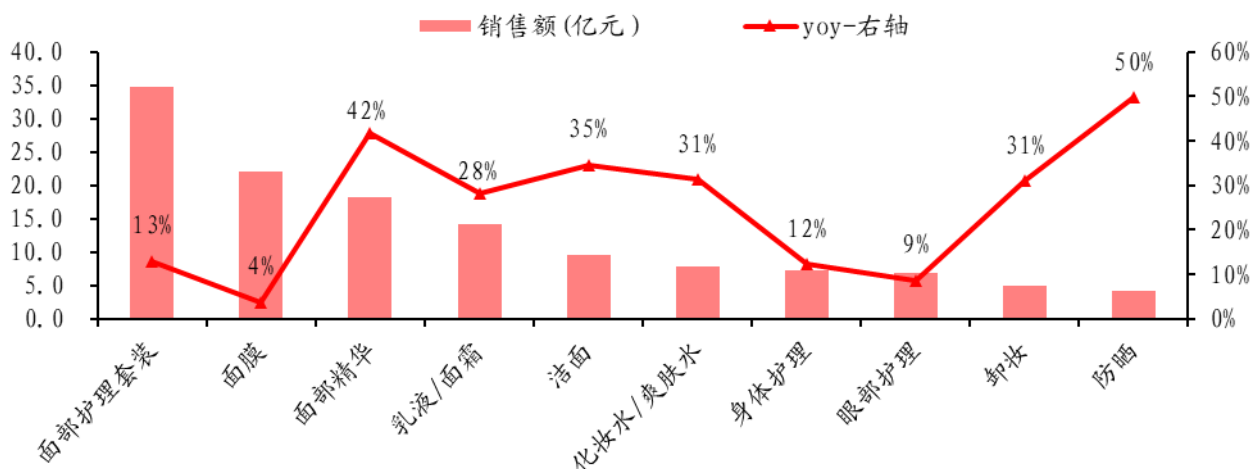


来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

### 2、分品类看：防晒、面部精华增速快

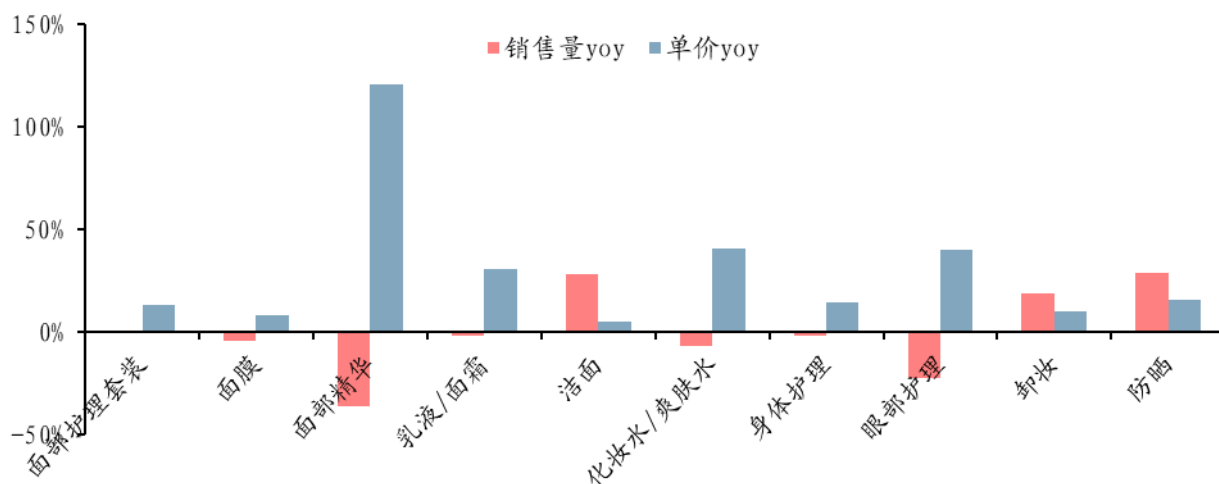
防晒、面部精华增速最快，同比+50%、42%，洁面、化妆水、卸妆 GMV 同比增长超 30%。从量价拆分来看，面部精华、化妆水、眼部护理、乳液面霜维持升级趋势，价 yoy+121%、41%、40%、31%，洁面由量拉动，卸妆防晒量价齐升。

图表 3: 护肤子品类当月销售额及同比增速



来源: 淘宝数据汇总, 中泰证券研究所

图表 4: 护肤子品类当月销售量价拆分

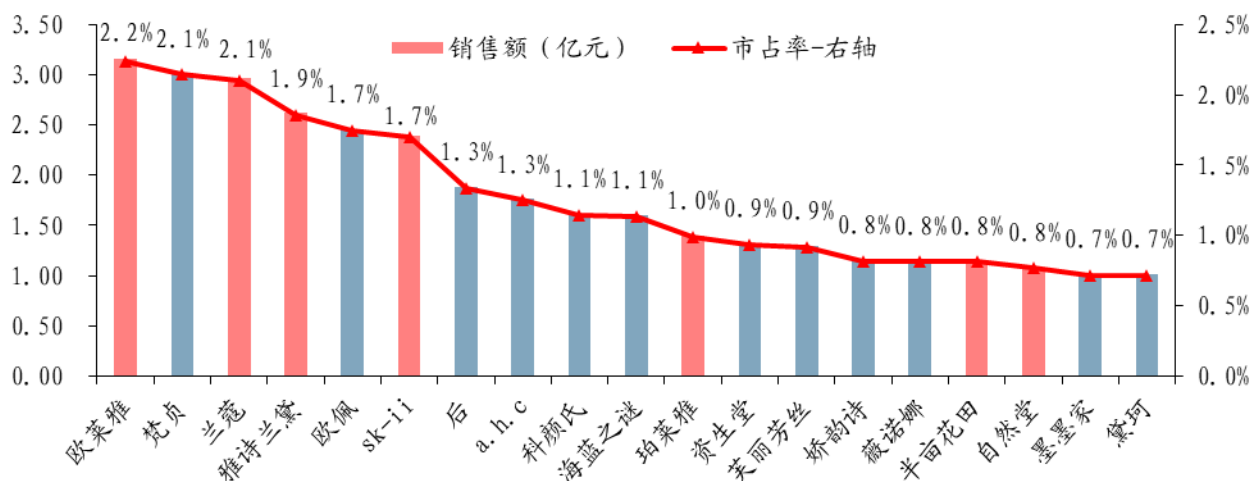


来源: 淘宝数据汇总, 中泰证券研究所

## 二、格局: 高端国际品牌高增、本土梯队份额略降

TOP20 品牌中, 剔除异常值梵贞、欧佩后, TOP5 均为国际品牌。与去年同期对比, 新进入榜单品牌较多, 主因: 1) 受益高端化: 后、海蓝之谜、黛珂、科颜氏、娇韵诗等; 2) 受益功能性护肤需求: 芙丽芳丝、薇诺娜等, 国产品牌中珀莱雅、自然堂维持前列。

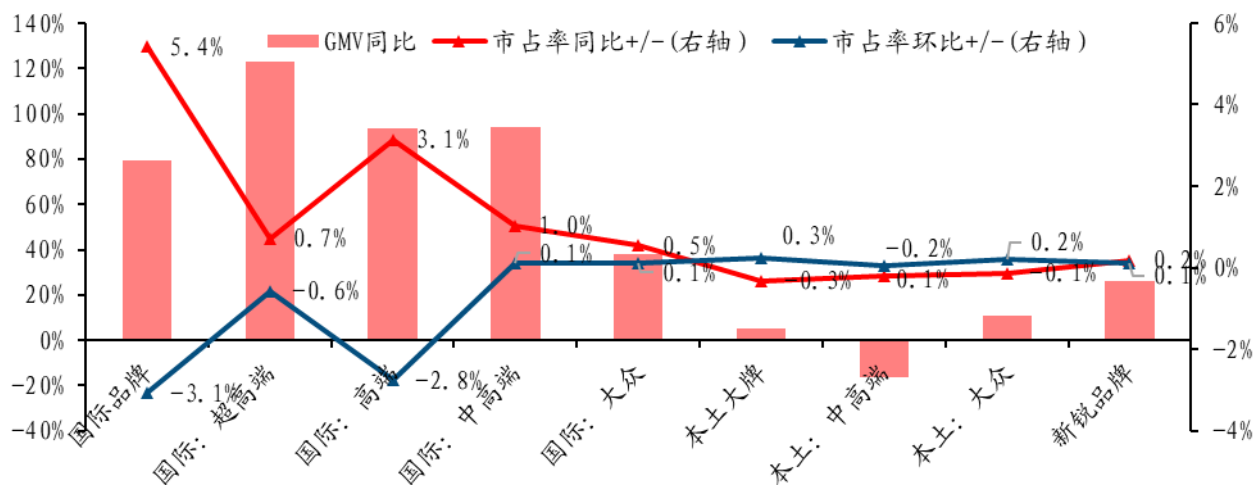
图表 5: 护肤品类当月销售额 TOP20 品牌及市占率



来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所。蓝色表示对比去年同期的新晋 top20 品牌

我们重点跟踪的 23 个品牌所在的“三大梯队”市占率有所变化：国际、本土、新锐梯队市占率同比+5.4、-0.3、+0.1pct，GMV 同比+80%、5%、26%。国际梯队份额提升主要由中高端及以上品牌拉动，持续受益美妆消费高端化；传统国货因佰草集、百雀羚、丸美表现不及预期，份额下降；新锐品牌份额基本持平，润百颜强势、薇诺娜维持较快增长。

图表 6：重点跟踪品牌对应梯队 GMV 同比及市占率变化



来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

### 1、国际梯队：高端品牌持续拉动份额提升

国际品牌 9 月 GMV 同比+80%，份额同比+5.4pct、环比-3.1pct，份额环比下降预计因双十一预售即将开始。在国际品牌内部，高端化趋势明显：超高端品牌 GMV 同比+123%，HR 表现持续突出，yoy+184%；高端品牌 GMV 同比+93%，后、兰蔻翻倍增长；中高端 GMV 同比+94%，科颜氏、雪花秀、雅顿 yoy+128%、118%、94%；



大众品牌 yoy+38%，悦诗风吟连续止跌回归高增，GMV 同比+70%，欧莱雅 GMV 同比+55%。

图表 7：重点跟踪国际品牌当月市占率、销售额及量价变动

类别	定位	品牌	销售			份额		
			额 yoy	量 yoy	价 yoy	市占率	同比+/-	环比+/-
国际品牌	超高端	海蓝之谜	108%	48%	40%	1.13%	0.50%	-0.11%
		赫莲娜	184%	183%	0%	0.37%	0.22%	-0.46%
	高端	SK-II	78%	33%	34%	1.70%	0.59%	-0.70%
		雅诗兰黛	85%	45%	27%	1.86%	0.68%	-0.26%
		兰蔻	118%	31%	66%	2.10%	0.98%	-0.41%
		资生堂	73%	16%	49%	0.94%	0.30%	0.03%
		后	111%	-16%	151%	1.34%	0.60%	-1.41%
	中高端	修丽可	28%	19%	8%	0.46%	0.04%	0.04%
		科颜氏	128%	66%	38%	1.15%	0.56%	-0.05%
		伊丽莎白雅顿	94%	70%	14%	0.43%	0.17%	0.10%
		雪花秀	118%	-30%	214%	0.55%	0.25%	0.02%
	大众	欧莱雅	55%	17%	33%	2.24%	0.55%	0.24%
		OLAY	-9%	-14%	6%	0.69%	-0.19%	-0.22%
		悦诗风吟	70%	73%	-2%	0.58%	0.18%	0.12%

来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

## 2、本土梯队：受基数影响同比下滑

本土大牌 9 月 GMV 同比+5%，份额同比-0.3pct、环比+0.3pct，份额同比下降主要因佰草集、百雀羚、丸美表现不佳，珀莱雅回归正增长。

图表 8：重点跟踪本土大牌当月市占率、销售额及量价变动

类别	定位	品牌	销售			份额		
			额 yoy	量 yoy	价 yoy	市占率	同比+/-	环比+/-
本土大牌	中高端	丸美	-16%	-46%	55%	0.40%	-0.16%	0.06%
		佰草集	-16%	-16%	0%	0.09%	-0.04%	-0.01%
	大众	百雀羚	-10%	-12%	3%	0.63%	-0.19%	0.04%
		自然堂	13%	23%	-9%	0.77%	-0.03%	-0.02%
		珀莱雅	29%	24%	4%	0.99%	0.09%	0.18%

来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

## 3、新锐梯队：润百颜维持爆发增长

新锐品牌 9 月 GMV 同比+26%，份额同比+0.2pct、环比+0.1pct。新锐品牌中润百颜 9 月延续爆发式增长，主因直播推新及净肤次抛高增，带动 GMV 同比+330%；薇诺娜 yoy+57%；WIS、HFP 负增长。

图表 9：重点跟踪新锐品牌当月市占率、销售额及量价变动

类别	定位	品牌	销售			份额		
			额 yoy	量 yoy	价 yoy	市占率	同比+/-	环比+/-
新锐品牌	大众	润百颜	330%	781%	-51%	0.41%	0.30%	0.01%
		WIS	-1%	12%	-12%	0.69%	-0.13%	-0.02%
		薇诺娜	57%	11%	41%	0.81%	0.21%	0.23%
		HFP	-17%	-19%	3%	0.50%	-0.20%	-0.11%

来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

### 三、标的：上市公司进展跟踪

#### 1、上市品牌商：

润百颜(华熙)、玉泽(家化)表现最佳, 9月阿里护肤 GMV 同比分别+330%、224%; 珀莱雅、御泥坊(御家汇) yoy+29%、22%; 丸美、佰草集下滑。

图表 10：上市品牌商阿里护肤、官旗销售额及同比

上市公司	品牌	阿里销售额 (万元)	额 yoy	量 yoy	价 yoy	官旗销售额 (万元)	额 yoy	量 yoy	价 yoy
华熙生物	润百颜	5812	330%	781%	-51%	3574	199%	142%	23%
珀莱雅	珀莱雅	13926	29%	24%	4%	8635	0%	-5%	6%
丸美股份	丸美	5630	-16%	-46%	55%	1788	-61%	-76%	61%
御家汇	御泥坊	9395	22%	6%	15%	6711	33%	14%	16%
上海家化	佰草集	1299	-16%	-16%	0%	667	-35%	-45%	17%
	玉泽	3723	224%	170%	20%	3476	248%	187%	21%

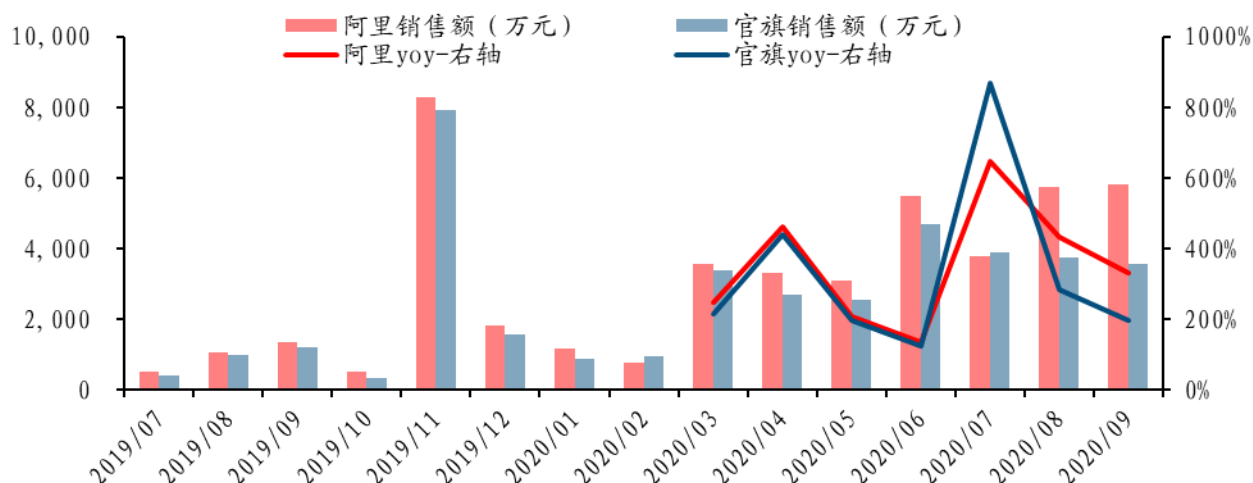
来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所。其中阿里销售额指该品牌在护肤品类的阿里全网销售额，不含彩妆及大日化产品，下同。

#### (1) 华熙生物：新老产品放量，品牌矩阵多点开花

9月润百颜阿里护肤 GMV5812 万元，同比+330%；天猫官旗 GMV3574 万元，同比+200%。润百颜 9 月直播打造畅销新品紧致提拉面膜、377 次抛叠加原核心 SKU 净肤次抛放量，持续爆发增长。

图表 11：润百颜阿里护肤、天猫官旗销售额及同比





来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所。注：官旗销售额低于阿里销售额主因阿里护肤中没有计算彩妆、美妆工具以及品牌卡的 GMV。

从单品看，润百颜官旗销售第一单品为**新品紧致赋弹提拉面膜**，通过薇娅直播带货销量超 3 万件，GMV951 万元，占比 27%。紧致赋弹提拉面膜延续此前新品 377 面膜的提拉包裹面膜纸，配合经典单品紧致次抛，为消费者带来“三明治”式强效体验。此外**核心 SKU 净肤次抛**销售亮眼，月销 2 万件，GMV1057 万元；8 月新品 377 小灯管通过直播延续优秀表现，GMV497 万元。

图表 12：润百颜天猫官旗销售额 TOP10 产品明细

宝贝名称	品类	销额占比	销额 (万元)	销量 (万件)	成交均价
紧致赋弹提拉面膜	面膜	26.61%	950.96	3.41	279
净肤玻尿酸次抛原液	面部精华	18.93%	676.45	1.77	382
377 小灯管	面部精华	13.90%	496.95	1.17	423
净肤玻尿酸次抛原液	面部精华	10.66%	381.01	0.98	389
紧致次抛	面部精华	2.34%	83.74	0.20	415
玻尿酸早晚套组	面部护理套装	2.27%	81.24	0.09	908
氨基酸洗面奶	洁面	1.78%	63.59	0.40	159
烟酰胺提亮爽肤水	化妆水/爽肤水	1.68%	59.96	0.26	231
水润玻尿酸次抛原液	面部护理套装	1.39%	49.74	0.14	359
玻尿酸早晚套组	面部护理套装	1.08%	38.50	0.04	857

来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

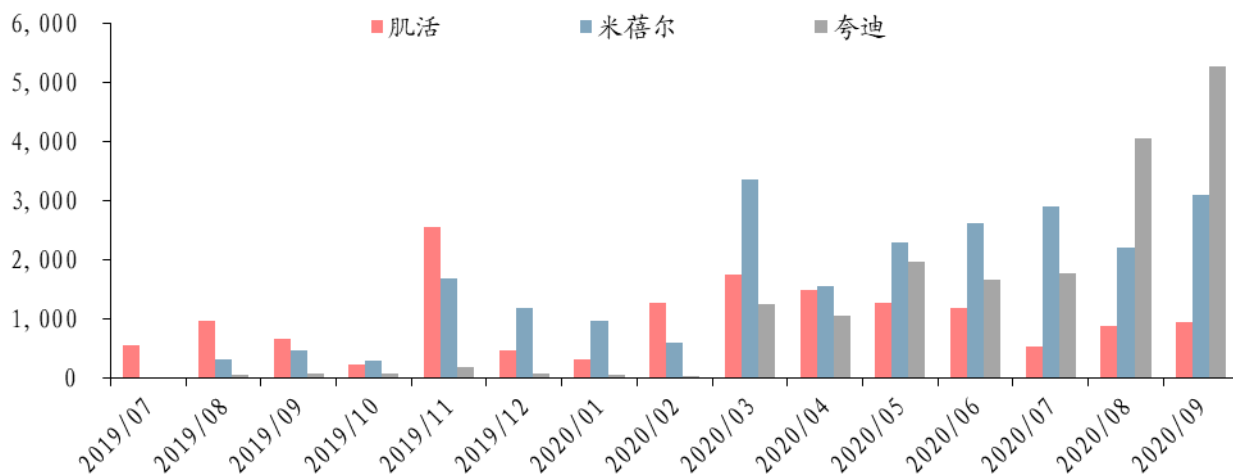
图表 13：润百颜新品紧致赋弹提拉面膜



来源：淘宝，中泰证券研究所

品牌矩阵方面，专注敏感肌的米蓓尔和高端夸迪表现优异，2020年1-9月阿里GMV为1.96、1.71亿元，其中夸迪通过李佳琦直播，9月GMV达5264万元，公司品牌矩阵建设加速推进，爆发增长有望持续。

图表 14：肌活、米蓓尔、夸迪阿里护肤 GMV（万元）

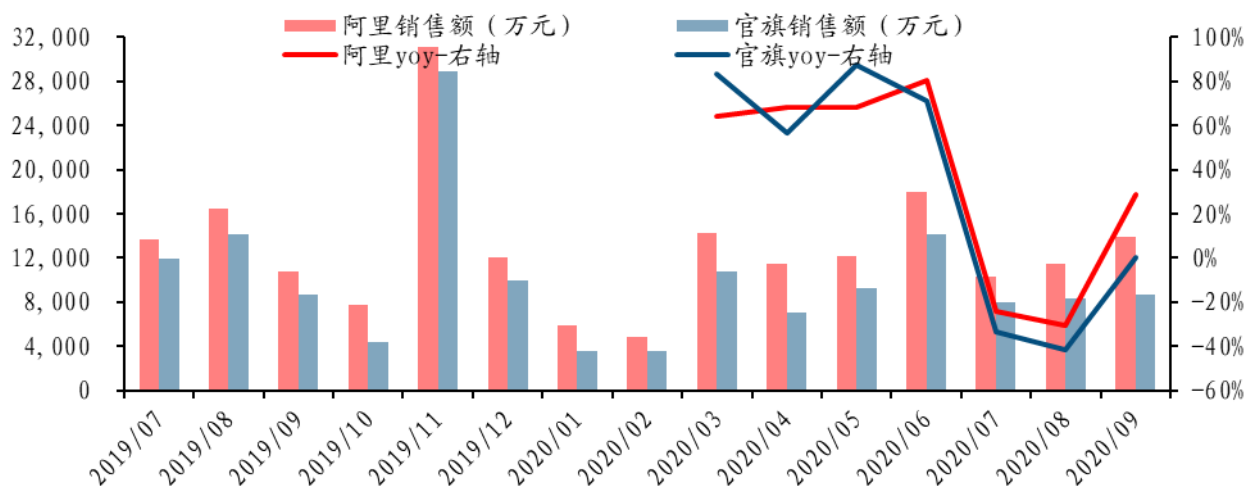


来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所。

## （2）珀莱雅：解渴面膜、子品牌加速放量

9月珀莱雅阿里护肤 GMV13926 万元，同比+29%；天猫官旗 GMV8635 万元，同比持平，泡泡面膜高基数影响仍存。

图表 15：珀莱雅阿里护肤、天猫官旗销售额及同比



来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所。

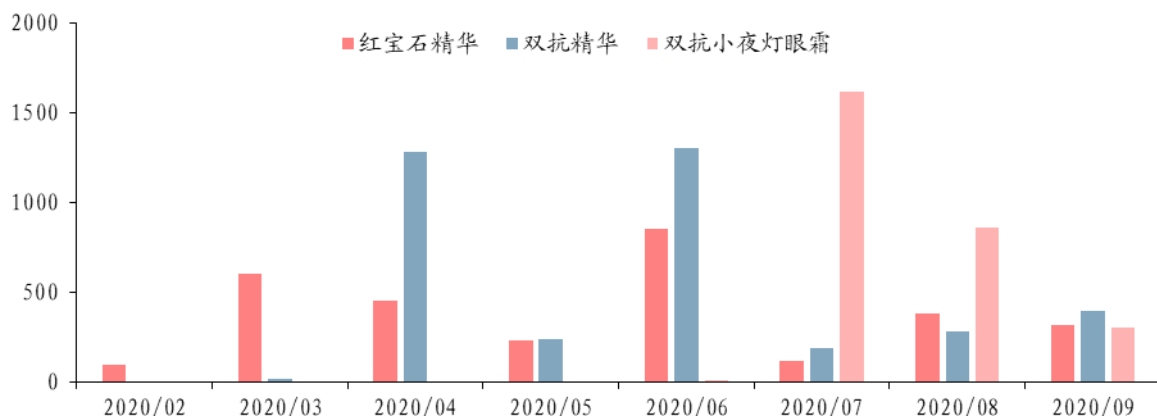
从单品看，主打补水修护的2020年新品解渴修护面膜加速放量，成为官旗销额第一的小爆款，9月月销16万件、GMV1342万元；insbaha粉底液维持优异表现，月销12万件、GMV近1000万元。大单品双抗精华、红宝石精华、双抗眼霜同样进入销额TOP10。

图表 16：珀莱雅天猫官旗销售额TOP10产品明细

宝贝名称	品类	销额占比	销额(万元)	销量(万件)	成交均价
解渴修护面膜	面膜	15.55%	1342.27	15.63	259
insbaha粉底液	粉底液/膏	11.53%	995.79	11.89	86
珀莱雅面膜	面膜	5.55%	479.44	4.61	80
水动力护肤品套装	面部护理套装	5.50%	474.99	3.31	89
紧致肌密水乳套装	面部护理套装	5.14%	443.41	1.40	128
双抗精华	面部精华	4.55%	392.92	1.65	194
帆船防晒霜	防晒	4.54%	391.76	4.42	318
粉色小海泥面膜	面膜	4.06%	350.51	3.98	259
红宝石精华液	面部精华	3.65%	315.22	1.22	104
双抗小夜灯	眼霜	3.49%	301.21	1.13	238

来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

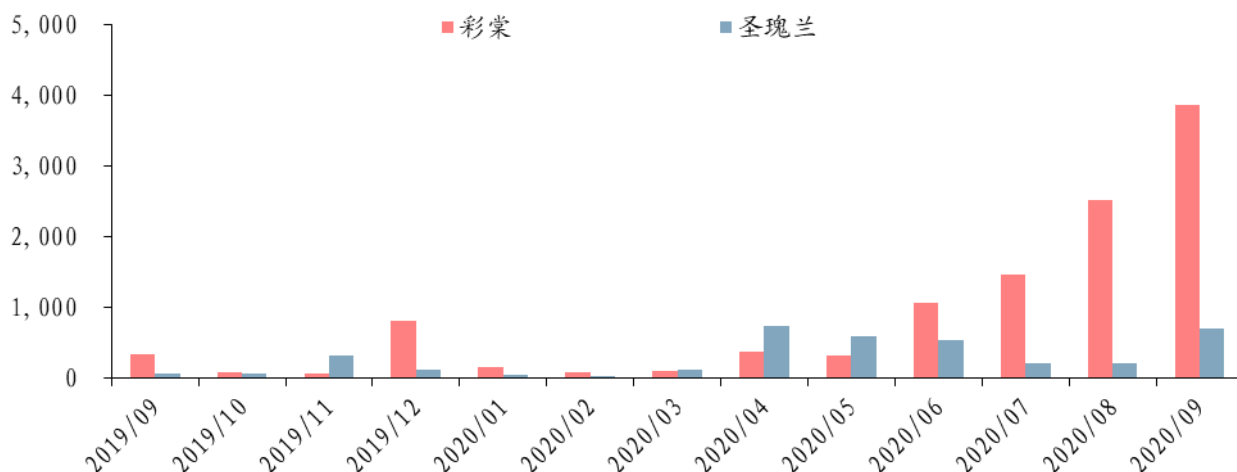
图表 17：珀莱雅重点单品销售额跟踪(万元)



来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

此外，公司参股、代理的子品牌彩棠、圣瑰兰表现突出，9月阿里全网实现 GMV3858、691 万元，2020 年 1-9 月 GMV0.99、0.32 亿元，其中彩棠通过直播打造爆品燕窝粉底、三色修容盘等实现加速增长。

图表 18：珀莱雅主要子品牌 GMV（万元）

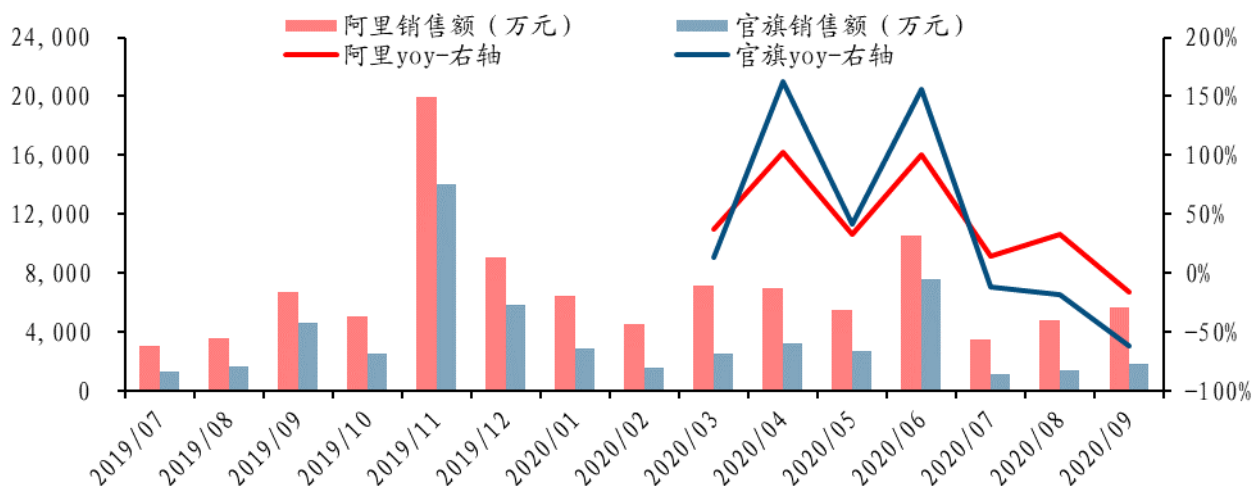


来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

### （3）丸美股份：期待双十一大促表现

9月丸美阿里护肤 GMV5630 万元，同比-16%；天猫官旗 GMV1788 万元，同比-61%，期待双十一大促表现。

图表 19：丸美阿里护肤、天猫官旗销售额及同比



来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

从单品看，经典产品巧克力丝滑护肤套装为销额第一SKU，GMV达441万元，占比25%，月销1.45万件；2020年新品小红笔眼霜GMV326万元，维持优秀表现。

图表 20：丸美天猫官旗销售额 TOP10 产品明细

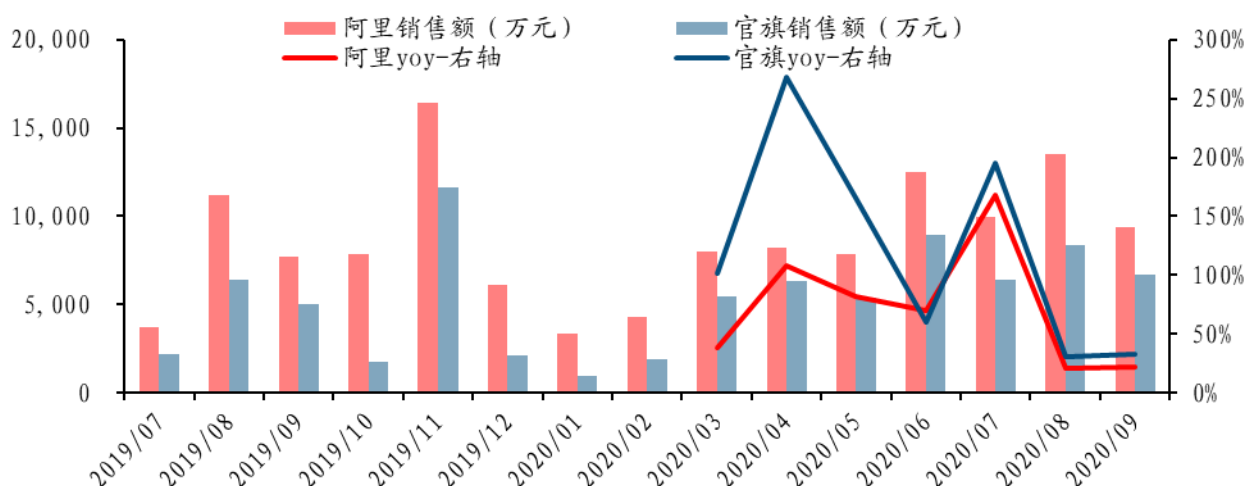
宝贝名称	品类	销额占比	销额(万元)	销量(万件)	成交均价
巧克力丝滑护肤套装	面部护理套装	24.69%	441.41	1.45	303
丸美小棕瓶润透修护精华	面部精华	9.09%	162.44	1.49	109
小红笔眼霜	眼霜	8.47%	151.39	0.40	381
小红笔眼霜	眼霜	6.48%	115.77	0.32	366
宠爱套装	眼部护理套装	4.62%	82.63	0.21	399
眼霜抗皱珍藏礼盒	眼部护理套装	4.24%	75.89	0.22	343
黑松露眼膜	眼膜	2.10%	37.56	0.42	90
小红笔眼霜	眼霜	1.75%	31.24	0.08	398
弹力蛋白凝时紧致护肤套装	面部护理套装	1.64%	29.28	0.04	670
小红笔眼霜	眼霜	1.55%	27.75	0.07	398

来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

#### (4) 御家汇：高基数下维持较快增长

9月御泥坊阿里护肤GMV9395万元，同比+22%；天猫官旗GMV6711万元，同比+32%，增速略显放缓因去年同期基数较高。

图表 21：御泥坊阿里护肤、天猫官旗销售额及同比



来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

从单品看，年初以来公司打爆的氨基酸泥浆面膜持续放量，9月销量近22万，GMV达2011万元，占比30%；美白淡斑小红瓶面膜维持TOP2，月销达6.3万件，GMV 818万元，占比12%。两大单品持续支撑官旗销额较快增长。

图表 22：御泥坊天猫官旗销售额 TOP10 产品明细

宝贝名称	品类	销额占比	销额 (万元)	销量 (万件)	成交均价
氨基酸泥浆面膜	面膜	29.97%	2011.12	22.37	90
美白淡斑面膜	面膜	12.19%	818.24	6.30	130
盈透果莓黑白面膜组合	面膜	8.73%	585.76	4.88	120
果莓面膜	面膜	5.39%	361.61	5.37	67
水乳套装	面部护理套装	4.39%	294.41	2.24	131
盈透黑面膜	面膜	4.02%	269.92	2.60	104
美白面膜+金盏花冻膜组合	面部护理套装	3.86%	259.00	1.00	259
金桂花眼膜	面部护理套装	3.67%	246.18	4.72	52
氨基酸泥浆面膜+黑膜套装	面部护理套装	3.18%	213.69	2.31	93
美白睡眠面膜	面膜	1.88%	126.43	1.39	91

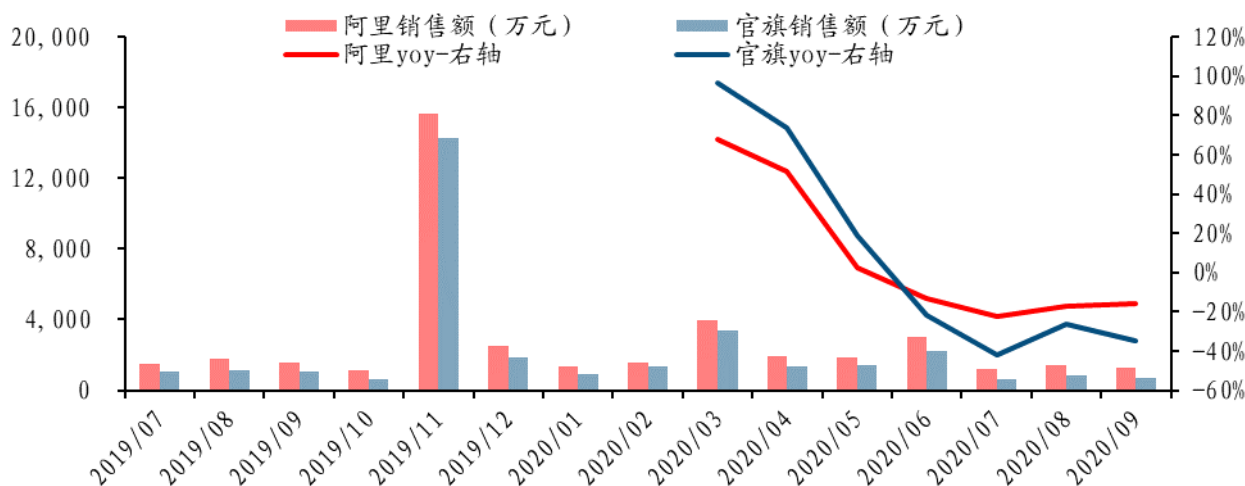
来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

### (5) 上海家化：玉泽加强直播爆发增长

9月佰草集阿里护肤 GMV1299 万元，同比-16%；天猫官旗 GMV667 万元，同比-35%。

图表 23：佰草集阿里护肤、天猫官旗销售额及同比

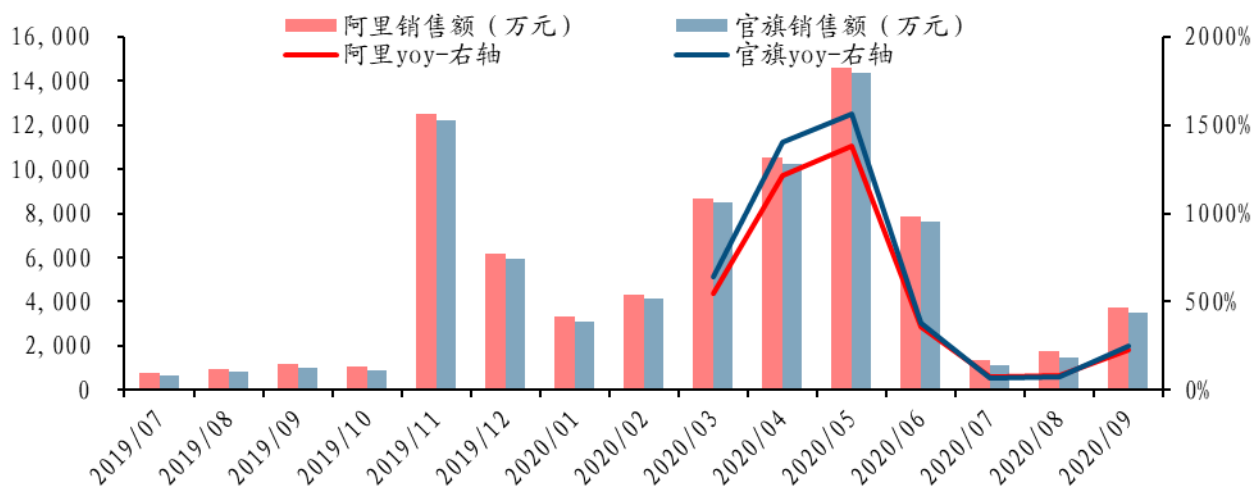




来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

9月玉泽阿里护肤GMV3723万元,同比+224%;天猫官旗GMV3476万元,同比+248%,  
9月玉泽转向薇娅直播投放,重回爆发增长。

图表 24: 玉泽阿里护肤、天猫官旗销售额及同比



来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

从单品看，肌本清源护肤套装仍为9月佰草集官旗销额最高单品，其次为2019年新品冻干面膜、经典单品玉润护肤套装、新七白白泥等。

图表 25: 佰草集天猫官旗销售额 TOP10 产品明细

宝贝名称	品类	销额占比	销额(万元)	销量(万件)	成交均价
肌本清源护肤品套装	面部护理套装	8.31%	55.48	0.22	257
冻干粉精华面膜	面膜	5.41%	36.11	0.11	327
玉润护肤品套装	面部护理套装	5.01%	33.42	0.08	443

大白泥美白面膜	面膜	4.25%	28.39	0.11	260
美肌面膜	面膜	3.92%	26.18	0.10	271
肌活新颜桃花套装	面部护理套装	3.60%	24.05	0.04	539
冻干粉精华面膜	面部护理套装	2.85%	19.05	0.04	436
白茶玲珑水乳套装	面部护理套装	2.56%	17.07	0.04	439
玉润保湿菁华霜	乳液/面霜	2.50%	16.68	0.07	224
肌本清源洁面乳	洁面	2.26%	15.08	0.24	64

来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

9月玉泽销额最高单品为口碑产品屏障修护保湿霜，销量5.2万件，GMV达1331万元，占比38%；积雪草面膜销量5.6万件，GMV达1087万元，占比31%；调理乳、保湿水、身体乳等经典产品也获得50万以上销额。

图表 26：玉泽天猫官旗销售额 TOP10 产品明细

宝贝名称	品类	销额占比	销额（万元）	销量（万件）	成交均价
皮肤屏障修护保湿霜	乳液/面霜	27.04%	939.84	2.98	316
积雪草修护干面膜	面膜	25.24%	877.29	4.44	198
皮肤屏障修护保湿霜	乳液/面霜	9.96%	346.09	2.10	165
积雪草修护干面膜	面膜	6.04%	209.98	1.20	175
皮肤屏障修护调理乳	乳液/面霜	3.14%	109.29	0.71	155
皮肤屏障修护保湿水	化妆水/爽肤水	1.84%	64.03	0.48	134
皮肤屏障修护身体乳	身体护理	1.73%	60.12	0.37	164
皮肤屏障修护精华乳	乳液/面霜	1.43%	49.73	0.17	293
屏障修护口碑套装	面部护理套装	1.41%	48.86	0.16	303
皮肤屏障修护保湿霜	乳液/面霜	1.30%	45.03	0.13	339

来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

## 品牌商营销情况跟踪

### 直播：9月华熙直播次数最多，其次家化、御家汇

上市品牌商中，9月华熙旗下品牌合计直播8次最多：润百颜新品紧致面膜、377次抛通过薇娅直播，效果良好；夸迪继续合作李佳琦，四款产品带动当月GMV突破5000万元。家化9月恢复直播投放，改为合作薇娅，投放玉泽畅销单品修护霜、积雪草面膜以及佰草集新七白套装。其余：珀莱雅直播1次，为靓白芯肌套装；御家汇2次，直播单品仍为年初以来的核心爆品氨基酸泥膜、美白面膜。

图表 27：上市品牌商当月头部主播直播情况

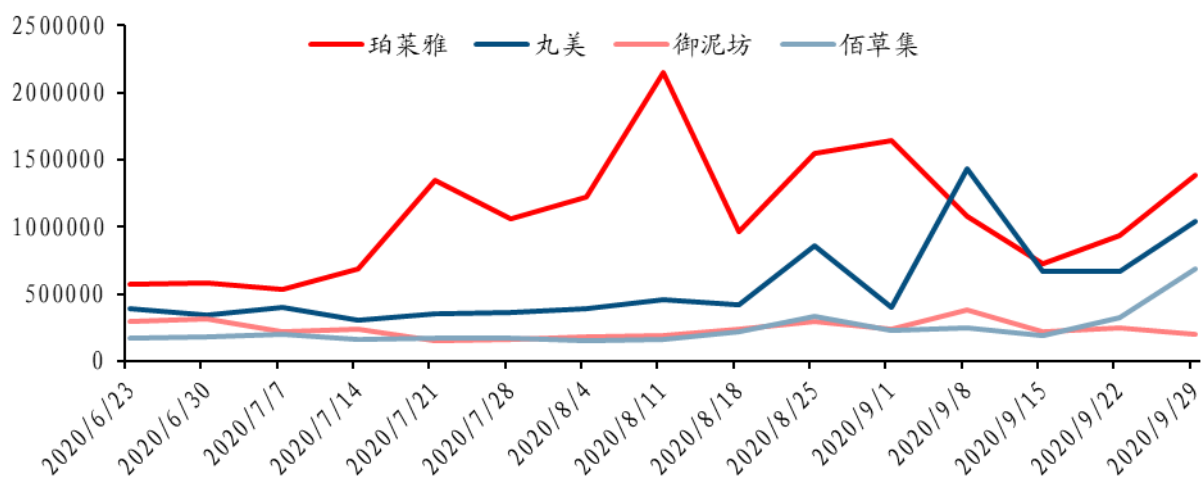
珀莱雅: 1			丸美: 0			华熙: 8			御泥坊: 2			家化: 3		
品牌	单品	主播/时间	品牌	单品	主播/时间	品牌	单品	主播/时间	品牌	单品	主播/时间	品牌	单品	主播/时间
珀莱雅	靓白芯肌三件套	薇娅/9.28				夸迪	战痘软安瓶原液	李佳琦/9.9	御泥坊	美白嫩肤面膜	薇娅/8.14	佰草集	新七白美白套装	薇娅/9.22
							高光面膜	李佳琦/9.13		氨基酸泥浆面膜	薇娅/8.14	玉泽	积雪草安心修护面膜	薇娅/9.9
							焕颜精粹次抛原液	李佳琦/9.2					皮肤屏障修护保湿霜	薇娅/9.24
							次抛原液	李佳琦/9.28						
						润百颜	紧致次抛面膜	薇娅/9.16						
							菁透焕亮377次抛精华	薇娅/9.21						
						BM肌活	抗氧化虾青素	薇娅/9.26						
							复合美白传明酸	薇娅/9.26						

来源: 微信公众号, 中泰证券研究所

### 社媒: 珀莱雅、丸美、佰草集 9 月微信声量走强

从微信平台看, 9 月末珀莱雅、丸美、佰草集微信声量显著走强, 估计因双节到来, 加强营销投放引流。

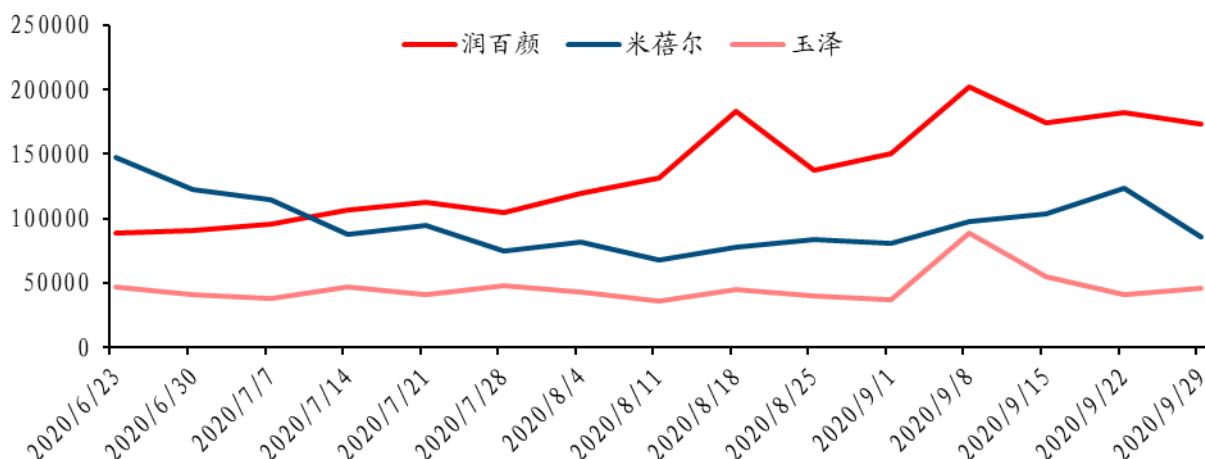
图表 28: 珀莱雅、丸美、御泥坊、佰草集微信声量



来源: 微信指数, 中泰证券研究所。注: 微信指数包含微信公众号搜索与浏览 (阅读、点赞) 数据, 可有效检测品牌投放效果, 详见微信指数官方计算方式。

声量第二梯队中, 润百颜稳中有升; 米蓓尔、玉泽相对平稳。

图表 29: 润百颜、米蓓尔、玉泽微信声量



来源：微信指数，中泰证券研究所。夸迪、肌活未形成词条，无法监测。

从小红书平台看，丸美、米蓓尔粉丝数9月有明显增长；从抖音平台看，丸美、御泥坊、玉泽播放量增长显著。

图表 30：上市品牌商小红书、抖音声量

小红书（粉丝数）	珀莱雅	丸美	润百颜	米蓓尔	夸迪	御泥坊	佰草集	玉泽
8月6日	5.3万	5.1万	2.6万	3183	1244	5.4万	1.8万	8520
9月7日	5.6万	5.3万	2.7万	3982	1372	5.5万	1.8万	8787
10月9日	5.7万	5.5万	2.8万	5587	1422	5.6万	1.9万	8854
抖音（播放数）	珀莱雅	丸美	润百颜	米蓓尔	夸迪	御泥坊	佰草集	玉泽
8月6日	1.6亿	616万	943万	122万	70万	2141万	721万	33万
9月7日	1.9亿	993万	998万	139万	70.5万	3539万	722万	40万
10月9日	2.0亿	1462万	1016万	147万	70.7万	4727万	723万	413万

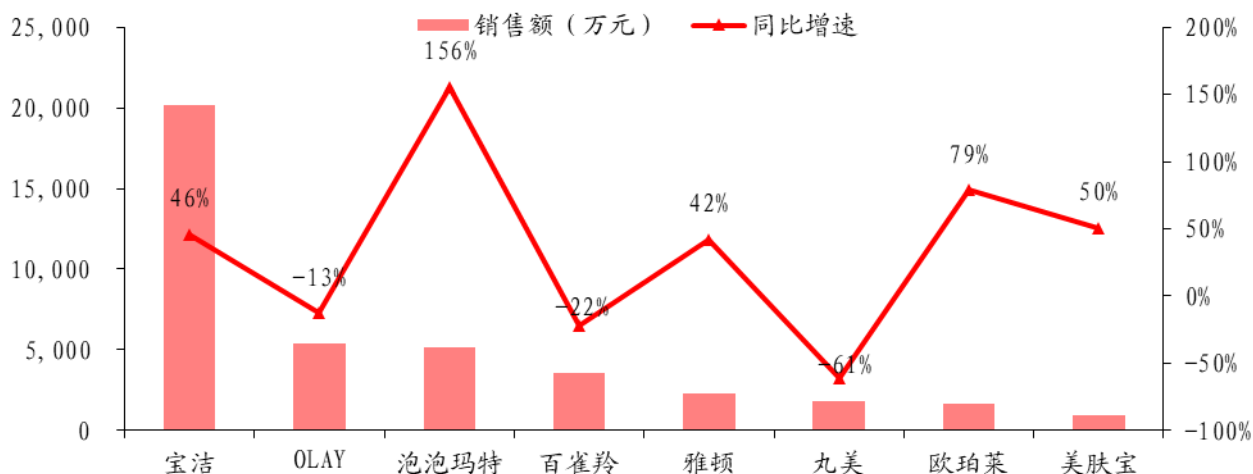
来源：小红书、抖音，中泰证券研究所。

## 2、上市 TP 商：

### （1）壹网壹创：新承接品牌表现更优

9月网创主要服务的9大品牌官旗合计GMV同比+18%，增速放缓主要受本土大牌拖累，百雀羚、丸美、佰草集官旗GMV同比下滑，OLAY表现同样不佳。但公司Q1新承接的潮玩品牌泡泡玛特爆发增长，yoy+156%，欧珀莱、美肤宝、宝洁、雅顿维持40%+增长。

图表 31：网创重点服务品牌当月官旗销售额及同比增速

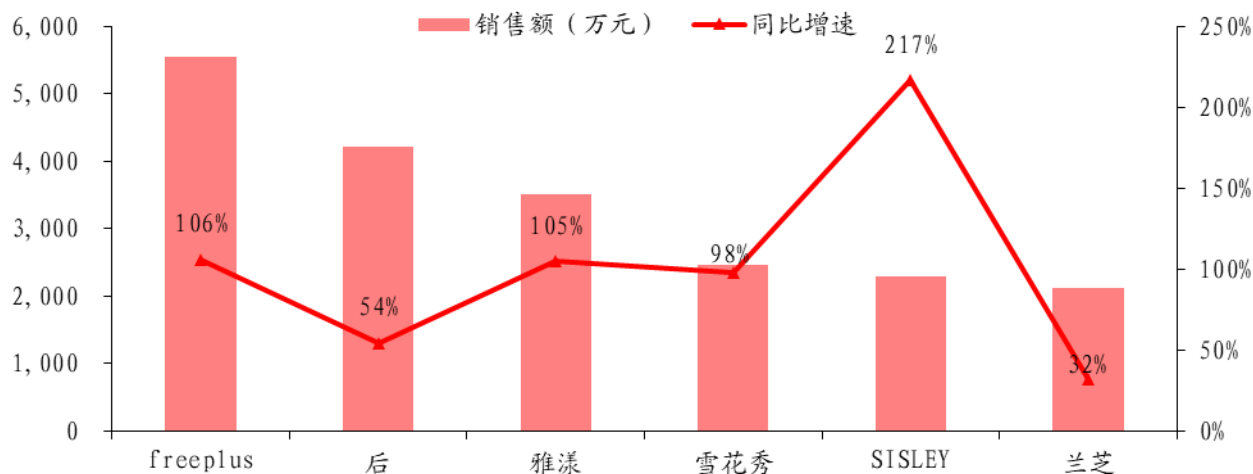


来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

## (2) 丽人丽妆：受益国际品牌高增

9月丽人丽妆主要服务的6大品牌合计GMV同比+88%，其中SISLEY、雅漾、Freeplus翻倍增长，持续受益行业高端化及敏感肌等功能性需求旺盛。

图表 32：丽人重点服务品牌当月官旗销售额及同比增速

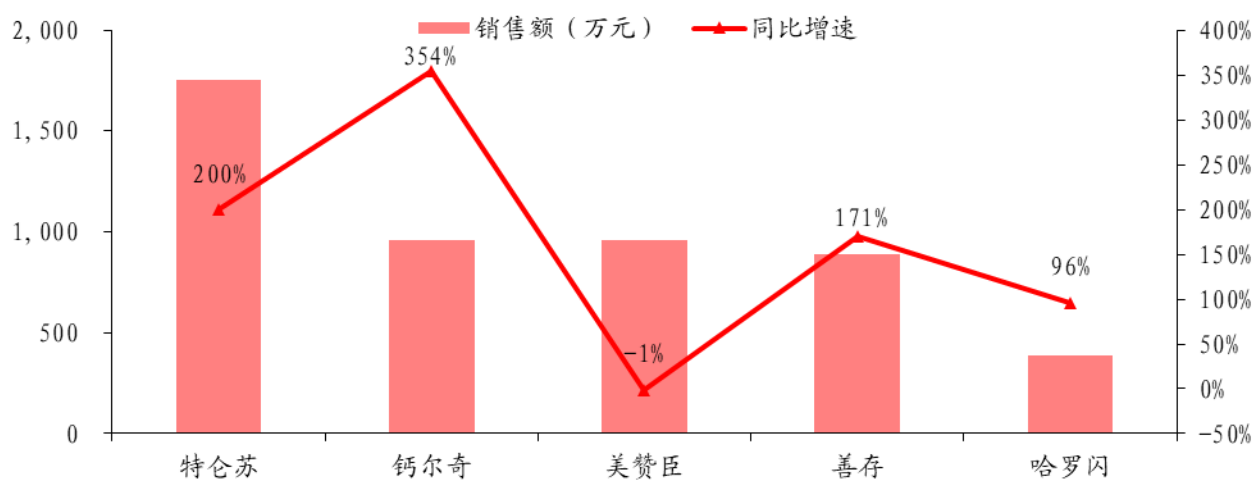


来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所

## (3) 若羽臣：母婴保健线上整体优秀

9月若羽臣主要服务的5大品牌合计GMV同比+116%，除美赞臣表现不佳外，其余品牌基本实现翻倍增长，母婴食品、保健品线上化趋势明显。

图表 33：若羽臣重点服务品牌当月官旗销售额及同比增速



来源：淘宝数据汇总，中泰证券研究所



#### 四、投资建议

**中泰核心推荐为：**医美针剂龙头**爱美客**，优质赛道叠加竞争优势突出；切中成分党风口、品牌矩阵持续推进的**华熙生物**，同时受益医美消费边际改善；市场敏锐度优秀，研发+营销实力不断升级的**珀莱雅**；眼霜细分龙头**丸美股份**，电商渠道年内有望迎来增长拐点；受益线上美妆高增长、具备差异化品牌塑造能力的头部 TP **壹网壹创**；同时建议关注全品牌矩阵的**上海家化**，更换管理层的品牌、渠道焕新或存在预期差；服务国际大牌、受益行业高端化的美妆龙头 TP **丽人丽妆**；母婴保健垂直 TP **若羽臣**，持续受益品类线上化。

图表 34：重点公司盈利预测表

股票代码	股票名称	股价	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300896.SZ	爱美客	428.50	3.42	4.71	6.58	125.14	91.01	65.09
688363.SH	华熙生物	137.49	1.46	2.09	2.92	94.23	65.90	47.01
603605.SH	珀莱雅	159.40	2.43	3.24	4.11	65.60	49.20	38.78
603983.SH	丸美股份	67.51	1.44	1.73	2.04	46.88	39.02	33.09
300792.SZ	壹网壹创	169.40	2.28	2.96	3.80	74.30	57.23	44.58
300740.SZ	御家汇	20.70	0.23	0.40	0.54	90.63	51.61	38.40
600315.SH	上海家化	41.55	0.72	0.86	0.96	57.71	48.31	43.28
605136.SH	丽人丽妆	34.32	0.82	1.00	1.23	41.92	34.32	27.96
003010.SZ	若羽臣	51.63	0.84	1.01	1.19	61.29	51.16	43.34

来源：中泰证券研究所，股价取 2020/10/16 收盘价，丽人丽妆盈利预测取 wind 一致预期。

### 风险提示

1. 经济增速下行，行业需求不济，景气度下降。
2. 产品升级、渗透速度不及预期。
3. 国际品牌加大国内市场开拓，行业竞争恶化。
4. 上市公司新品开发、营销效果不达预期。
5. 产品更新、研发技术更迭速度过快。

### 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

### 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。