

行业研究/深度研究

2020年06月16日

行业评级:

社会服务 增持(维持)
旅游综合 II 增持(维持)

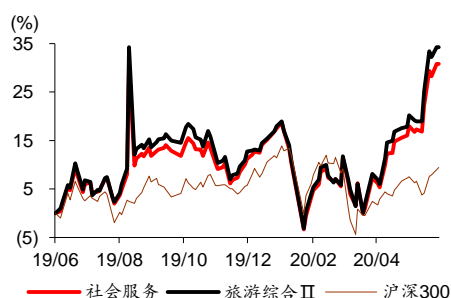
孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

相关研究

- 1 《社会服务: 行业周报(第二十三周)》
2020.06
- 2 《上海家化(600315 SH, 增持): 玉泽和佰草
集厚积薄发, 渠道转型》2020.06
- 3 《社会服务: 离岛免税扩容, 海南旅游整体
受益》2020.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

景气度有望延续, 国货迎来高光时刻 化妆品板块系列报告

文化自信、产业链实力提升, 渠道、营销变革带来数字化转型浪潮

追溯国内发展史, 渠道/营销变革带来美妆国货品牌更迭。借鉴日韩崛起路, 文化自信/产业链实力奠定化妆品产业长期发展驱动。国人文化自信提升, 年轻消费者愿意尝试新品牌和新产品, 认同“国潮”; 国内本土企业在资本助力下通过人才引进/技术合作/现代企业经营管理学习, 产业链实力在不断增强; 天猫等平台方通过各种运营方案/流量扶持助推发展; 有赞/微盟/壹网壹创/如涵等各类服务机构也在加速赋能。KOL 带货/直播电商等变革带来数字化转型浪潮, 平台方/品牌方/渠道方/服务方/代工厂有望全面受益, 建议关注珀莱雅/丸美股份/上海家化/中国国旅/壹网壹创/青松股份。

品牌方: 国货有望迎来高光发展期

数字化时代获客/留存/变现/复购等消费者行为数据均可分析, 供应链效率提升/增长引擎精准量化/趋势正反馈加强, 有望加速品牌的快速增长与淘汰。韩束/丸美/珀莱雅/玛丽黛佳等品牌已初步形成以核心原料为卖点、主打功效成分的新产品—以明星代言/头部 KOL 直播扩大声量—在抖音/小红书/等社交平台广泛投放中腰部 KOL/KOC 的表层逻辑, 我们认为底层逻辑在于基于用户/数据/组织进行自上而下的数字化改革。团队搭建、新品节奏、社媒投放情况是需要跟踪的过程指标, GMV/ROI 则是以上因素综合作用的结果指标。传统国货短期孵化新品、扩展品类, 中长期有望延伸品牌矩阵。

代工厂: 下游需求旺盛, 制造端受益景气红利

新锐品牌受益流量红利, 进入门槛降低、培育周期缩短, 可能将持续涌现, 但因打造团队的时间成本/技术/信息壁垒的成本较高, 自建供应链意愿不足。18 年诺斯贝尔营收 20 亿元, 位列中国同类企业第一, 但距离海外三巨头差距较显著, 仅为韩国科玛和科丝美诗的约 1/4, 莹特丽的 1/3, 中短期定位类似于“淘金热中卖铲人”。我们测算若 2025 年化妆品终端零售额达 8451 亿, 若代工比例在 42%, 代工厂市场规模可达 355 亿。参考韩国格局, 若龙头份额能达到 30% 以上, 则龙头收入规模可达 100 亿左右。

渠道商: 综合零售渠道诞生多龙头, 免税成外资大牌新增长点

综合美妆零售连锁业态诞生屈臣氏/丝芙兰/Ulta 等龙头, 19 年全球收入为 1692 亿港元/148 亿欧元/74 亿美元。2000-2012 年, 我国的美妆连锁店深耕低线城市, 充当本土品牌孵化器, 但相较海外龙头资本化时间晚, 区域性较强, 加大线上比重、发展小众品牌打造差异化成为新方向。免税成为外资龙头品牌方增长较快渠道, 19 年雅诗兰黛/爱茉莉/欧莱雅/资生堂全球免税收入占比 25%/23%/10%/9%。免税与有税分属不同业务条线, 免税市场基本不进行市场费用投放, 实现收割功能, 利润率更高; 有税市场进行大部分媒体投放/宣传推广/消费者教育, 二者相互协同, 有望共同做大蛋糕。

服务方: 价值在于聚合流量、促进转化、提升效率

MCN 机构、电商代运营、营销服务、商家 SAAS 服务等业态本质均是依托不同的流量生态衍生出的 to B 或 to C 的服务工具, 其价值在于聚合流量、促进转化、提升效率, 全链路服务、多平台拓展是重要发展方向。MCN: 借直播东风, 中短期有望快速增长; 电商代运营: 有望持续受益品牌电商化红利, 与客户合作模式取决于品牌发展诉求/规模体量/议价能力等, 客户拓展为增长核心; 商家 SAAS 服务: 有望依托社交电商迎来快速拓展期, 海外有大市值对标龙头; 营销服务: 数字营销成新发展趋势。

风险提示: 平台方流量生态发生较大变化; 市场竞争加剧; 新品推广较慢。

正文目录

化妆品溯源.....	6
产品本质：兼具功能属性和文化属性	6
产业链：品牌方、渠道端理论上更易诞生大公司	6
驱动力：渠道/营销变革带来品牌更迭，文化自信/产业链实力奠定长期发展	7
溯国内发展史，渠道/营销变革带来品牌更迭.....	7
鉴日韩崛起路，文化自信/产业链实力奠定长期发展.....	8
平台扶持加码，景气度有望延续	11
美妆消费支出占比有望长期提升	11
各平台对美妆扶持有望继续加码	12
年轻群体为主力、低线下沉持续	13
品牌方：国货有望迎来高光发展期.....	15
数字化转型浪潮来临，用户、数据、组织为关键	15
新的变化：供应链效率提升、增长引擎精准量化、趋势正反馈加强	15
如何应对：发力新品/社媒营销为表层，底层在于用户/数据/组织.....	16
如何跟踪：团队搭建、新品节奏、社媒投放的综合考量	20
短期孵化新品、扩展品类，中长期延伸品牌矩阵	21
传统国货复购贡献较少，新品有助引流新客、提升复购	21
新锐品牌可能存在瓶颈，集团化企业或挤占杂牌份额	23
代工厂：下游需求旺盛，制造端受益景气红利	25
龙头品牌多自主生产，新锐品牌自建供应链意愿不足	25
对标海外龙头国内代工龙头规模提升空间大，品类扩张/客户拓展驱动成长	25
渠道商：综合零售渠道诞生多龙头，免税成外资大牌新增长点.....	28
CS：诞生多龙头，加大线上比重、发展小众品牌打造差异化成为新方向	28
化妆品综合零售渠道诞生多龙头.....	28
加大线上比重、发展小众品牌打造差异化成为新方向	29
免税：成外资美妆龙头重要渠道	30
化妆品是免税中占比最高、盈利最强的品类.....	30
有税教育市场、免税收割市场，有望共同繁荣.....	31
服务商：数字化浪潮带来流量红利.....	32
服务商价值在于聚合流量、促进转化、提升效率	32
MCN：借直播东风，中短期有望快速增长	32
电商代运营：有望持续受益品牌电商化红利，客户拓展为核心.....	33
商家 SAAS 服务：海外有大市值对标龙头.....	35
营销服务：数字营销成新发展趋势	36
全链路、多平台是重要方向.....	37
流量红利延续，化妆品产业链上下游有望全面受益	38
风险提示.....	39

图表目录

图表 1: 国内外化妆品公司的财务指标特点	6
图表 2: 化妆品产业链上下游代表性公司	7
图表 3: 我国化妆品产业发展历程	8
图表 4: 日本化妆品产业发展历程	8
图表 5: 韩国化妆品产业发展历程	9
图表 6: 中日韩化妆品产业链崛起的比较	10
图表 7: 外资品牌降价措施	10
图表 8: 我国历年化妆品进口金额持续较快增长	10
图表 9: 我国进口化妆品前五国家份额变化	10
图表 10: 日本化妆品消费占居民支出比例长期提升	11
图表 11: 美国的化妆品消费支出占比变化趋势	11
图表 12: 我国化妆品消费增速引领其他发达国家	11
图表 13: 化妆品增速在可选消费中表现相对突出	11
图表 14: 我国 1-3 线城市的美妆品类使用渗透率已经接近或超过韩国	12
图表 15: 我国 1-3 线城市的美妆品类使用步骤数较韩国还有提升空间	12
图表 16: 主要电商/社交平台的商业化布局	12
图表 17: 2019 年抖音平台美妆品类的内容增速超过整体	13
图表 18: 快手平台 2019 年美妆商家短视频数量及内容观看量可观	13
图表 19: 90/95 后是线上美妆消费的主力军 (2018)	13
图表 20: 90/95 后的消费品类分布 (2018)	13
图表 21: 一二线群体贡献主要美妆消费金额	14
图表 22: 低线城市消费群体的数量占比比较高	14
图表 23: 有赞美妆人群的地域分布	14
图表 24: 天猫: 打造消费者运营全链路机制, 分布品牌人群增长计划	15
图表 25: 传统供应链模型	15
图表 26: 数字经济时代的新模型提升效率	15
图表 27: 电商渠道 GMV 的增长公式拆解	16
图表 28: 天猫平台的免费流量权重模型	16
图表 29: 传统国货用社媒营销思路推广新产品	16
图表 30: 欧莱雅电商渠道持续较快增长	17
图表 31: 欧莱雅集团的数字化营销投入占比在持续提升	17
图表 32: 欧莱雅在对员工加大数字技能的培训	17
图表 33: 雅诗兰黛数字化营销投入占营销费用的比重在不断提升	17
图表 34: 雅诗兰黛电商渠道快速增长	17
图表 35: 欧莱雅的战略在向数字化、生态化不断演变	18
图表 36: 薇诺娜的数据系统	19
图表 37: 薇诺娜近 12 个月官方旗舰店销售额	19
图表 38: 薇诺娜 12-19 年终端零售额 GAGR70%	19

图表 39: 完美日记近 12 个月官方旗舰店销售额	20
图表 40: 完美日记 18-19 年终端零售额平均增速 93%	20
图表 41: 微信生态内广告投放效益的测算逻辑	21
图表 42: 18 年美妆国货线较 16 年增长 69%，主要驱动来自人群渗透和客单提升，复购贡献较少	21
图表 43: 新品成为网络消费主要驱动力，2018 年销售占比达 31%	22
图表 44: 2018 年美妆是线上首发比例较高的品类	22
图表 45: 2019 年抖音品类结构图-彩妆	22
图表 46: 2019 年抖音品类结构图-护肤	22
图表 47: 部分海外新锐美妆品牌发展概况	23
图表 48: 雅诗兰黛收购的 Smash box、Too faced、Becca 拖累业绩	23
图表 49: 2010-2019 年 top10 化妆品公司历年份额变化	24
图表 50: 2010-2019 年 top10 化妆品牌历年份额变化	24
图表 51: 中国市场 top10 品牌终端零售规模（亿元人民币）	24
图表 52: 中国市场 top10 公司端零售规模（亿元人民币）	24
图表 53: 龙头国货企业多自建供应链，外购比例较少	25
图表 54: 新锐品牌多为代工生产	25
图表 55: 诺斯贝尔营收较海外巨头仍相差较远	26
图表 56: 诺斯贝尔毛利率在行业中占优	26
图表 57: 2018 年诺斯贝尔净利润超科丝美诗	26
图表 58: 诺斯贝尔净利率高于其他海外龙头	26
图表 59: 诺斯贝尔 16-18 年客户情况（亿元）	26
图表 60: 化妆品代工厂的市场空间估算	27
图表 61: 2014 年韩国化妆品代工厂市场格局	27
图表 62: 2018 年韩国化妆品代工厂市场格局	27
图表 63: 丝芙兰全球历年收入及增速	28
图表 64: ulta 历年收入及增速	28
图表 65: 屈臣氏全球及中国地区收入和增速	28
图表 66: 国内外 CS 渠道均孕育龙头	29
图表 67: 屈臣氏中国的转型方向	29
图表 68: 2019 年各 CS 龙头独家品牌的销售额占比	29
图表 69: 我国化妆品市场中 CS 渠道历年销售额及增速	30
图表 70: 2018 年中国免税销售品类分布	30
图表 71: 2018 年全球免税销售额品类分布	30
图表 72: 资生堂免税业务利润率高于全渠道	31
图表 73: 雅诗兰黛免税收入及增速	31
图表 74: 欧莱雅免税渠道销售额同比增速	31
图表 75: 爱茉莉太平洋免税收入及增速	31
图表 76: 资生堂免税渠道销售额同比增速	31
图表 77: MCN 机构数量 18-19 年快速增长	32
图表 78: MCN 行业规模 19 年约 168 亿	32

图表 79: 2018 年 MCN 变现模式中, 头部和整体变现的分布情况	32
图表 80: 2018 年不同营收规模的 MCN 机构主要变现方式占比 (多选)	32
图表 81: 海外龙头 MCN 的发展情况.....	33
图表 82: 电商服务市场规模快速增长.....	34
图表 83: 品牌电商服务目前在 B2C 电商市场渗透率较低	34
图表 84: 主要电商代运营公司对比	34
图表 85: 电商代运营企业主要业务模式对比	34
图表 86: 宝尊电商代运营业务服务费率呈下行趋势	35
图表 87: 壹网壹创部分客户服务费率变化.....	35
图表 88: 国内外电商代运营行业龙头经营情况	35
图表 89: 以有赞为例, 看中小商家电商服务软件提供商的产品矩阵.....	36
图表 90: 数字营销市场规模及增速、广告主营销预算增速	36
图表 91: 广告主投放渠道占比.....	36
图表 92: 有赞的产品增长模型.....	37
图表 93: 国内化妆品上下游企业资本化情况	39

化妆品溯源

产品本质：兼具功能属性和文化属性

我们认为化妆品兼具功能属性和文化属性，文化属性对化妆品议价权的影响力更大，功能属性奠定化妆品的根本基础。

功能角度，化妆品满足了消费者对于护肤及美容的需求，如保湿、抗衰、美白、祛斑、祛皱、美妆等等；这一产品性质要求化妆品应有相应的功效原理、作用机制、测试检验等；产品的特定功效性越强，对研发实力的要求就越高。

文化角度，“女为悦己者容”，化妆品消费更多是为了外向型社交活动，象征着自信、精致、健康等生活态度，这一产品性质使得化妆品品牌需要有特定的品牌故事、附加的文化输出、不断的用户教育、较高的市场宣传投入来维系与消费者的情感粘性。

在报表端，化妆品品牌集团体现出高毛利率（一般在 60%-80%）、高销售费用率（一般在 20%-40%）、中等净利率（一般在 10%左右）的特点。参考珀莱雅、丸美股份等国货品牌的财务数据，化妆品的生产研发环节（研发、原料、生产、人工）成本占比并不高；但生产研发决定了产品的根本差异、定位抉择、营销卖点，奠定根本基础。全球知名的化妆品品牌集团多选择自建研发团队、自建工厂生产，缺乏自主生产研发实力的品牌寻求代工厂外包，更多侧重前端市场。

图表1：国内外化妆品公司的财务指标特点

公司名称	珀莱雅	丸美股份	上海家化	欧莱雅	雅诗兰黛
收入规模（亿）	30.96(CNY)	17.80(CNY)	75.43(CNY)	298.7(EUR)	148.63(USD)
销售费用率	39%	30%	42%	31%	23%
毛利率	63%	68%	62%	72%	79%
净利率	11%	24%	5%	13%	10%
ROE	23%	32%	7%	14%	31%
应收款周转天数	14.34	2.57	46.54	53.51	40.58
应付款周转天数	117.62	166.07	96.30	198.12	115.02
存货周转天数	100.48	94.75	76.26	127.80	205.12
现金周期	-2.80	-68.74	56.23	-16.82	131.00

注：收入、销售费用率为 2019 年数据；其余指标为近 5 年平均；珀莱雅、丸美股份、上海家化收入币种为人民币，欧莱雅为欧元，雅诗兰黛为美元。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

产业链：品牌方、渠道端理论上更易诞生大公司

化妆品产业链涵盖原料、工厂、品牌商、经销、渠道等各个环节，品牌方、终端渠道商是价值链占比最高的环节，理论上更易诞生大公司。从产业链上下游上市企业来看，品牌端龙头收入、市值为最；渠道端次之。原料龙头业务多元，多涵盖化工/食品等，香化业务占比较少，本文不做重点讨论。

图表2：化妆品产业链上下游代表性公司

生产环节		公司名称	财年收入 (亿元)	市值 (亿元)	币种	PE	平均毛利率	平均净利率	平均 ROE	股价涨跌幅 (%)	
原料		巴斯夫	2019	593.16	3267	EUR	9.99	29.42%	8.67%	15.37%	85.98
		奇华顿	2019	62.03	2321	CHF	48.99	43.60%	12.98%	19.03%	308.67
		国际香料香精	2019	51.40	981	USD	28.54	42.98%	10.25%	11.15%	440.21
生产		诺斯贝尔	2019	20.66	88	CNY	26.08	22.67%	12.12%	28.07%	345.00
		科丝美诗	2019	13306.53	55	KRW		13.77%	2.73%	11.95%	25.45
		科玛	2019	15407.21	58	KRW		23.81%	5.78%	12.15%	69.80
品牌		欧莱雅	2019	298.74	10905	EUR	39.48	72.13%	13.37%	13.73%	236.74
		雅诗兰黛	2019	148.63	4551	USD	52.88	79.25%	10.17%	30.56%	1307.33
		资生堂	2019	11315.47	1790	JPY	37.15	77.34%	4.61%	10.21%	263.25
零售		中国国旅	2019	479.67	1875	CNY	106.35	21.47%	9.61%	17.66%	1424.71
		ULTA 美妆	2019	23.06	881	USD	29.32	38.67%	9.93%	29.46%	2667.70
服务	MCN	如涵	2019	10.93	2.80(USD)	CNY	-21.35	33.88%	-8.53%		-57.83
	电商服 务类	中国有赞	2019	11.71	191 (HKD)	CNY	-30.19	45.68%	-58.26%	-13.29%	2614.29
		微盟集团	2019	14.37	217(HKD)	CNY	62.41	61.30%	-29.95%	93.70%	231.40
	代运营	丽人丽妆	2018	36.15		CNY		36.23%	4.21%	15.02%	
		壹网壹创	2019	14.51	262.69	CNY	112.27	27.69%	14.87%	24.48%	495.96
		若羽臣	2018	9.31		CNY		40.06%	6.20%	17.27%	
		宝尊电商	2019	73	21(USD)	CNY	59.81	54.47%	3.81%	8.61%	220.11

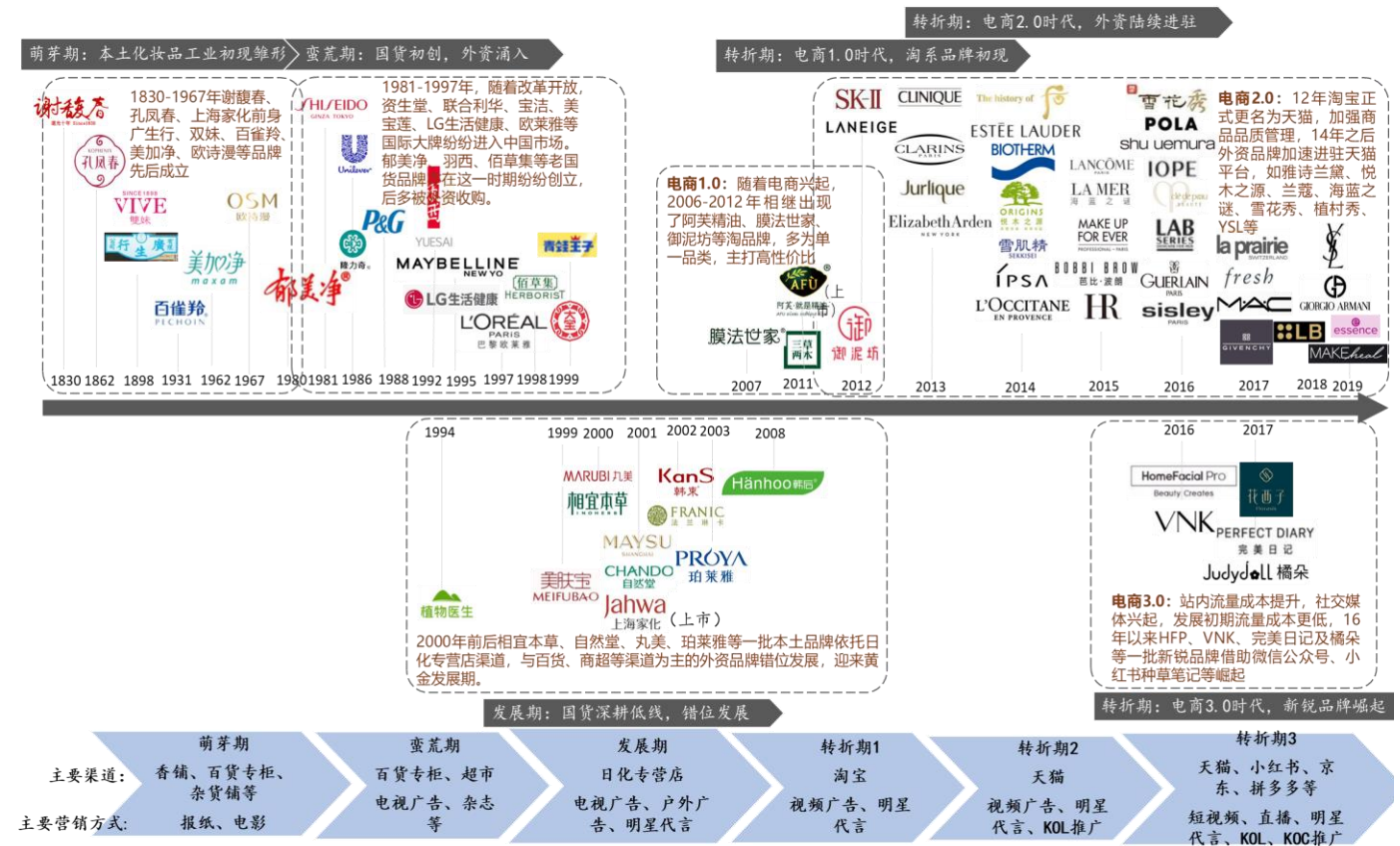
注：股价涨幅为累计值，区间为 2009 年 1 月 1 日或公司上市之日起至 2020 年 6 月 15 日。计算平均毛利率、平均净利率、平均 ROE 的财年区间如下：巴斯夫、奇华顿、IFF、雅诗兰黛、资生堂、欧莱雅、中国国旅、壹网壹创、诺斯贝尔、ULTA、宝尊为 2015-2019 年。丽人丽妆、若羽臣为 2014-2018 年、如涵为 2017-2018 年，有赞为 2018-2019 年。收入披露的最新财年与上述一致。其中雅诗兰黛财年为去年 7 月 1 日至当年 6 月 30 日，ULTA 美妆财年为每年 2 月至次年 2 月，如涵财年为去年 4 月 1 日至当年 3 月 31 日，其余公司财年均与自然年一致。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

驱动力：渠道/营销变革带来品牌更迭，文化自信/产业链实力奠定长期发展 溯国内发展史，渠道/营销变革带来品牌更迭

2000-2010 年年间，国货品牌自然堂、珀莱雅、丸美、百雀羚等主要依托深度分销在 CS/商超等传统线下渠道发展壮大。12 年前后首批淘品牌御家汇、阿芙等在淘宝平台崛起。17 年以来 HFP、花西子、完美日记等新锐品牌则依托微信/小红书等社交平台高速增长。营销端，化妆品营销的流量入口则从央视—地方卫视——淘宝/天猫——抖音/快手/小红书等诸多社交平台依次切换。

图表3：我国化妆品产业发展历程

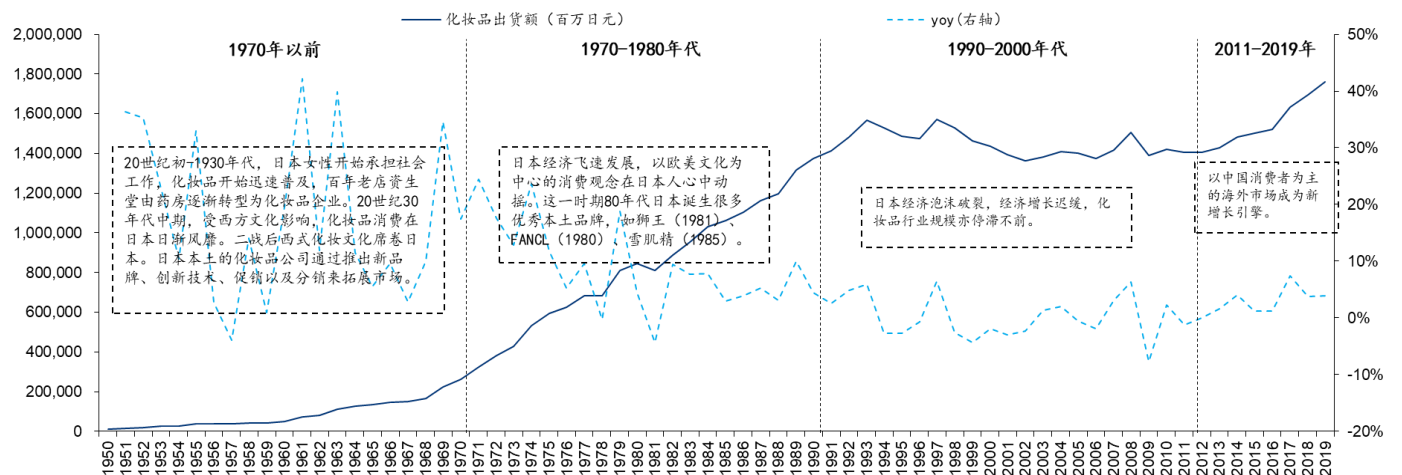


资料来源：各品牌官网，华泰证券研究所

鉴日韩崛起路，文化自信/产业链实力奠定长期发展

日本：本土美妆在 70-80 年代本土文化意识觉醒期发展壮大。二战后日本的化妆品消费主要受西方文化影响，1970-1980 年代才成为日本本土品牌集中崛起的高光时刻，背景是日本经济飞速发展，以欧美文化为中心的消费观念在日本人心中动摇。比如日本设计师出现在了巴黎时装周，日本模特也在西方时尚圈开始崭露头角，登上国际舞台，至 1989 年日本已经成为世界第二大化妆品消费国，销售额达到 89.79 亿美元，1976-1989 年复合增速达 12%；此后因经济泡沫破裂发展停滞；2014 年之后中国游客成为新的增长引擎。

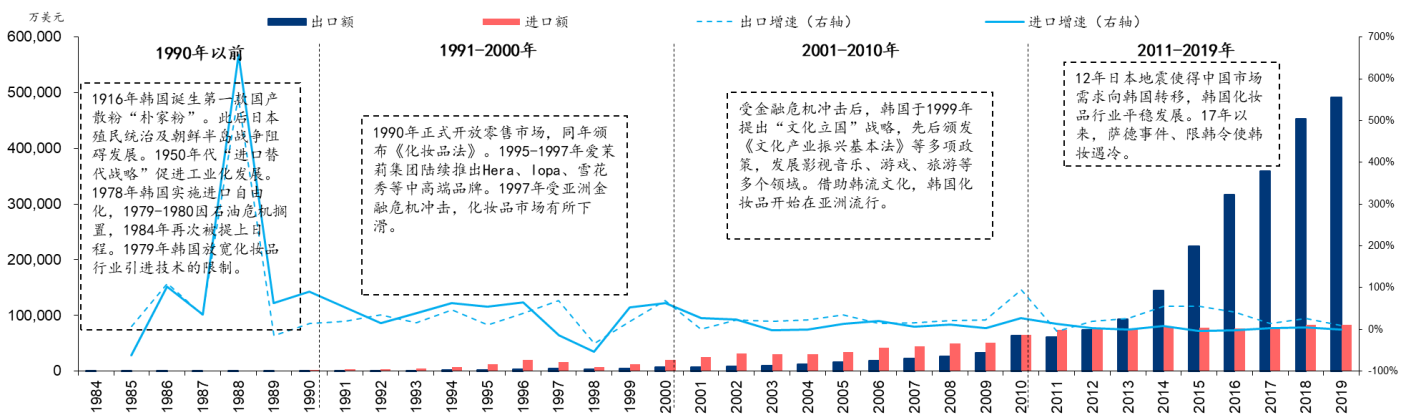
图表4：日本化妆品产业发展历程



资料来源：日本统计局，华泰证券研究所

韩国：本土美妆业发展于 50-60S 进口替代期，韩流文化引领高光时刻。韩国 1950 年代的“进口替代”战略抑制外资品牌，也促进了本土化妆品产业进步。1979 年韩国放宽了化妆品行业引进技术的限制，1990 年则正式开放零售市场，同年将《化妆品法》独立立法，完善市场监管机制，进一步促进韩妆繁荣，也倒逼本土企业加强产品研发和营销，如 1995-1997 年爱茉莉集团陆续推出 Hera、Iopha、雪花秀等中高端品牌。1999 年之后韩国以文化立国为战略，借助韩流文化，韩国化妆品开始在亚洲流行。11 年之后日本核泄露变相加速韩妆在中国的渗透，叠加韩剧、综艺等流行，韩国对中国出口快速增长，18 年韩国化妆品对中国出口额 27 亿美元，占韩国总出口的 43%。

图表5： 韩国化妆品产业发展历程



资料来源：日本统计局，华泰证券研究所

90 年代前后外资龙头抢滩进入中国市场，彼时诸多萌芽期的本土品牌因整体资本实力、管理经验相对落后，在外资收购潮后因管理文化等诸多原因陷入沉寂；16 年以来进口品也在加速涌入，而此时我国化妆品产业链上下游公司加速资本化，产业链实力增强、文化自信提升，我们认为市场开放、百花齐鸣有望倒逼本土产业链持续进步。

外资 90 年代前后佰草集/双妹/羽西等中高端品牌及小护士/大宝/美加净等大众品牌在百货、商超等渠道已有一定品牌认知度，但整体资本实力、现代企业管理理念相对落后；彼时外资日化巨头集中进入中国，相继将众多本土品牌小护士/羽西/大宝收购纳入旗下，而后因管理文化差异、本土市场不服等原因，诸多民族品牌自此消沉。16 年以来我国对化妆品多次降税；18 年 11 月起进口非特化妆品由审批管理统一改为备案管理，流程简化，外资产品在中国的上市时间大大缩短，节约时间成本、隐形运营成本，我们预计外资品牌也将加速涌入国内。

17 年以来珀莱雅/丸美股份/壹网壹创/华熙生物等企业先后登陆资本市场，提振板块效应，我们认为创业板注册制等有望加速美妆企业资本化，也联动一级市场蓬勃发展，本土企业在资本助力下通过人才引进、外延整合、技术合作、现代企业经营管理的提升，产业链实力在不断增强；天猫等平台方通过各种运营方案、流量扶持、商家指南扶持；有赞/微盟/壹网壹创/如涵等各类依托平台生态的服务机构也在加速赋能。同时与欧美成熟市场不同，在中国市场，化妆品的人群年龄前置，消费结构呈座钟曲线，以年轻消费者为主，其消费意识和付费意愿更强，支出上较年长者更多；本土文化自信提升，年轻消费者愿意尝试新品牌和新产品，认同“国潮”。

图表6：中日韩化妆品产业链崛起的比较

	中国	日本	韩国
崛起时间	2016 年至今	1970-1980 年	1991-2000 年
崛起期人均 GDP	8079-10276 美元（2016 年至今）	2038-9465 美元（1970-1980 年）	7523-11253 美元（1991 年-2000 年）
经济背景	大国崛起，中美贸易冲突加剧	经济飞速发展	亚洲金融危机冲击后时代
文化背景	国潮盛行，国内影视/文化开始向外输出	以欧美文化为中心的消费观念在日本人心中动摇	以文化立国为战略，韩流文化在亚洲流行
政策背景	2017 年以来接连出台《化妆品监督抽检工作规范》、《化妆品分类规范》、《化妆品监督管理条例》、《化妆品注册和备案检验工作规范》等加强化妆品的监管体系	1950 年代末开始日本化妆品进口许可已经逐步自由化；政府对企业生产和营销等方面做了严格限制，将化妆品和药品放在同一层级管理，化妆品被分为准药品和化妆品，厚生省的药品法规定了化妆品的标准，医药局签署的 N1339 公告则规范药品、准药品、化妆品和医疗器械产品的广告行为	1990 年《化妆品法》独立立法，明确了化妆品相关定义、制造者/制造销售者登记、功能性化妆品审查、制造销售者的义务、化妆品安全标准等，完善市场监管机制
产业背景	社交平台兴起、社媒营销盛行，新锐品牌集中涌现，传统国货份额提升	众多优秀的本土品牌诞生	零售市场放开，倒逼本土企业加强产品研发和营销

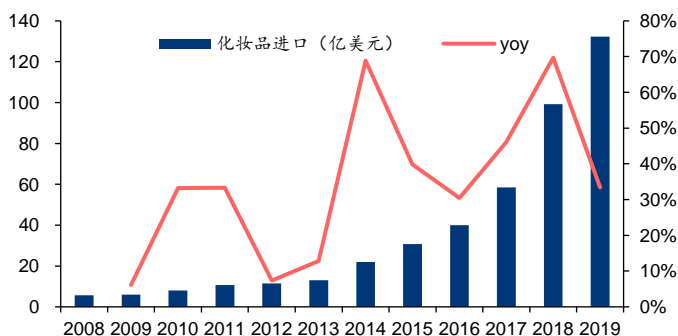
资料来源：各国统计局，华泰证券研究所

图表7：外资品牌降价措施

降税政策	集团	时间	调整品牌
2015 年 6 月 1 日，护肤品等部分日用消费品进口关税下调	雅诗兰黛集团	2015 年 7 月 1 日	下调旗下雅诗兰黛、倩碧、海蓝之谜、悦木之源、MAC、BOBBI BROWN 和男士护肤品牌 Lab Se-ries 的建议零售价。其中，小棕瓶家族降价幅度达 14%，倩碧高效护肤三部曲降价幅度达 13%，悦木之源韦博士灵芝焕能精华素降幅达 23%，海蓝之谜精华面霜降幅约 11%
	爱茉莉太平洋集团	2015 年 7 月 1 日	下调四个品牌部分产品在中国的建议零售价，其中，雪花秀平均降价 4%、兰芝降价 12%、悦诗风吟降价 8%、伊蒂之屋降价 3%
	欧莱雅集团	2015 年 5 月 26 日	调价涉及 10 个相关品牌，分别为兰蔻、赫莲娜、科颜氏、碧欧泉、植村秀、圣罗兰、阿玛尼、薇姿、理肤泉和修丽可
2016 年 10 月 1 日，化妆品消费税下调	雅诗兰黛集团	2017 年 1 月后	雅诗兰黛品牌 3 大明星粉底降幅约 7%-10%，包含白金级奢宠臻采粉底液和沁水粉底液。倩碧持久遮瑕粉底液 30ml（魔妆点点棒）降幅 16%，魅可定制无瑕粉底液降幅 18%，芭比波朗舒缓平衡粉底露 SPF15 PA+ 降价 8%，流云眉粉笔降价 12%
	欧莱雅集团	2017 年 1 月 1 日	下调旗下兰蔻、阿玛尼美妆、圣罗兰美妆等品牌部分产品的价格。
	爱茉莉太平洋集团	2017 年 1 月 15 日	兰芝、悦诗风吟、伊蒂之屋、雪花秀四个品牌 327 个单品的零售价下调 3%至 30%。
2017 年末降低部分消费品进口关税	雅诗兰黛集团	2018 年 3 月	下调旗下 300 多个产品的建议零售价，其中，雅诗兰黛倾慕唇膏系列全线降幅为 10%以上，倩碧三款明星睫毛膏降幅 12%，撞色小方唇膏系列价格小幅下调，魅可部分眼影产品降幅约 7%-9%，魅可清爽净妆油降价 18.8%。
2019 年 4 月 1 日增值税税率下调	雅诗兰黛集团	2019 年 5 月	下调部分护肤及彩妆产品价格，红石榴高光水从 590 元下调至 520 元，降幅超过 10%
	LVMH 集团	2019 年 4 月 26 日	娇兰、迪奥、纪梵希、玫珂菲、馥蕾诗五个美妆护肤品牌降价，降幅在 2%-5%之间

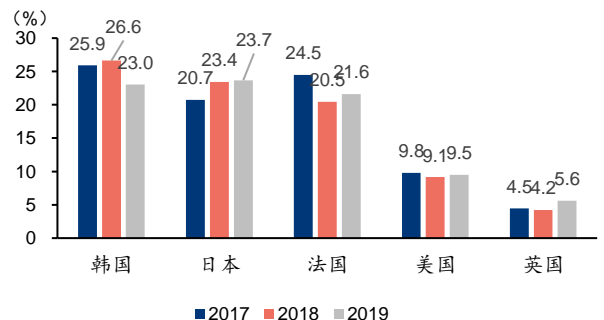
资料来源：国家税务总局，华泰证券研究所

图表8：我国历年化妆品进口金额持续较快增长



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

图表9：我国进口化妆品前五国家份额变化



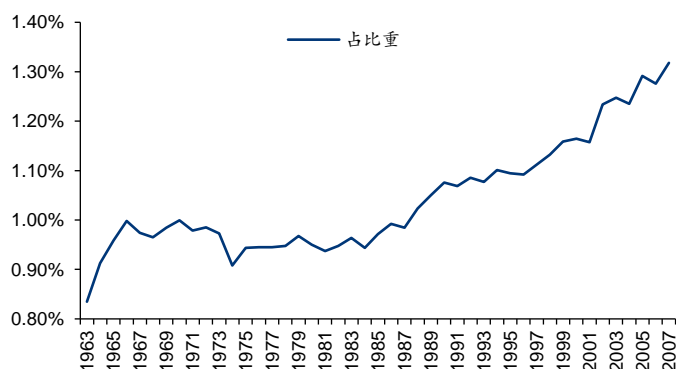
资料来源：海关总署，华泰证券研究所

平台扶持加码，景气度有望延续

美妆消费支出占比有望长期提升

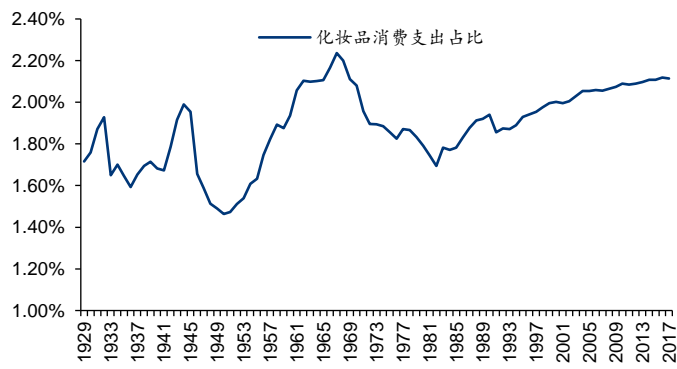
女性社会地位的不断增强、美妆渗透率的扩大、消费意愿的提升是驱动化妆品消费增长的长期因素，日本、美国的化妆品消费支出均呈现长期提升的趋势。1980 年代以来伴随着产业的崛起以及本土文化自信的提升，日本化妆品消费支出在持续增加。而具体看美国居民的化妆品消费支出占比变化情况，占比明显提升的阶段分别是 1929-1932 大萧条时期（美国化妆品工业初崛起，口红效应显著）、1936-1945 二战时期（更多女性参与工作、提振士气）、1950-1968 战后时期（好莱坞明星盛行、电视普及、纸媒发展）、1990 以来的美国新经济时期（互联网发展加速市场教育）。

图表10：日本化妆品消费占居民支出比例长期提升



资料来源：日本统计局，华泰证券研究所

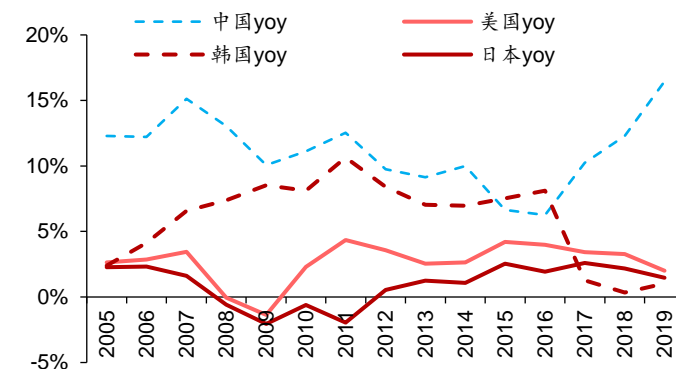
图表11：美国的化妆品消费支出占比变化趋势



资料来源：美国统计局，华泰证券研究所

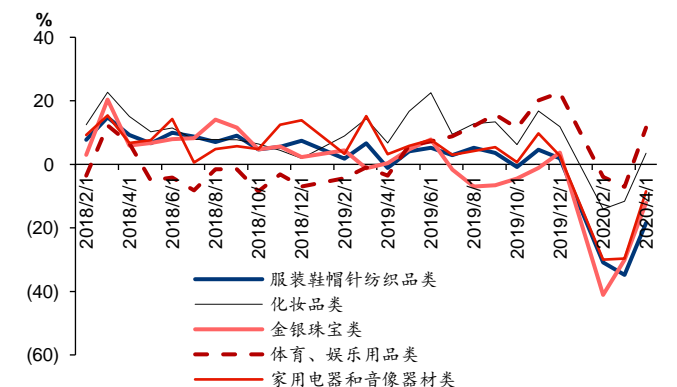
相较欧美日韩等发达国家，我国化妆品市场增速最快，但化妆品人均消费据发达国家仍有差距。伴随着我国本土文化自信的提升、产业链实力的增强以及流量红利带来的渠道及营销变革，产品升级、消费频次增加有望驱动化妆品消费支出长期提升。2019 年我国化妆品终端零售额 19 年我国化妆品市场规模 4777 亿/+16.45%（欧睿数据）。相较欧美日韩等发达国家，我国增速最快。据国家统计局，19 年我国限额以上化妆品零售规模 2992 亿/+12.6%，相较服装类（9778 亿/+2.6%）、家电音响器材（9138 亿/+5.6%）、金银珠宝（2605 亿/+0.4%）、体育娱乐用品（693 亿/+8%）增速最高。但我国化妆品人均消费据发达国家仍有差距，2018 年我国人均化妆品消费金额为 294 元，分别为日本/美国/韩国的 14%/15%/18%。据欧莱雅，中国一线至三线女性消费者在护肤品类总体使用渗透率接近 100%，已经相对较高，我们预计后续消费金额的提升驱动将主要来自低线下沉、产品升级、消费频次增加。

图表12：我国化妆品消费增速引领其他发达国家



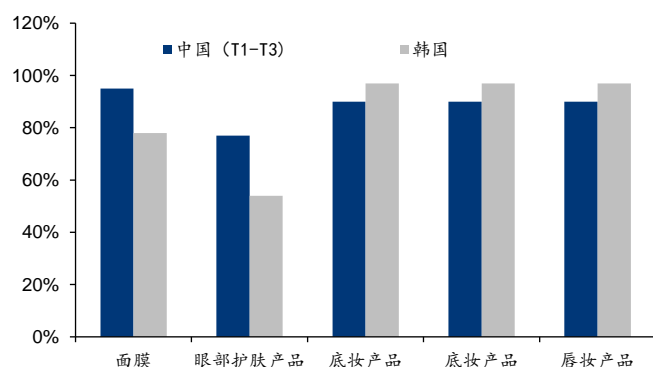
资料来源：欧睿，华泰证券研究所

图表13：化妆品增速在可选消费中表现相对突出



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

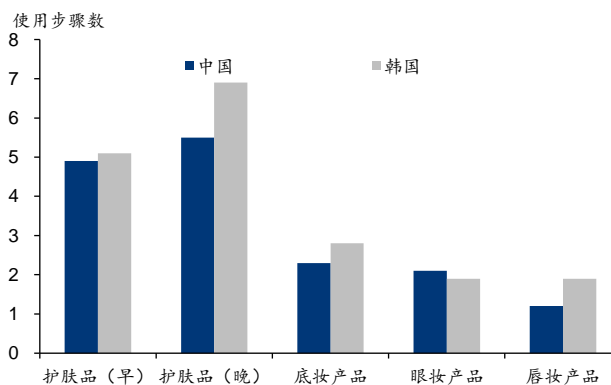
图表14： 我国 1-3 线城市的美妆品类使用渗透率已经接近或超过韩国



注：数据为 2019 年；

资料来源：2020 年欧莱雅中国战略年会，华泰证券研究所

图表15： 我国 1-3 线城市的美妆品类使用步骤数较韩国还有提升空间



注：数据为 2019 年；

资料来源：2020 年欧莱雅中国战略年会，华泰证券研究所

各平台对美妆扶持有望继续加码

注意力资源变迁、下沉市场崛起、技术/产业支持的合力影响下，各平台争夺注意力资源、加大流量变现带来的社交流量红利有望持续。美妆品类高客单价、SKU 标准化，且能够生成开箱、测评、种草、教程等等多元内容加强与粉丝互动，社交属性强，各平台加强对美妆品类扶持，我们认为各平台美妆品类的电商增速有望持续高于平台整体。

天猫：对美妆品类的扶持在不断加码。据天猫官网，其 17 年成立专门的新锐品牌和网红品牌孵化团队；18 年计划打造美妆 10 亿俱乐部；19 年计划扶持 1000 个美妆品牌在天猫开店，批量孵化超过 50 个年销售额过亿元的单品；第六届天猫金妆奖上，天猫快速消费品事业部总经理胡伟雄表示 20 年计划加速孵化 1000 个年销售额超过千万的新开店品牌，将与珀莱雅、强生等 12 个集团建立长线合作机制。

抖音：据《2020 巨量引擎美妆白皮书》，抖音商家在加速布局抖音获取站外流量，2020 年 2 月美妆商家数量达到 5500 家，同比增速达到 206%；素人创作者、美妆达人、明星、品牌商家等共建庞大的 UPGC 内容生产联盟，美妆内容的增速持续跑赢大盘整体，2019 年抖音美妆的视频数量同比增长 228%，超过抖音整体 192% 的增速。

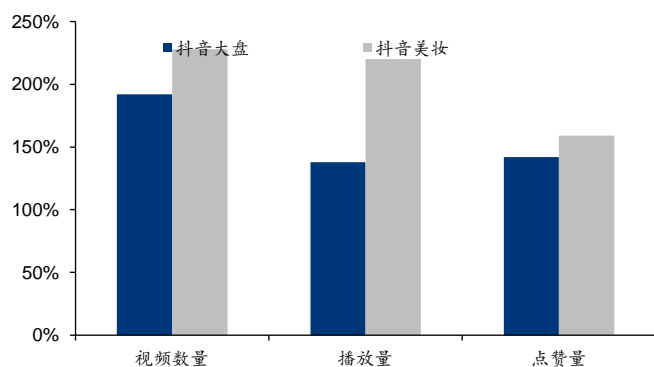
快手：据飞瓜数据监测，2019 年商品品类关联视频数量比例分布中，快手平台护肤和彩妆的合计占比则达到 12.49%，仅次于男装女装和日用百货。另据《2019 快手美妆白皮书》，2019 年快手美妆商家短视频全年规模达到 3000 万+，美妆商家内容观看量 8537 亿。在 2019 年 8 月-12 月，美妆内容活动作品量 43 万，总播放量达到 42 亿，商家总参与量达到 5 万，活动总涨粉量 2000 万。我们认为内容生态的繁荣将有利于美妆品类的持续变现。

图表16： 主要电商/社交平台的商业化布局

平台	平台口号	核心导向	流量特点	盈利模式	美妆相关布局
快手	记录世界记录你	熟人社交	去中心化运营，公平普惠的流量分发机制	直播为主	通过流量扶持、运营指导、政策扶持等一系列工作帮助商家越卖越好，联动商业化团队大力支持知名国货品牌。对新晋美妆品牌开启扶持成长计划，欢迎知名美妆品牌、新锐国货品牌、优质潜力品牌加入快手
B 站	ACG 弹幕视频追番神器	内容生态	依托粉丝关系、兴趣推送的分发机制，根据用户关注话题等数据进行定制化推荐。	游戏、直播为主，广告、电商为辅	成立子公司上海萌派，专门运营 MCN 业务；搭建商业广告接单平台“花火”。时尚区包含“美妆”类目，已成商业化程度最高分区。2 月兰蔻即与 B 站合作进行了新产品「极光水」的线上发布。
淘宝（直播）	带给你真实的逛街体验，边看直播边剁手	促进成交	平台-直播间-商家，内容为流量分发的中间层	服务费为主	阿里“春雷计划”将在天猫美妆洗护落地。将加大扶持中小品牌力度，帮助外贸工厂品牌化转型，加速孵化 1000 个年销售额超过千万的新开店品牌。天猫将与珀莱雅、强生等 12 个集团建立长线合作机制，打造新品牌孵化基地。
抖音	记录美好生活	算法推荐	中心化强运营，流量分发权主要由抖音掌握	信息流广告为主	助力本土美妆品牌生产出具有创意的精品内容。举办“要你好看”国货美妆创意大赛、首届抖音美妆节、抖音好物推荐官等一系列活动。

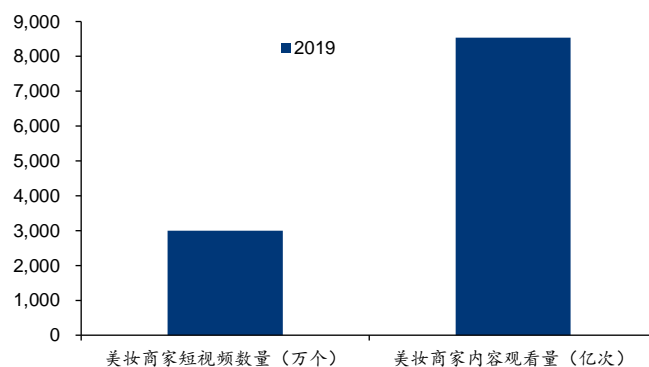
资料来源：各平台官网，华泰证券研究所

图表17： 2019 年抖音平台美妆品类的内容增速超过整体



资料来源：《2020 巨量引擎美妆白皮书》，华泰证券研究所

图表18： 快手平台 2019 年美妆商家短视频数量及内容观看量可观



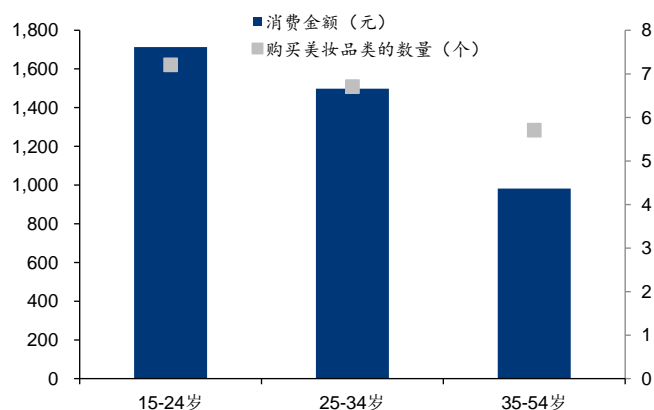
资料来源：《2019 快手美妆白皮书》，华泰证券研究所

年轻群体为主力、低线下沉持续

年轻消费者将持续成为美妆市场的增长主力引擎。从年龄分布来看，据 CBNDData 消费大数据，90、95 后是线上美妆消费的主力军，人群消费占比在 1/3 左右，消费金额占比却已接近 50%。另据艾瑞咨询《95 后时尚消费报告》，2018 年 15-24 岁、25-34 岁人均年度花销分别在 1713 元/1499 元，也高于其他年龄层，人均消费增速及消费频次增速均引领整体。

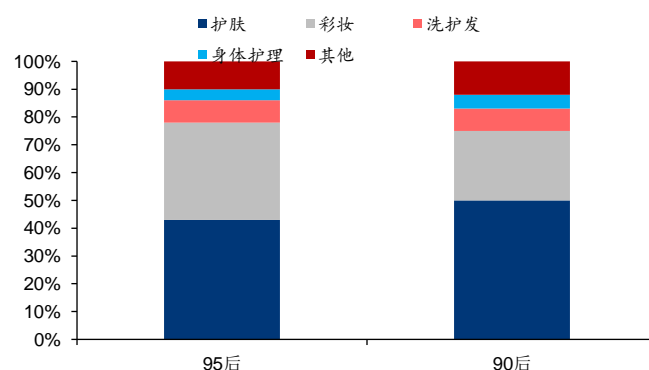
直播带货等有望加速美妆市场的低线下沉。从区域分布来看，2020 年 3 月美妆人群中一线占比在 8%，二线（包括准一线，下同）占比在 35%，三线及以下群体数量占比在 49%（QuestMobile 数据）；而一线/二线群体的消费金额占比在 15%/41%（天猫数据），为绝对主力，低线城市消费力尚有较大提升空间。2019 年小镇青年的美妆个护线上消费增速 38%，超过一线城市 16% 的增速（天猫数据）。我们认为直播带货等新营销方式有望加速美妆消费的持续下沉。以微信生态商家 SAAS 服务商有赞为例，其美妆直播下单用户四线及以下城市占比明显高于美妆整体，下单最多的 top5 省份为河北、山东、广东、辽宁和河南。

图表19： 90/95 后是线上美妆消费的主力军（2018）



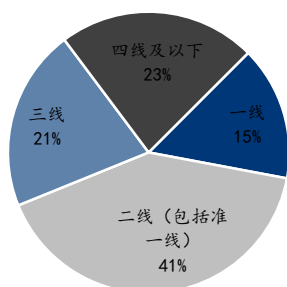
资料来源：艾瑞咨询《95 后时尚消费报告》，华泰证券研究所

图表20： 90/95 后的消费品类分布（2018）



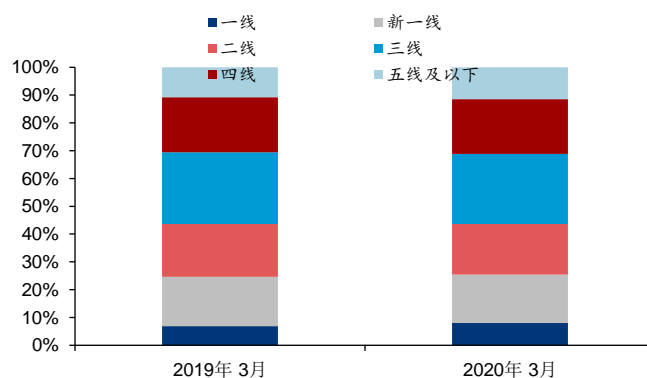
资料来源：艾瑞咨询《95 后时尚消费报告》，华泰证券研究所

图表21：一二线群体贡献主要美妆消费金额



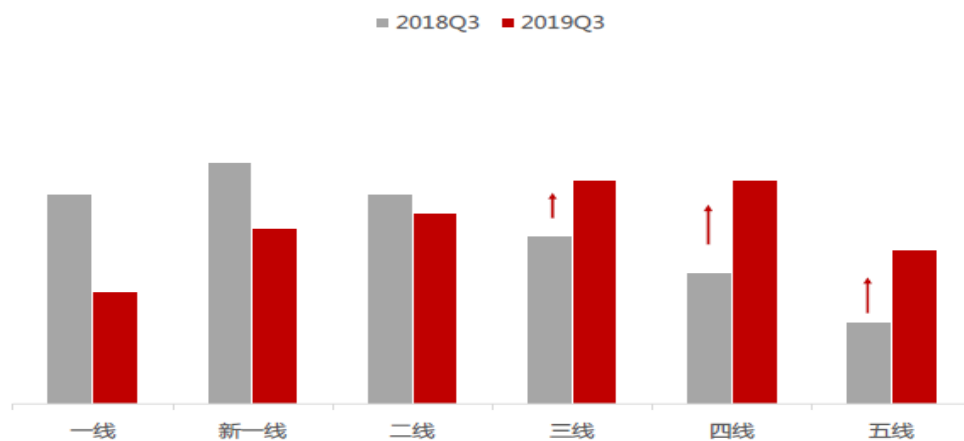
资料来源：天猫数据，凯度消费指数，华泰证券研究所

图表22：低线城市消费群体的数量占比较高



资料来源：Questmobile，华泰证券研究所

图表23：有赞美妆人群的地域分布



资料来源：有赞《2020 美妆行业发展趋势洞察》，华泰证券研究所

品牌方：国货有望迎来高光发展期

数字化转型浪潮来临，用户、数据、组织为关键

新的变化：供应链效率提升、增长引擎精准量化、趋势正反馈加强

流量红利催化营销/渠道变革，数字化转型浪潮开启。平台方/品牌方/服务方的全面数字化转型浪潮开启，也倒逼品牌方加大流量精细化运营/加大消费者运营/供应链提效升级。品牌基于大数据加强与消费者沟通（Direct to Consumer, DTC），效率提升，C2B 反向定制产品有望常态化，有利于加强品牌与用户之间的粘性。

以天猫为例，据其 2019 年发布的《大快消策略人群应用&行业人群地图》，其大快消中心计划打造以消费者运营为中心的运营体系，并规划 18-20 年 3 年计划，2020 年目标为：与算法深度共创，实现智能人场和智能人货匹配，最终以行业策略人群联动媒体和货品，从“以货为主”到“以人为本”成为天猫的侧重方向，对于商家而言，**积累消费者数据资产、打造细分化人群标签、针对性进行运营推广**将成为必然趋势。

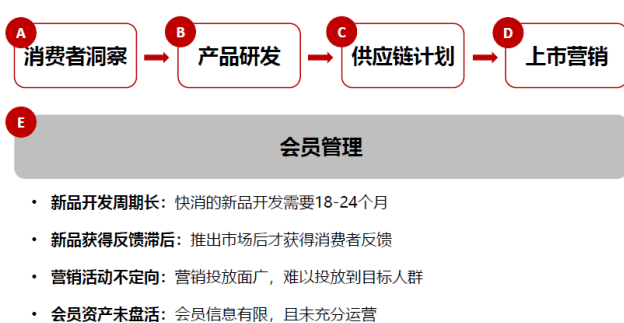
同时，过往较多线下零售的方式为渠道推动模式，基本沿袭货品生产——渠道投放——消费者卖货的方式，而在电商时代，供应链逐渐向需求拉动模式演变，商家可以即时掌握消费者需求和反馈，重构传统供应链，缓解供需不匹配的问题，也倒逼商家建立良好的需求反馈机制以及供应链及时调整的能力。

图表24： 天猫：打造消费者运营全链路机制，分布品牌人群增长计划



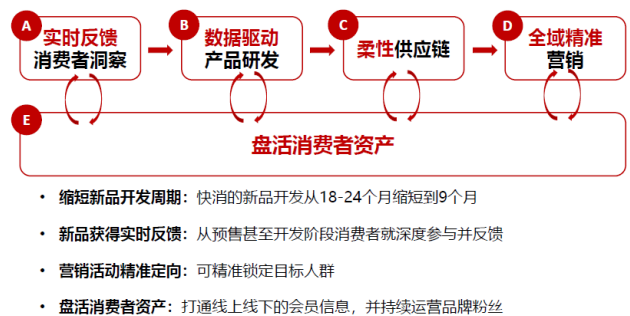
资料来源：2019《天猫人群策略地图》，华泰证券研究所

图表25： 传统供应链模型



资料来源：天猫，华泰证券研究所

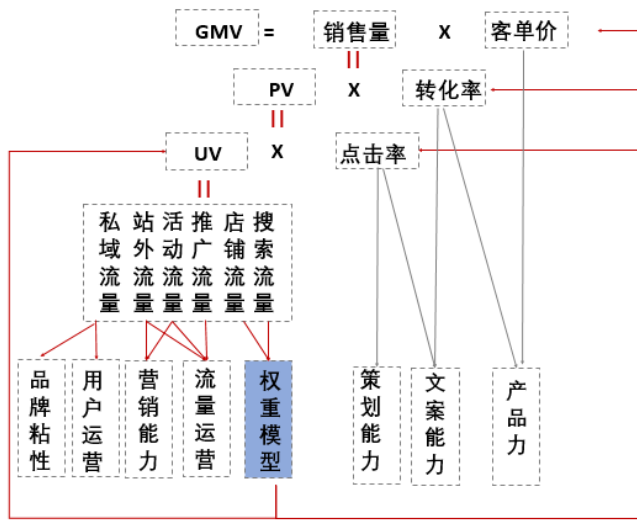
图表26： 数字经济时代的新模型提升效率



资料来源：天猫，华泰证券研究所

营销/渠道变革趋势下，增长引擎得以量化拆解，加速品牌的爆发增长与迅速淘汰。数字化时代所有的获客、留存、变现、复购等消费者行为均可测量分析，增长引擎得以精准拆解，投放效率也得以精准衡量。考虑 $GMV = UV$ (Unique Visitor, 访客量) * 点击率 * 转化率 * 客单价, $ROI = GMV / \text{投入成本}$, GMV 与 ROI 取决于品牌的流量运营、营销能力、用户运营、文案策划、产品力等自身因素，以及流量算法权重等平台性因素，而平台的流量算法权重又通常取决于点击率/转化率等数据，从而形成趋势加强的正向/负向循环，该增长逻辑理论将加速产品的爆发增长与迅速淘汰

图表27： 电商渠道 GMV 的增长公式拆解



资料来源：华泰证券研究所

图表28： 天猫平台的免费流量权重模型



资料来源：天猫官网，华泰证券研究所

如何应对：发力新品/社媒营销为表层，底层在于用户/数据/组织

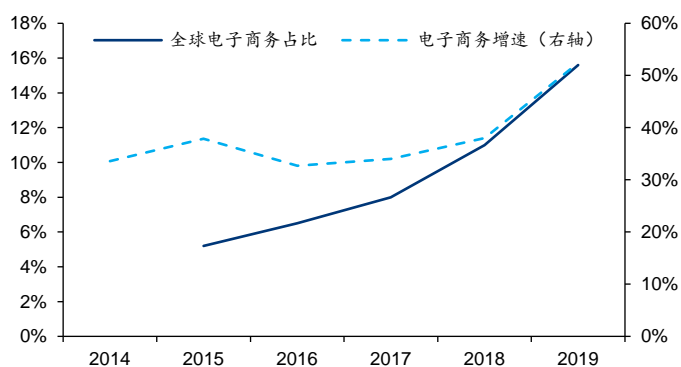
发力新品/社媒营销是学习门槛较低的表层逻辑。韩束/丸美/珀莱雅/玛丽黛佳等传统国货已经初步形成以核心原料为卖点、主打功效成分的新产品——以明星代言/头部 KOL 直播扩大声量——在抖音/小红书/微博等社交平台广泛投放中腰部 KOL/KOC 的产品逻辑。而据前文所述的 GMV 拆解模型，我们认为社媒营销是增长驱动的影响因素之一，而除此之外由消费者数据贯穿的流量运营、用户运营、文案策划、产品力等综合能力需要则需要企业基于用户、数据、组织进行自上而下的数字化改革。

图表29： 传统国货用社媒营销思路推广新产品

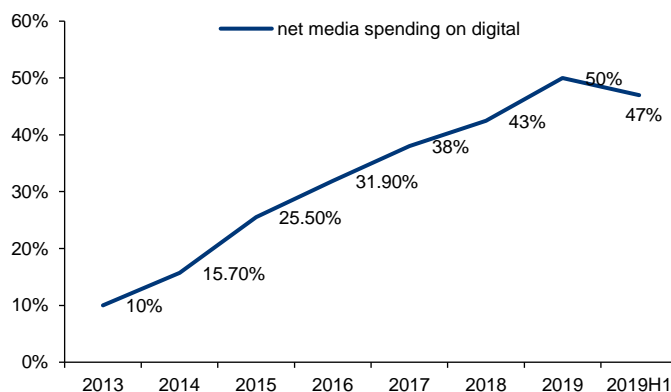
品牌及产品	主要投放平台	产品相关内容数量	合作 KOL/KOC 特点
韩束极光钻石面膜	微博	2 位数	围绕吴亦凡代言的粉丝自发传播
	小红书	900+相关笔记	
丸美小红笔	抖音	个位数	KOL 粉丝量基本在 1-10 万，数量不超过 10 个 KOC 占比最大 KOL 粉丝量在 1-1000 万之间
	微博	3 位数	
珀莱雅双抗精华	小红书	590+相关笔记	KOL 粉丝量在 70-300 万左右，数量不超 10 个 KOC 传播最多 粉丝量超 100 万的 KOL 约 1-2 个 粉丝量 1-100 万的 KOL 约 30 个左右 主要是品牌官方号发布的视频合集以及化妆品店主自发传播
	抖音	2 位数	
	微博	3 位数	
	小红书	2 万+相关笔记	
玛丽黛佳 900 目粉霜	抖音	2 位数	粉丝量超 100 万的 KOL 约 2-3 个 粉丝量 1-100 万的 KOL 约 20 个左右 KOC 传播占比最大 粉丝量超 100 万的 KOL 约 1-2 个 粉丝量 1-100 万的 KOL 约 20 个左右 主要是 KOC 传播
	微博	2 位数	
	小红书	420+相关笔记	
	抖音	个位数	

资料来源：化妆品观察网，华泰证券研究所

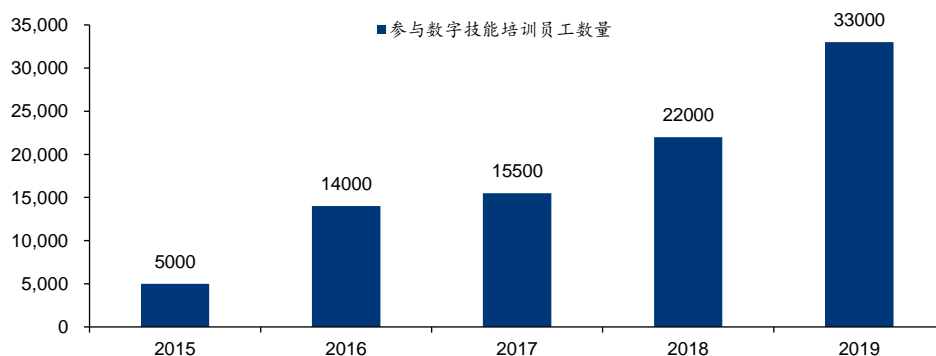
欧莱雅等海外美妆龙头 15 年前后即开始加速推进数字营销变革，以消费者为中心，数据赋能，AI 驱动，建立全面的消费者洞察体系。我们认为其中用户需求至上的产品思维、数字化导向的战略、快速响应的组织架构奠定根本基础。

图表30：欧莱雅电商渠道持续较快增长

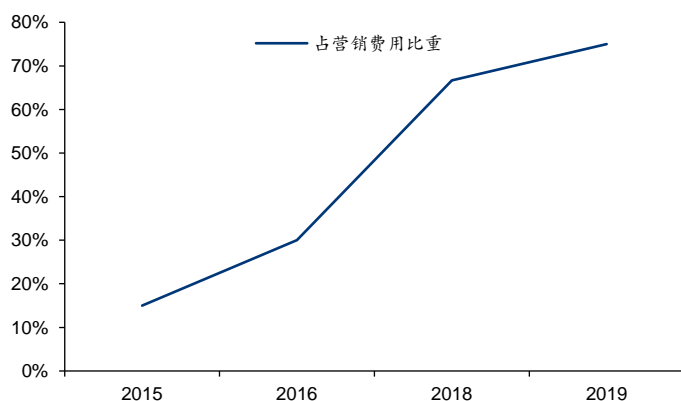
资料来源：欧莱雅集团官网，华泰证券研究所

图表31：欧莱雅集团的数字化营销投入占比在持续提升

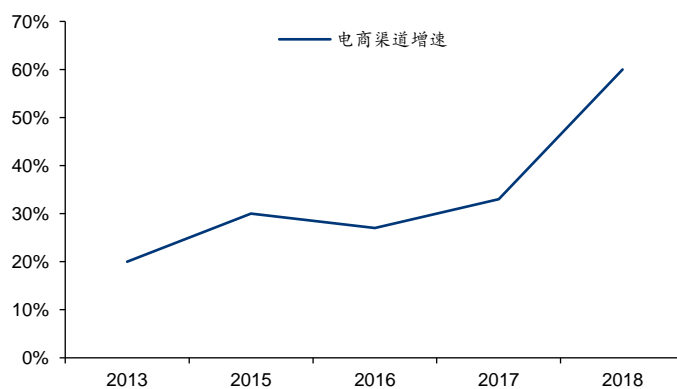
资料来源：欧莱雅集团官网，华泰证券研究所

图表32：欧莱雅在对员工加大数字技能的培训

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表33：雅诗兰黛数字化营销投入占营销费用的比重在不断提升

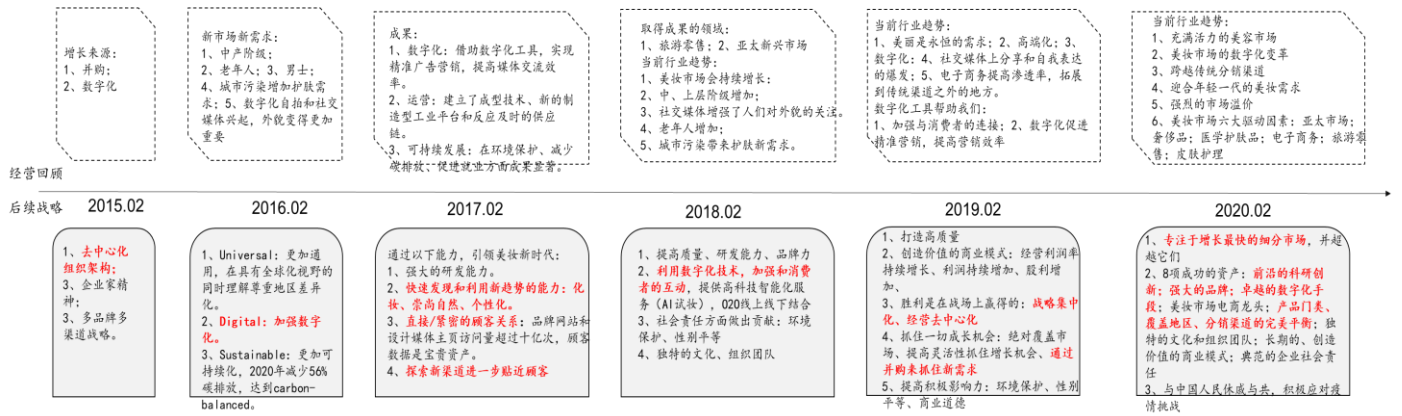
资料来源：雅诗兰黛集团官网，华泰证券研究所

图表34：雅诗兰黛电商渠道快速增长

资料来源：雅诗兰黛集团官网，华泰证券研究所

欧莱雅：建立消费者全链路洞察体系。以欧莱雅为例，15 年公司就开始提出“去中心化”的组织架构，并开始不断推进数字化，目标是提高媒体的转化率、提高内容的相关度、提高顾客参与度、创造更多新型服务。集团花 2 年打造中国社交聆听中心，覆盖 700+ 品牌，5000+ 产品系列，1000+ 成分，13000+ KOL，便于员工了解最新社交洞察；通过线上论坛/外部合作等建立消费者互动，快速全面获取消费者反馈；后续将通过与更多电商及社交平台合作打造全链路洞察。2020 年欧莱雅中国的战略为“HUGE”：即 Horizon，全新视野；U，共同创造；Growth，良性增长；Ecosystem，生态开放。

图表35：欧莱雅的战略在向数字化、生态化不断演变



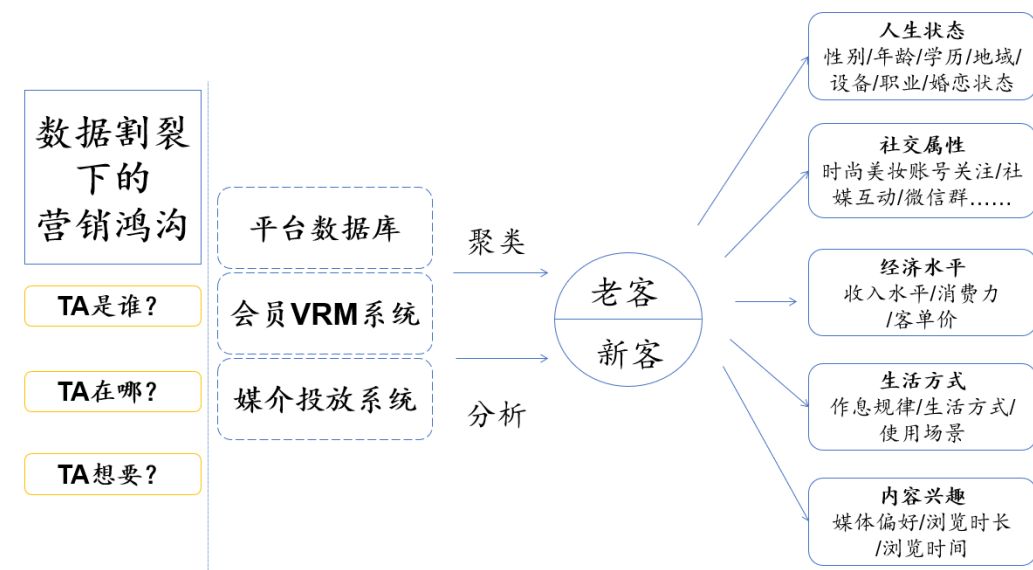
资料来源：欧莱雅集团官网，华泰证券研究所

薇诺娜：用户思维/数据驱动/组织升级。薇诺娜为专注于国人敏感肌肤修复的本土专业品牌。创始人前为滇虹药业董事长、总裁，定位医、产、学、研结合的专业护肤品牌，主打舒敏药理理念，由国内外核心期刊学术论文、顶尖机构临床验证奠定专业背书。

薇诺娜线上以专业背书、产品效果奠定初期消费者口碑基础，依托专业 KOL，利用社交平台放大品牌知名度，形成口碑传播；线下以专柜和 OTC 为依托快速扩张。2012 年开始，薇诺娜将品牌建设和推广的主阵地布局在电商平台，电商运营团队从 2012 年的 7 人发展到如今的 100 多人，产品入驻天猫、京东等大平台。线下积累的口碑，让薇诺娜迅速成为线上人气品牌。据薇诺娜官网，2017 年双 11 线上销售达 2.3 亿，其中天猫达 1.68 亿，当天线上线下共销售 3 亿，同比增长 180%；2018 年双十一，再次成功突围欧美、日韩品牌，以 2.37 亿元的销售总额跃进美妆榜 TOP9。2019 年双 11 当天薇诺娜旗舰店全天销量突破 3.47 亿元/+yoy72%，线上线下全渠道总销量破 7.2 亿元。据欧睿数据，2019 年薇诺娜品牌的终端零售额达到 27.84 亿元/yoy+60%，11-19 年 GAGR70%。

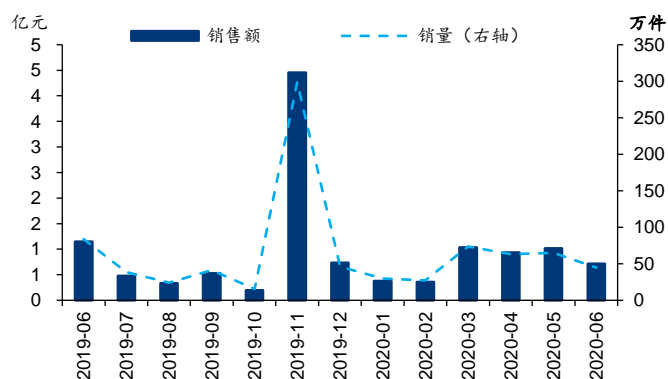
用户思维、数据驱动、组织升级，助力打造薇诺娜品牌力。1) **用户思维**：薇诺娜强调思考用户需求，根据不同的消费者需求产生不同的内容。2019 年薇诺娜联手阿里创新中心，通过初期市场调研、消费者数据挖掘，从中挖掘出的信息有效的助力了产品研发，打造出明星产品青刺果喷雾，大数据赋能下该产品周期从 18 个月降低到 6 个月。产品主要针对敏感肌人群护肤痛点，其主打成分青刺果能够有促进肌肤角质层神经酰胺合成，修护肌肤受损屏障，定价 139 元/150ml；据天猫旗舰店，在新品上市当日，17000 多支喷雾全部售罄。2) **数据驱动**。薇诺娜成立专门的数据部门，以数据赋能人群营销，实现千人千面的精准触达；并基于消费者的行为数据/购买数据等深耕用户运营，实现复购率的提升。3) **组织升级**。薇诺娜认为，建立有效的工作流程以及有效的组织架构适应市场打法、以数据体系链接至关重要。

图表36：薇诺娜的数据系统



资料来源：薇诺娜官网，2019 年聚美丽新锐品牌大会，华泰证券研究所

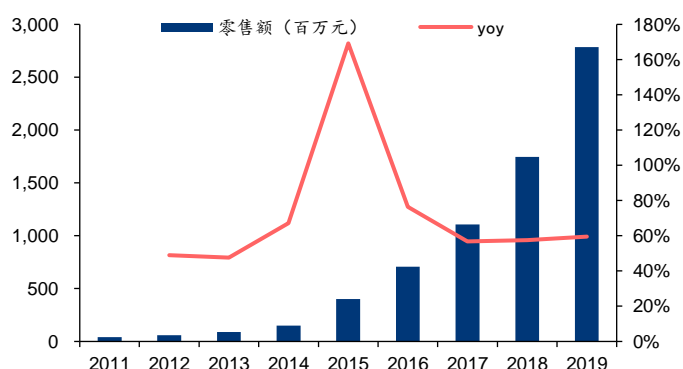
图表37：薇诺娜近 12 个月官方旗舰店销售额



注：资料时间截至 2020 年 6 月 9 日

资料来源：淘数据，华泰证券研究所

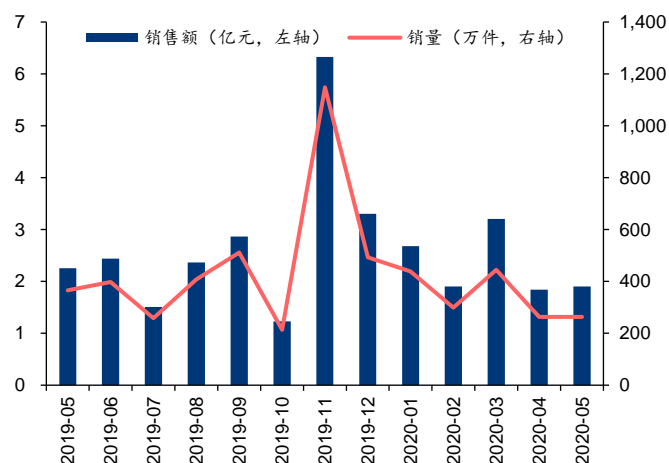
图表38：薇诺娜 12-19 年终端零售额 GAGR70%



资料来源：欧睿，华泰证券研究所

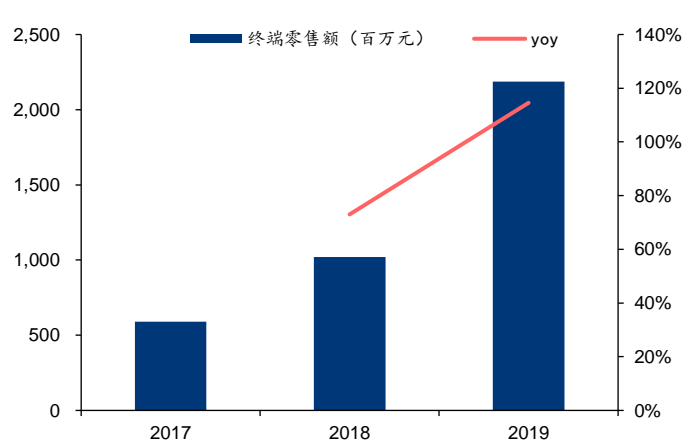
完美日记：公域流量获客、私域流量提升复购。完美日记为 17 年创立的国货快时尚彩妆品牌，SKU 有眼影/口红/底妆等，单价基本在 100 元以下。19 年终端零售额达到 22 亿元/yoy+115%。1) 产品定位：精准定位 D2C 和高性价比的大牌替代，与科丝美诗、上海臻臣等代工厂合作，生产研发与供应链外部化。2) 公域流量：与小红书/天猫/腾讯等深度合作获取流量扶持，生产海量 KOC 导向内容（14 万篇小红书笔记、13000 多场淘宝直播、近万条信息流广告素材、成千上万的抖音/B 站/快手带货视频），年投放费用至少 5 亿以上，效果广告/种草广告比例在 6:4。3) 私域流量：由数百个专员运营的数千个微信个人号、庞大的微信公众号及小程序矩阵，在微信生态以限时秒杀/红包等社群营销活动提升复购。

图表39: 完美日记近 12 个月官方旗舰店销售额



资料来源: 淘数据, 华泰证券研究所

图表40: 完美日记 18-19 年终端零售额平均增速 93%



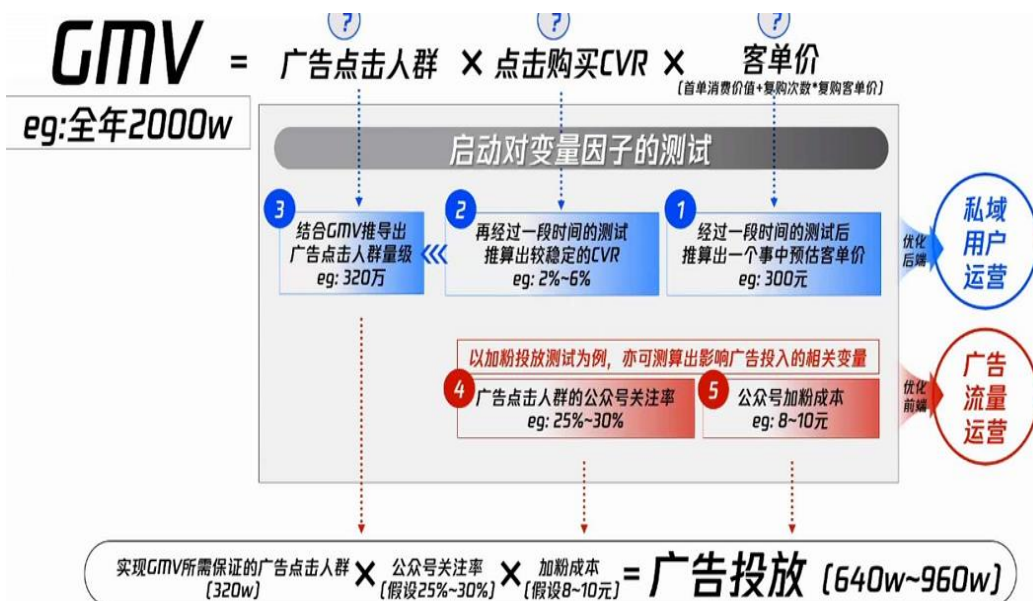
资料来源: 欧睿, 华泰证券研究所

如何跟踪: 团队搭建、新品节奏、社媒投放的综合考量

我们认为团队搭建、新品节奏、社媒投放情况是需要跟踪的过程指标，GMV/ROI 则是以上因素综合作用的结果指标。1) **团队搭建**: 能够快速应变、高效执行的组织架构是根本要素，传统国货电商团队储备相对薄弱，是否在持续搭建电商团队，引进运营/设计/市场/数据等方面的新鲜血液奠定后续发力的基础。2) **新品节奏**: 推出契合消费者需求、精准定位细分市场的新品有利于降低品牌的试错率与试错成本。3) **社媒投放**: 营销费用决定用户触达，奠定先决条件，同时内容/流量/转化率/点击率等指标也需要在实践中不断调整优化。在抖音平台，国际品牌、本土新锐是内容投放的主力军，18 年内容播放量占比分别在 61%和 35%，本土传统美妆品牌则在迅速发力，19 年品牌内容播放量同比增长了 427%，份额从 18 年的 3%提升到了 7%（2020 巨量引擎美妆白皮书数据）。

GMV/ROI 是最终效果指标，可能存在波动变化。考虑 $GMV = UV \times \text{点击率} \times \text{转化率} \times \text{客单价}$ ， $ROI = GMV / \text{投入成本}$ ，品牌方或服务商在进行营销投放时在何时(when)、在何处(where)、以何种方式(how)获取目标流量(who)成为决定 GMV 及 ROI 的关键。以 20 年 6 月聚美丽*腾讯美妆私域运营大会中，腾讯广告消费品中心运营负责人分享案例为例，若目标 2000 万 GMV，基于预估的客单价（300 元）、经一段时间测试后稳定的 CVR（点击购买率）在 2%-6%，可倒算出实现此 GMV 所需的广告点击人群（约 320 万），若主要依托微信公众号投放，假设公众号关注率在 25%-30%、单个加粉成本在 8-10 元，则可推算出广告投放成本可能在 640 万-960 万，相应的 ROI 在 2-3 之间。而在实际情况中，不同微信公众号的受众群体不同，关注率、加粉成本可能均有较大差异，而基于特定公众微信号获取的人群性质也可能是多元化的，能否获得理想的点击购买率也需要有精准的目标人群分析。

图表41： 微信生态内广告投放效益的测算逻辑



资料来源：2020 年 6 月聚美丽*腾讯美妆私域运营大会，腾讯广告消费品中心，华泰证券研究所

短期孵化新品、扩展品类，中长期延伸品牌矩阵

传统国货复购贡献较少，新品有助引流新客、提升复购

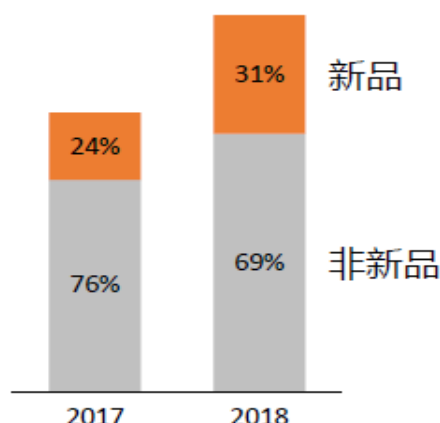
传统国货增速弱于大盘，复购贡献较少；美妆新品首发渠道正在向线上转移，有助引流新客、提升复购、拉高粘性。16-18 年天猫美妆国货线销售额整体增速 69%，弱于新锐线（284%）以及高端线（367%），其中人群渗透提升约贡献 2/3，客单提升约贡献 1/3，复购几乎无贡献。认为可能主要因 1）品牌形象老化；2）产品思维仍为渠道拉动，缺乏对消费者需求的精准把握。平台流量赋能、大数据系统支撑背景下，新品研发供应链响应速度加快、效率提升、实时沟通消费者需求，给予国货在产品上弯道超车机会。

图表42： 18 年美妆国货线较 16 年增长 69%，主要驱动来自人群渗透和客单提升，复购贡献较少

美妆品类	不同群体	中坚力量	新势力	蓝海人群
新锐线	18 年较 16 年增长 284%			
	增量占比	20.0%	50.0%	30.0%
	人数增量占比	13.0%	45.0%	42.0%
	人数年均增速	28.0%	54.0%	50.0%
	细分驱动	人群渗透 复购增加 客单价提升	人群渗透 复购增加 客单价提升	人群渗透 复购增加 客单价提升
	占比	7.0% 7.0% 7.0%	17.0% 17.0% 14.0%	16.0% 11.0% 4.0%
国货线	18 年较 16 年增长 69%			
	增量占比	20.0%	50.0%	30.0%
	人数增量占比	9.0%	52.0%	39.0%
	人数年均增速	9.0%	31.0%	21.0%
	细分驱动	人群渗透 复购增加 客单价提升	人群渗透 复购增加 客单价提升	人群渗透 复购增加 客单价提升
	占比	8.0% 0.0% 11.0%	32.0% -1.0% 17.0%	28.0% -3.0% 8.0%
大众线	18 年较 16 年增长 221%			
	增量占比	35.0%	45.0%	20.0%
	人数增量占比	21.0%	52.0%	27.0%
	人数年均增速	31.0%	70.0%	45.0%
	细分驱动	人群渗透 复购增加 客单价提升	人群渗透 复购增加 客单价提升	人群渗透 复购增加 客单价提升
	占比	15.0% 10.0% 11.0%	23.0% 11.0% 10.0%	15.0% 4.0% 3.0%
高端线	18 年较 16 年增长 367%			
	增量占比	50.0%	35.0%	15.0%
	人数增量占比	32.0%	52.0%	16.0%
	人数年均增速	61.0%	132.0%	63.0%
	细分驱动	人群渗透 复购增加 客单价提升	人群渗透 复购增加 客单价提升	人群渗透 复购增加 客单价提升
	占比	25.0% 12.0% 11.0%	23.0% 5.0% 8.0%	10.0% 2.0% 3.0%

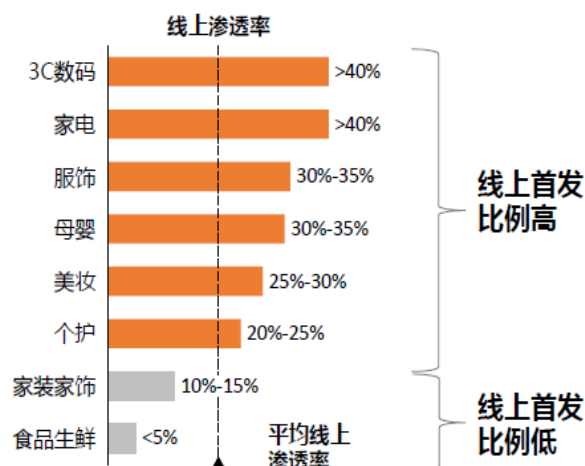
资料来源：：天猫、贝思，《2019 年中国快消品线上策略人群报告》，华泰证券研究所

图表43： 新品成为网络消费主要驱动力，2018 年销售占比达 31%



资料来源：《2018 阿里巴巴线上新品消费趋势报告》，华泰证券研究所

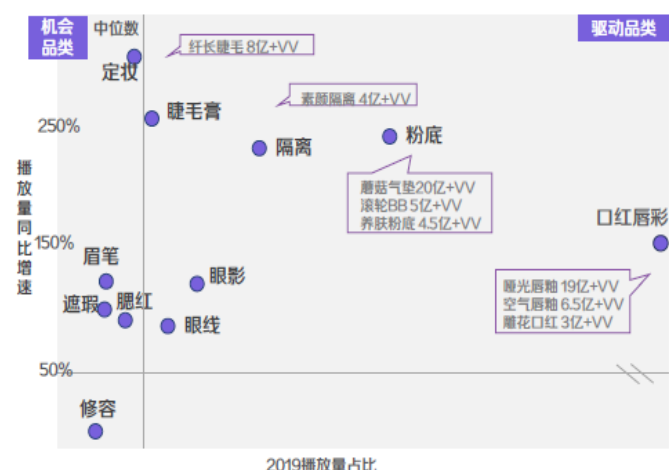
图表44： 2018 年美妆是线上首发比例较高的品类



资料来源：《2018 阿里巴巴线上新品消费趋势报告》，华泰证券研究所

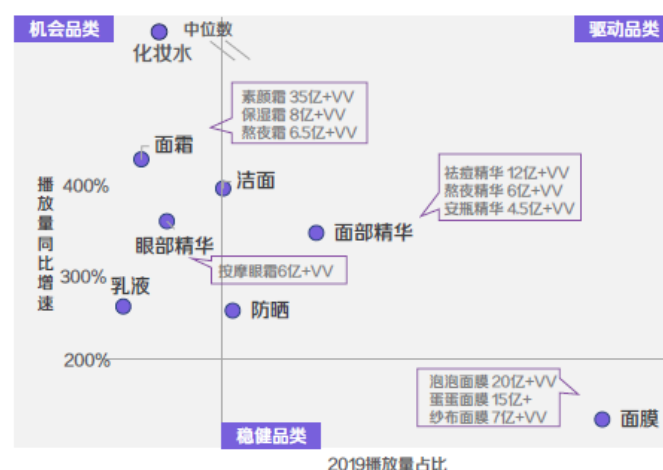
新产品有利于吸引新用户、拓展类目边界。从品类来看，2019 年素颜霜、蘑菇气垫、空气唇釉、熬夜霜、泡泡面膜、蛋蛋面膜、雕花口红等新奇特品类吸引增量用户，主要以新概念、新款式、新包装、新功能反复打动用户，拓宽类目边界。

图表45： 2019 年抖音品类结构图-彩妆



资料来源：《2020 巨量引擎美妆白皮书》，华泰证券研究所

图表46： 2019 年抖音品类结构图-护肤



资料来源：《2020 巨量引擎美妆白皮书》，华泰证券研究所

新锐品牌可能存在瓶颈，集团化企业或挤占杂牌份额

新锐品牌有望不断涌现，可能存在发展瓶颈。流量红利催化下，品牌培育周期缩短、消费者粘性降低，而不断涌现的新锐品牌多专供主要的瓶颈可能来自于：客单价偏低 VS 获客成本走高、需求快速迭代 VS 供应链非自主，多数海外新锐品牌的归宿为被龙头收归旗下以拓展新的用户群体，而多数部分品牌被上市公司收购之后表现不佳。如雅诗兰黛曾在 2016 年收购彩妆品牌 Too faced，对价 14.5 亿美元，但因美国彩妆市场的低迷以及品牌生产投入过大、无形资产摊销、销售费用增加等原因利润有显著下滑。

图表47： 部分海外新锐美妆品牌发展概况

品牌名称	创立时间	销售额	估值情况	发展动态
Glossier	2014 年	1 亿美元	12 亿美元（2019 年 3 月）	由红杉、老虎、SparkCapital 投资 D 轮
DrunkElephant	2012 年	1 亿美元（2018）	8.45 亿美元（2019 年 10 月）	被资生堂全资收购
Theordinary	2016 年	3 亿美元		雅诗兰黛持有其母公司 Deciem28%股份
KylieCosmetics	2016 年	1.77 亿美元(2019 年)	12 亿美元（2019 年 11 月）	被科蒂集团收购 51%股权

资料来源：各品牌官网，华泰证券研究所

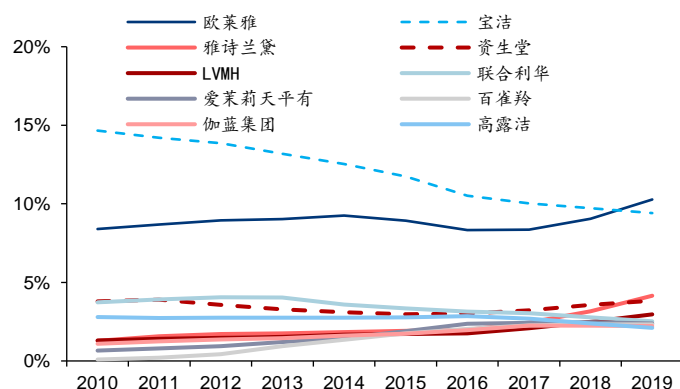
图表48： 雅诗兰黛收购的 Smash box、Becca 拖累业绩

时间	表现	变化原因
2017.6-2018.6	经营利润合计下降 1.7 亿美元	Smashbox 销售额下降 生产投入过大、目标客户群的扩大和无形资产摊销费用过高
2018.6-2019.6	三者经营利润合计下降 2.07 亿美元	Smashbox 收入下降，9000 万美元资产减值损失 Becca 销售额减少，新产品营销费用增加。 发布新产品所导致的销售费用增加。

资料来源：雅诗兰黛公司公告，华泰证券研究所

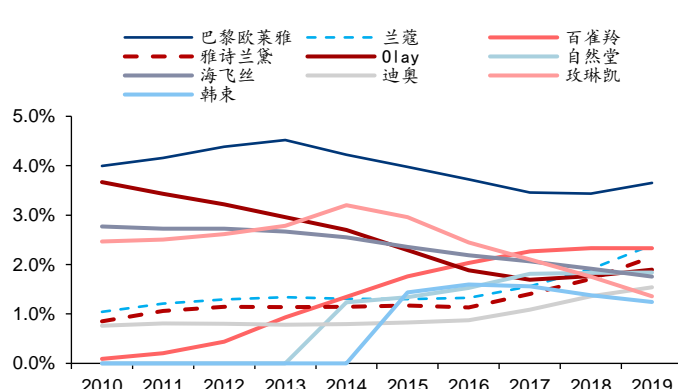
单一品牌间的竞争可能持续加剧。品牌角度，电商渠道崛起后（12 年之后）改变传统发展模式，加剧竞争，单一品牌的市场份额低于 5%，CR5/CR10 均有下降趋势。而从集团角度，剔除宝洁（资产剥离、品牌出售）的扰动因素，CR4 化妆品集团份额在 12-16 年整体下降，17 年以来份额加速提升。认为主要因电商崛起初期，龙头集团相对谨慎、布局缺位；而在社媒时代数字化转型方向更坚定，快速赶超，叠加多品牌矩阵、全渠道布局优势，重拾份额。

图表49: 2010-2019 年 top10 化妆品公司历年份额变化



资料来源: 欧睿, 华泰证券研究所

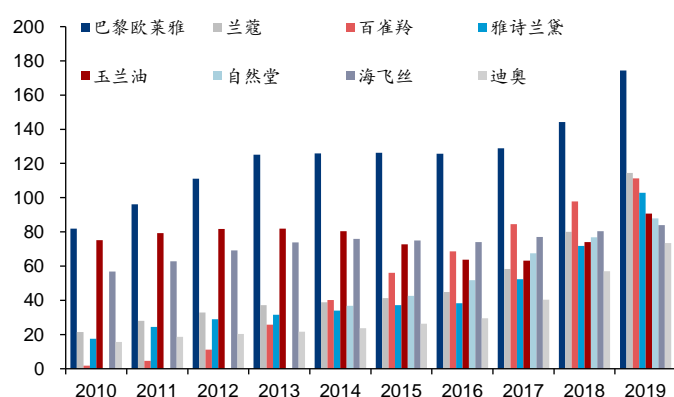
图表50: 2010-2019 年 top10 化妆品牌历年份额变化



资料来源: 欧睿, 华泰证券研究所

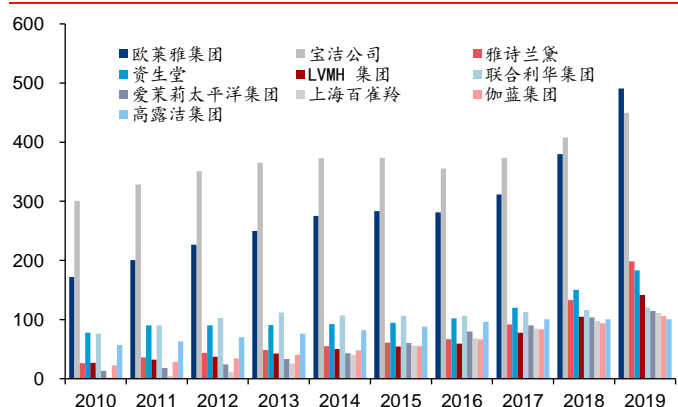
龙头中长期延伸品牌矩阵, 集团化企业或挤占杂牌份额。19 年我国最大单品牌巴黎欧莱雅终端零售额 174 亿元, 所属最大化妆品集团欧莱雅终端零售额 491 亿元, 而本土最大的百雀羚公司终端零售额 111 亿元 (公司旗下仅有单一品牌), 本土国货规模提升空间来自于单一品牌的份额提升以及品牌序列的丰富, 外延整合或将成为后续龙头发展的主旋律。认为传统国货企业外延并购整合其他品牌的优势在于: 1) 多有独立自主的生产研发体系, 能够与侧重前端市场的品牌形成供应链协同。2) 多已经历传统线下到线上的渠道变革、基本完成转型, 应对或有的下一次变化可能更具应变能力。3) 已上市资本化的集团化企业能够在资金/财务/人力/平台等多方面实现资源共享、赋能发展。

图表51: 中国市场 top10 品牌终端零售规模 (亿元人民币)



资料来源: 欧睿, 华泰证券研究所

图表52: 中国市场 top10 公司端零售规模 (亿元人民币)



资料来源: 欧睿, 华泰证券研究所

代工厂：下游需求旺盛，制造端受益景气红利

龙头品牌多自主生产，新锐品牌自建供应链意愿不足

百雀羚/伽蓝/上海家化/珀莱雅/丸美等传统国货企业发展历史相对长，具备自主工厂并不断提升研发实力，代工比例相对较少。新锐品牌在电商/CS 的孵化支持下可能将持续涌现，但因打造团队的时间成本/技术/信息壁垒的成本较高，自建供应链意愿不足。

图表53：龙头国货企业多自建供应链，外购比例较少

企业	工厂位置	建立时间	设计产能	产能利用率 (2018)	外购占成本比例 (2018)
上海家化	青浦工厂	2018 年 6 月	6 亿件/年	40%	8.19%
	海南工厂	2000 年 5 月	6500 万件/年	75%	
	东莞工厂	2016 年 6 月 (收购)	3000 万件/年 (多品类)	93%	
	摩洛哥工厂	2016 年 6 月 (收购)	1300 万件/年 (奶瓶)	65%	
	英国工厂	2016 年 6 月 (收购)	1400 万件 (尿布压缩塑料膜) 或 80 万件/年 (尿布处理桶)	78%	
丸美股份	广州工厂	2014 年 (新工厂投入使用)	3382 吨/年	70%以上	5.15%
珀莱雅	湖州工厂	2012 年 11 月	17800 支/年	83%	9.02%

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

图表54：新锐品牌多为代工生产

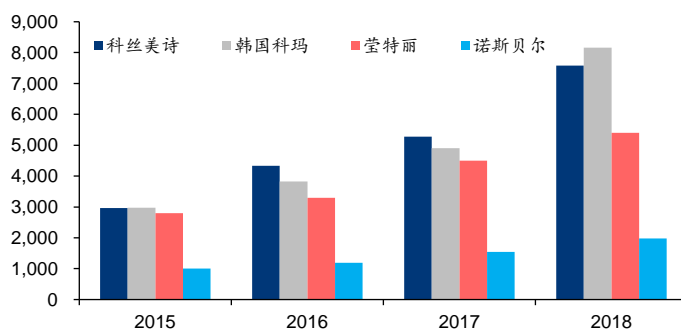
品牌	产品	代工厂
完美日记	完美日记光影未来钻石高光粉饼	科丝美诗
	完美日记神经酰胺焕采弹润面霜	莹特丽
	完美日记 星动臻色金钻唇膏	诺斯贝尔
	完美日记光影星河九色眼影盘	上海臻臣
稚优泉	丝绒雾面哑光唇釉	科丝美诗
	水凝净颜卸妆巾	上海宜依
橘朵	橘朵防水持妆染眉膏	科丝美诗
	橘朵镜面水光唇釉	科丝美诗
	橘朵莹亮晶璨液体眼影	上海臻臣
HFP	寡肽原液	天源
美康粉黛	美康粉黛醉美东方唇膏	上海欧润
花西子	花西子玉容雪莲养肤粉底液	广州蕊丝恩
	花西子花润参养唇膜	诺斯贝尔

资料来源：各品牌官网，华泰证券研究所

对标海外龙头国内代工龙头规模提升空间大，品类扩张/客户拓展驱动成长

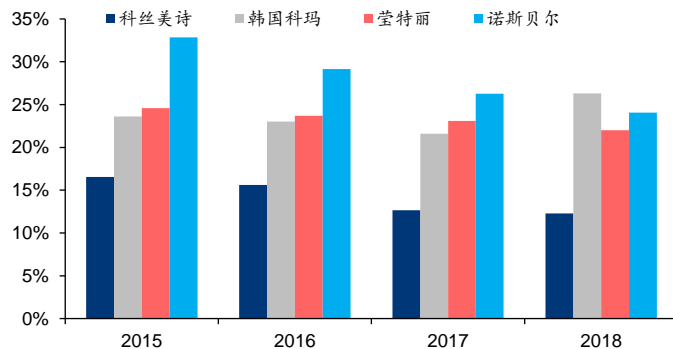
国内代工龙头相较海外规模仍有提升空间，中短期定位类似于“淘金热中卖铲人”，有望持续享受下游需求高景气红利。1) 营收规模：18 年诺斯贝尔营收 20 亿元，位列中国第一，但距离海外三巨头差距较显著，仅为韩国科玛和科丝美诗的 1/4，莹特丽的 1/3，仍有较大的成长空间。2) 品类布局：18 年诺斯贝尔面膜/护肤/湿巾等贡献营收 61.54%/13.75%/15.92%，海外三巨头已形成护肤、美妆、个护等多元品类布局，而诺斯贝尔目前仅涉足护肤赛道，且以面膜为主，相较海外龙头全品类布局仍可持续丰富。

图表55: 诺斯贝尔营收较海外巨头仍相差较远



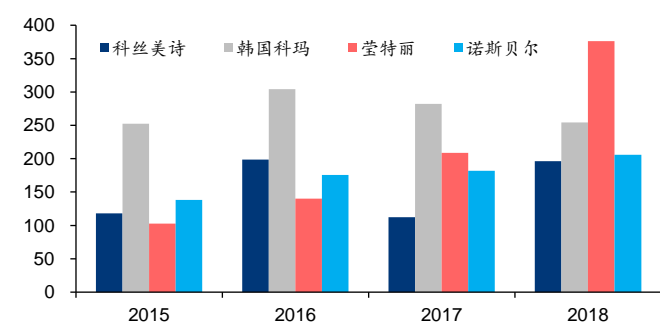
资料来源: 各公司官网、各公司公告, 华泰证券研究所

图表56: 诺斯贝尔毛利率在行业中占优



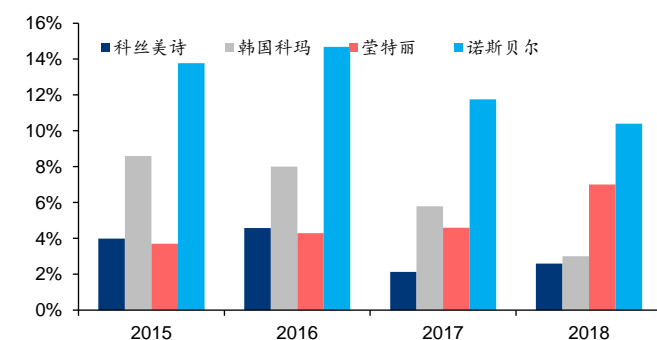
资料来源: 各公司官网、各公司公告, 华泰证券研究所

图表57: 2018 年诺斯贝尔净利润超科丝美诗



资料来源: 各公司官网、各公司公告, 华泰证券研究所

图表58: 诺斯贝尔净利率高于其他海外龙头



资料来源: 各公司官网、各公司公告, 华泰证券研究所

品类延伸+客户拓展驱动龙头代工厂快速增长。以龙头诺斯贝尔为例, 16 年以来公司面膜收入持续在 60% 以上, 18 年较 16 年平均增速 18.26%。据欧睿, 面膜子行业 05-18 年 CAGR 19.5%, 快速增长。国人消费量相较于日本 (5.7 倍于我国)、韩国 (2.7 倍于我国) 仍有较大提升空间。公司研发出多种不同厚度/蓬松度/质感的无纺布; 明星面膜产品有蚕丝面膜/水凝胶面膜/超细纤维面膜等, 估算 2018 年面膜市场份额约为 47.93%。

在新品类方面, 诺斯贝尔亦在不断开拓新领域: 1) 护肤: 以微乳化等科研成果切入轻医美领域+推出益生元衡 养肤等全套护肤系列。2) 新医美: 2018 年起发力轻医美护肤, 增加冻干粉、安瓶等生产设备, 推出六胜肽紧致冻干粉/软珊瑚舒缓修护精华等新品。3) 彩妆: 以完美日记和小奥汀口红等产品切入彩妆。

图表59: 诺斯贝尔 16-18 年客户情况 (亿元)

2016			2017			2018		
品牌	收入	占比	品牌	收入	占比	品牌	收入	占比
1 屈臣氏	3.40	28.5%	1 屈臣氏	3.43	22.2%	1 屈臣氏	3.20	16.2%
2 韩后	1.53	12.8%	2 伽蓝集团	2.10	13.6%	2 伽蓝集团	2.04	10.3%
3 御家汇	0.89	7.5%	3 韩后	1.55	10.0%	3 御家汇	1.60	8.1%
4 植物医生	0.75	6.2%	4 御家汇	1.04	6.7%	4 利洁时	0.87	4.4%
5 伽蓝集团	0.73	6.1%	5 植物医生	0.74	4.8%	5 植物医生	0.85	4.3%
6 上海悦目	0.63	5.3%	6 利洁时	0.69	4.5%	6 上海悦目	0.83	4.2%
7 GAMA 集团	0.58	4.9%	7 上海家化	0.67	4.3%	7 韩后	0.72	3.6%
8 上海家化	0.47	3.9%	8 GAMA 集团	0.63	4.1%	8 GAMA 集团	0.71	3.6%
9 利洁时	0.31	2.6%	9 上海悦目	0.58	3.7%	9 新高姿	0.70	3.5%
10 Yokota	0.20	1.7%	10 完美集团	0.40	2.6%	10 上海家化	0.66	3.4%
合计	9.50	79.5%	合计	11.82	76.4%	合计	12.18	61.6%

资料来源: 青松股份重大资产重组报告说明书, 华泰证券研究所

化妆品代工厂为 TO B 赛道，价值链占比虽然不高，若龙头份额集中，还有较大想象空间。考虑规模越小的品牌代工比例越高，若假设 50 亿以上、20-50 亿、20 亿以下零售额的美妆品牌代工比例分别在 10%/30%/100%，基于 10% 的加价率估算，2019 年化妆品代工市场规模在 199 亿，行业整体的代工比例在 42%；假设至 2025 年行业维持 10%GAGR，至 2025 年化妆品终端零售额可达 8451 亿，若代工比例在 42%，代工厂整体市场规模可达 355 亿。参考韩国美妆代工厂格局，若龙头份额能达到 30% 以上，则收入规模可达 100 亿左右。

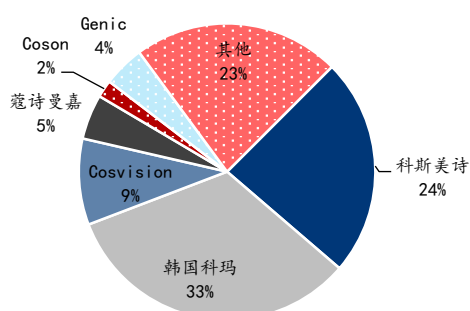
图表60： 化妆品代工厂的市场空间估算

2019 年	终端零售规模（亿元）	代工比例	代工市场规模（按 10 倍加价率估算）
大于 50 亿	2648	10%	26
20-50 亿	576	30%	17
20 亿以下	1553	100%	155
总计	4777	42%	199
2025 年	8451	42%	355

注：据欧睿，20 亿以下收入规模以下的品牌还包括“其他类”，仅有整体零售规模，无品牌数量统计；代工比例为假设数据。

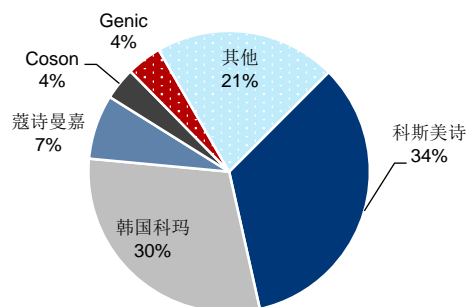
资料来源：欧睿，华泰证券研究所

图表61： 2014 年韩国化妆品代工厂市场格局



资料来源：Cosmetics Mania News，华泰证券研究所

图表62： 2018 年韩国化妆品代工厂市场格局



资料来源：Cosmetics Mania News，华泰证券研究所

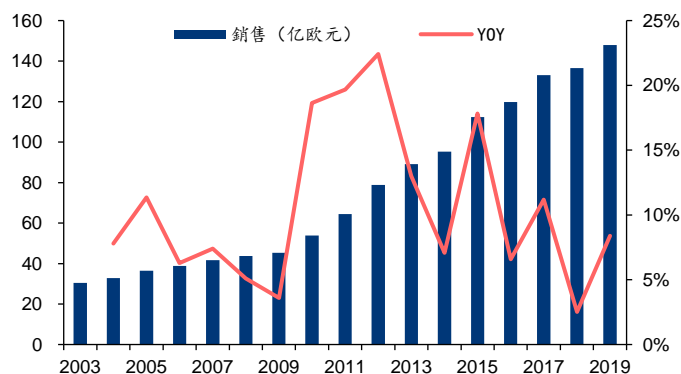
渠道商：综合零售渠道诞生多龙头，免税成外资大牌新增长点

CS：诞生多龙头，加大线上比重、发展小众品牌打造差异化成为新方向

化妆品综合零售渠道诞生多龙头

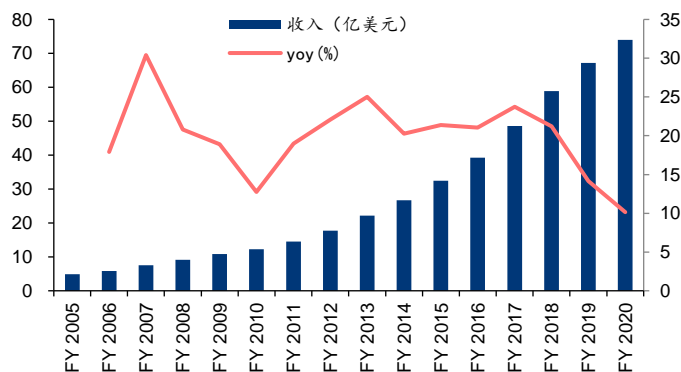
在境外，屈臣氏、丝芙兰、ulta 均为全球门店规模超千家、全球收入规模百亿人民币以上的综合美妆连锁龙头。1963 年李嘉诚合记收购屈臣氏，此后屈臣氏开始快速发展，定位大众；1969 年丝芙兰开设首家门店，1997 年被 LVMH 收购，奠定中高端基调，并开始在欧洲扩张，品牌定位中高端；1990 年 ulta 在美国创立，主要在美国郊区开店，2007 年登录纳斯达克市场，提供全品类和全档次的美妆产品及服务。

图表63：丝芙兰全球历年收入及增速



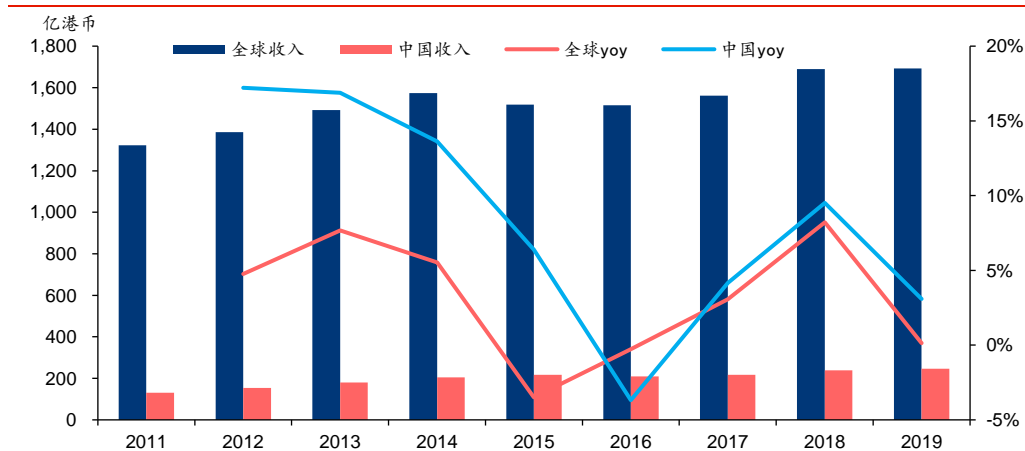
资料来源：LVMH 公司公告，华泰证券研究所

图表64：ulta 历年收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表65：屈臣氏全球及中国地区收入和增速



资料来源：长和公司公告，华泰证券研究所

大陆本土的美妆连锁门店定位低线城市，整体规模偏小。2000-2012 年，我国的日化专营店迎来黄金发展期，深耕低线城市，主打一站式购齐和价格亲民，与外资品牌强调品牌形象的定位不符，而成为本土日化品牌孵化器，代表性连锁如娇兰佳人等，但相较海外龙头资本化时间晚，区域性较强，2019 年国内化妆品 CS 店数约 17 万家，总销售额约 800 亿元，最大的本土品牌娇兰佳人估算市占率低于 3%。

图表66： 国内外 CS 渠道均孕育龙头

店名	创立时间	店面数 (2019)	收入规模 (2019)	盈利能力 (2019)
丝芙兰	1969	全球 1957, 中国 247	148 亿欧元	营业利润率在 8%-10%之间
ulta	1990	全美 1254	74 亿美元	近五年毛利率维持在 35%左右, 净利率维持在 12%左右
屈臣氏	1841	全球 15794, 中国 3947	1692 亿港元 (其中中国 246 亿港元)	2019 年亚洲 EBITDA 毛利率达到 18%, EBIT 毛利率达到 15%
娇兰佳人	2005	中国 2300	15 亿 (按单店 70 万元估算)	

资料来源：各公司公告、官网，华泰证券研究所

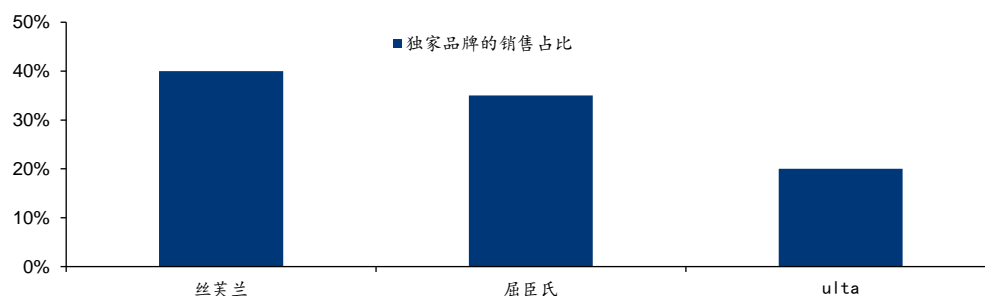
加大线上比重、发展小众品牌打造差异化成为新方向

12 年之后，因电商分流，丝芙兰/屈臣氏等收入增速均出现明显放缓，以开店驱动增长的模式出现严峻挑战。屈臣氏/丝芙兰/ULTA 等传统龙头纷纷借助电商尝试转型，并重点培育小众新锐的个性化品牌，以提升盈利、增强消费者粘性，据各公司公告，2019 年丝芙兰/屈臣氏/ulta 独家品牌销售额占比分别在 40%/35%/20%；国内亦出现橙小橙/Space NK/NOISY beauty/HARMAY 等主打小众进口品牌的新锐美妆 CS 店。

我们认为，个性化需求时代更考验 CS 渠道的需求把握、选品、周转及供应链能力，品牌本身的渠道议价反而弱化，可能较难复制传统国货品牌依托 CS 发壮大的发展路径，诸多小众新锐品牌快速崛起、迭代或为新趋势。

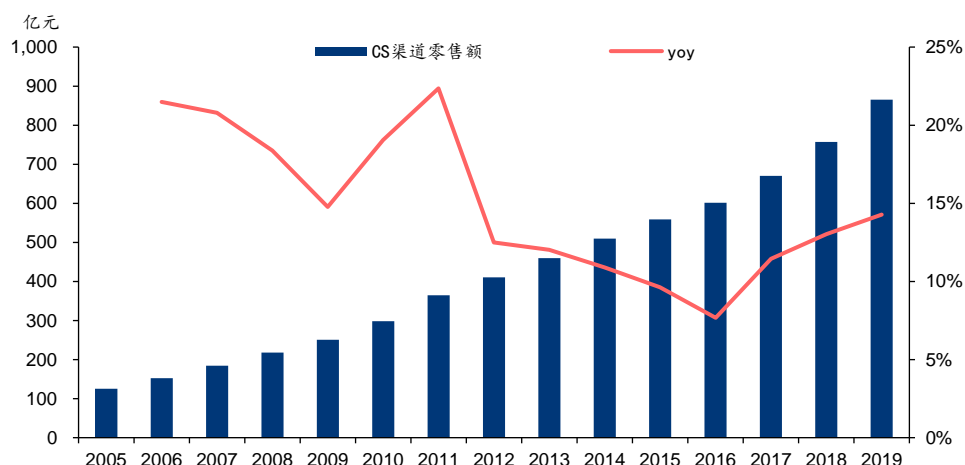
图表67： 屈臣氏中国的转型方向

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表68： 2019 年各 CS 龙头独家品牌的销售额占比

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表69： 我国化妆品市场中 CS 渠道历年销售额及增速



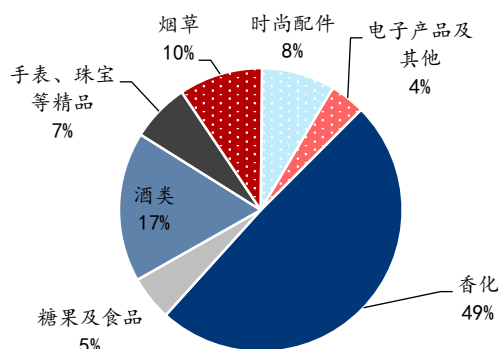
资料来源：欧睿，华泰证券研究所

免税：成外资美妆龙头重要渠道

化妆品是免税中占比最高、盈利最强的品类

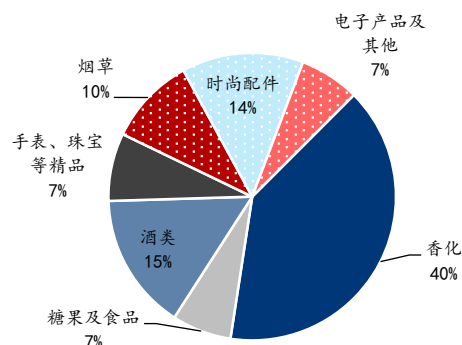
免税免除的是进口环节关税和流通税费。国内进口消费品关税分为最惠国税率、暂定税率及普通税率几档，手表、高档化妆品、服饰箱包等综合税费成本在税后总价占比约 20%-40%。据 Generation Research，2018 年全球免税市场中香化达到 40%，2018 年我国免税香化占比则达到了 49%。

图表70： 2018 年中国免税销售品类分布



资料来源：Generation Research，华泰证券研究所

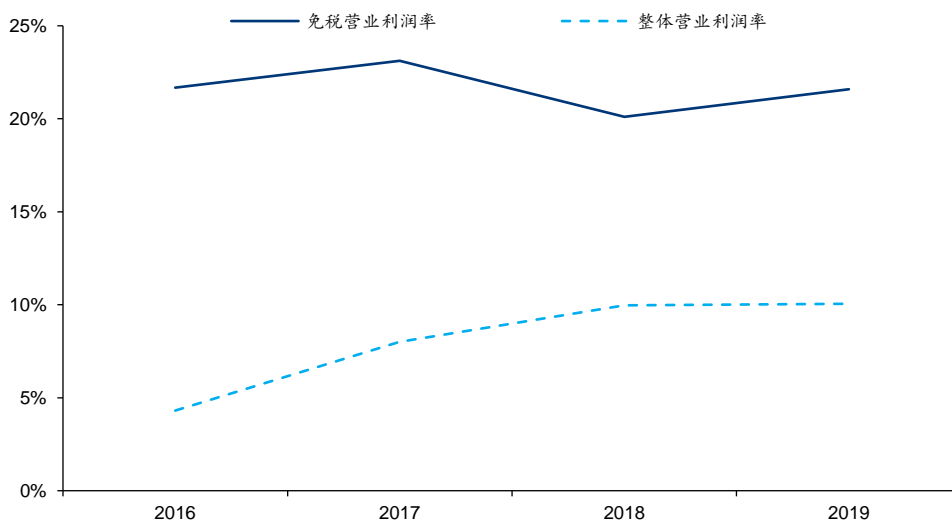
图表71： 2018 年全球免税销售额品类分布



资料来源：Generation Research，华泰证券研究所

除电商，免税也在成为品牌方增长最快渠道，盈利能力高于有税。19 年雅诗兰黛/爱茉莉/欧莱雅/资生堂全球免税收入占比 25%/23%/10%/9%，因免税渠道无需进行大额的营销/市场费用投放，免税渠道的营业利润率一般在 15-20%，高于整体的全渠道利润率。

图表72： 资生堂免税业务利润率高于全渠道

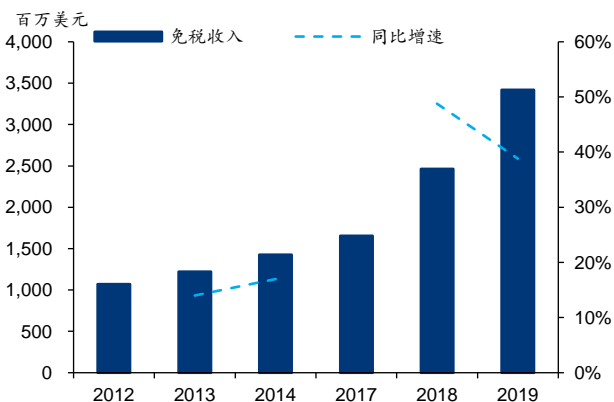


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

有税教育市场、免税收割市场，有望共同繁荣

免税与有税承担不同职能，仍有望共同做大蛋糕、共同繁荣。二者分属不同业务条线，且承担不同功能。免税市场基本不进行市场费用投放，实现收割功能，利润率更高；有税市场进行大部分媒体投放、宣传推广、消费者教育，二者相互协同，有望共同做大蛋糕。

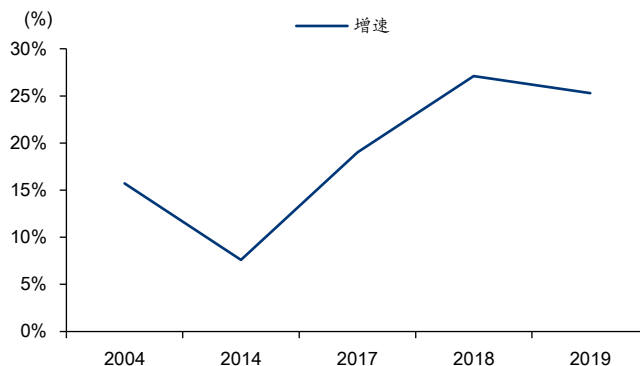
图表73： 雅诗兰黛免税收入及增速



注：空缺时间公司未披露数据

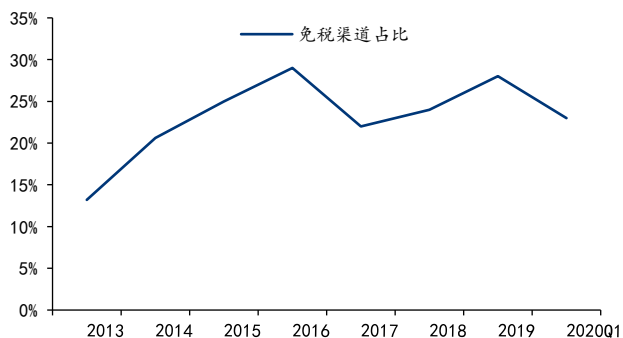
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表74： 欧莱雅免税渠道销售额同比增速



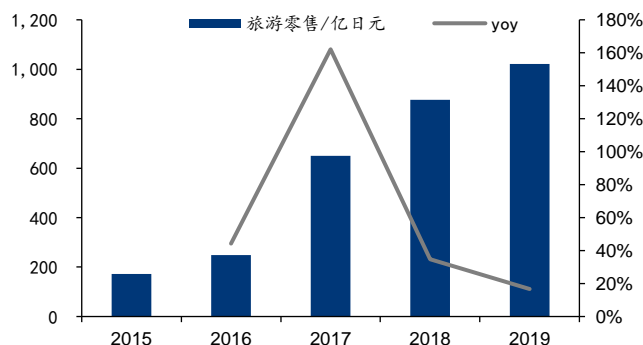
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表75： 爱茉莉太平洋免税收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表76： 资生堂免税渠道销售额同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

服务商：数字化浪潮带来流量红利

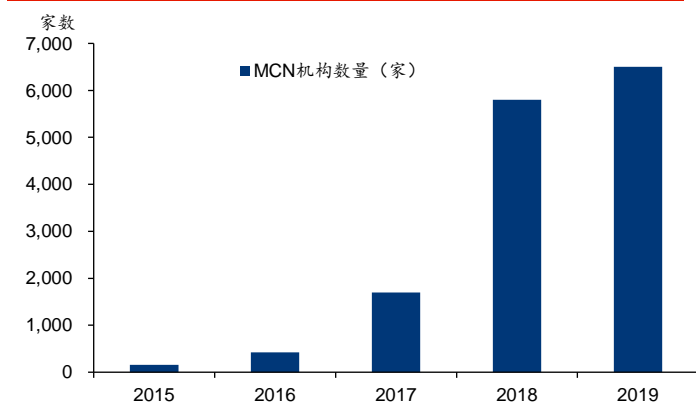
服务商价值在于聚合流量、促进转化、提升效率

我们将 MCN 机构、电商代运营、营销服务、商家 SAAS 服务等业态均划归于电商服务环节，其本质均是依托不同的流量生态衍生出的 to B 或 to C 的服务工具，其价值在于聚合流量、促进转化、提升效率。从业务模式的可复制性、可持续性、议价能力、成长能力等维度考虑，我们认为全链路服务、多平台拓展是电商服务类企业未来的重要发展方向。

MCN：借直播东风，中短期有望快速增长

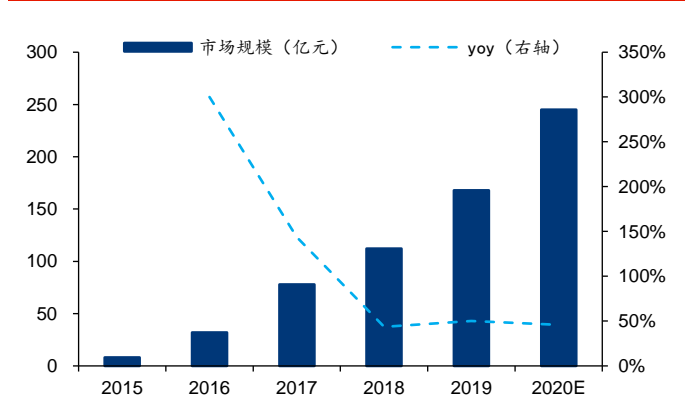
MCN（多频道网络，Multi-Channel Network）机构通过资本、团队运作以保障网红持续输出优质内容，实现最终商业变现，变现方式包括广告营销、产品销售（网红带货、自有产品销售）等。MCN 起源于美国，2012 年随着短视频行业起步，国内 MCN 机构初步诞生。起初的 MCN 机构在微博、微信上运营，随着短视频/直播 APP 快速崛起，逐步拓展至快手、抖音等多平台。据克劳锐和艾媒咨询数据，截至 2019 年，MCN 机构数量超过 6500 家，行业规模约 168 亿元。

图表77：MCN 机构数量 18-19 年快速增长



资料来源：克劳锐，华泰证券研究所

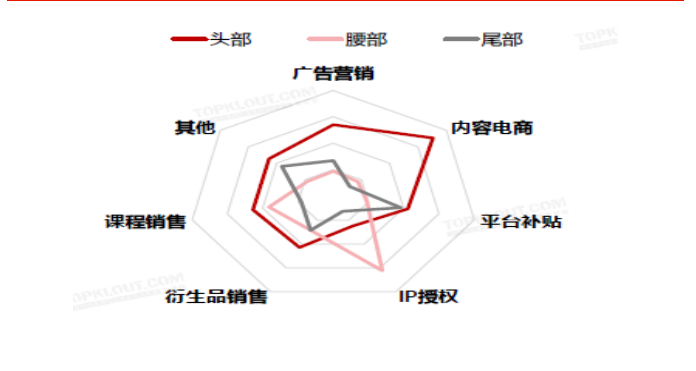
图表78：MCN 行业规模 19 年约 168 亿



资料来源：艾媒咨询，华泰证券研究所

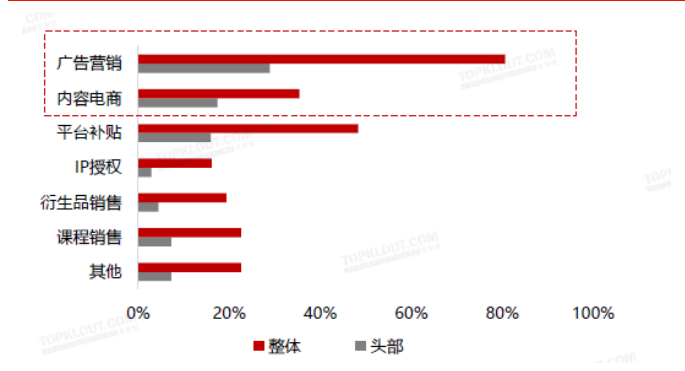
据克劳锐，广告营销和内容电商是 MCN 机构最主要的变现方式。直播电商在天猫/抖音/快手等平台的大力扶持下，以实时讲解、真实展示、即时互动、快速购买的优势快速崛起，缩短购买路径、提高转化效率。孵化 KOL 的 MCN 机构也有望在直播浪潮中受益，中短期迎来高速增长。

图表79：2018 年 MCN 变现模式中，头部和整体变现的分布情况



资料来源：克劳锐，华泰证券研究所

图表80：2018 年不同营收规模的 MCN 机构主要变现方式占比（多选）



资料来源：克劳锐，华泰证券研究所

我们认为后续 MCN 机构需要持续关注的方面有：1) 平台流量政策的改变。在欧美市场，YouTube 是 MCN 机构早期的主要合作平台，广告是主要收入来源。MCN 机构一般在 YouTube 平台的分成比例在 35%-40%。但随着 YouTube 和 Google 作为渠道商，抽取 45% 的广告分成，MCN 的利润空间被大幅压缩，MCN 机构需寻求在 Instagram、Facebook、Snapchat、Twitter 等平台探索多元收入来源。2) KOL 快速迭代。据卡思数据，抖音、快手、B 站各平台 2019 年 1 月 7 日和 2019 年 11 月 3 日的 KOL top10 榜单变化较大，尤其是快手，top10 榜单几乎没有重合人员。3) 头部 KOL 的议价提升/人员流失。据如涵财报，截至 2019 年 9 月 30 日如涵头部 KOL 为 3 名，GMV 达 4.96 亿人民币；肩部 KOL 为 8 名，GMV 达 1.19 亿人民币；腰部 KOL 为 135 名，GMV 达 3.09 亿人民币，头部 3 名 KOL 的 GMV 大于其他肩部和腰部 KOL 总和，头部议价能力更为突出。

海外 MCN：被传媒巨头收购是多数结局。海外 MCN 起源于 Youtube，其中代表性的机构有专注于青少年领域的 AwesomenessTV、时尚美容相关的 StyleHaul 以及内容多元化的 Maker Studios 和 Fullscreen。以龙头 MCN 机构 Maker Studios 为例，其于 2009 年创立，主营经纪业务，为其内容创作者制作和发布视频，2014 年被迪士尼公司收购，收购价格 6.75 亿美元，2017 年迪士尼公司对其进行大幅裁员，最终纳入新组建的迪士尼数字网络公司。此外，AwesomenessTV、Style Haul 和 Fullscreen 分别在 2014 年-2018 年之间被 Viacom、RTL Group 和 Otter Media 收购。

图表81：海外龙头 MCN 的发展情况

机构名称	创立时间	领域	相关数据	最终走向
Maker Studios	2009 年	多元化	2016 年广告收入为 3.7 亿美元，其中包括 7,000 万美元的直接销售收入，其余的收入是由 YouTube 提供的。2014 年的数据显示，该公司在格为 6.75 亿美元。2017 年纳入新组建的迪士尼数字网络。全球范围内已拥有 6 万余名网红，在 YouTube 上的订阅率就已超过 3.4 亿，平均月点击量可保持在 45 亿。	2014 年 3 月，迪士尼决定以 5 亿美元的价格收购 Maker Studios，由于合同中包括与绩效相关的各种收入目标，最终价
Awesomeness TV	2012 年	青少年	截至 2016 年 4 月，AwesomenessTV 通过其附属频道产生了超过 170 亿次终身视频观看，拥有超过 1.5 亿订阅者。	2016 年 4 月 6 日，Verizon Communications 公司以 1.59 亿美元的价格收购 AwesomenessTV 24.5% 的股份，估值为 6.5 亿美元。2016 年 8 月 22 日 NBCUniversal 子公司环球影业以 38 亿美元的价格收购梦工厂动画公司。2018 年 7 月 27 日，Viacom 正式宣布收购 AwesomenessTV，最初的估值为 2500 万美元，外加承担债务，后来的估值提升至 5000 万美元
Style Haul	2011 年	时尚美容	2014 年近 5,000 名内容创建者合作	2014 年 11 月 RTL Group 以 1.07 亿美元收购了 Style Haul
Fullscreen	2011 年	多元化	2014 年 50,000 多个内容创作者，共有 4.5 亿用户，每月产生 40 亿观看次数。	最新轮融资为 A 轮融资，the Chernin Group 投资 3000 万美元。2014 年 9 月，the Chernin Group 和 AT&T 的 Otter Media 收购了 Fullscreen。

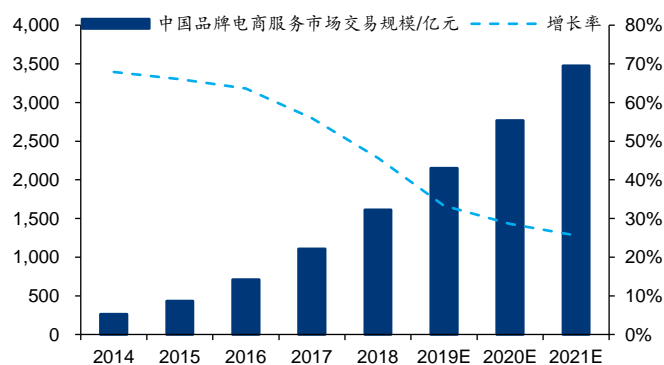
资料来源：维基百科，DIGIDAY，crunchbase，hollywoodreporter，variety，华泰证券研究所

电商代运营：有望持续受益品牌电商化红利，客户拓展为核心

电商代运营企业依托天猫/京东/拼多多等平台，为品牌方提供线上店铺管理、全域消费者运营、品类规划创新、内容营销、会员管理等服务，变现方式包括产品销售（经销/分销货品）、服务方案（收取运营服务费）等。

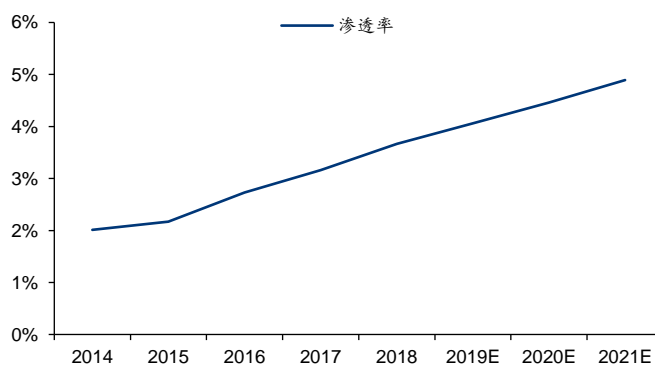
据艾瑞咨询，2018 年我国线上购物市场规模达到 8.0 万亿元/+28.2%，线上购物在社会消费品零售总额的渗透率突破 20%，品牌电商服务市场规模达 1613.4 亿元/+45.7%，持续保持较高增速。18 年品牌电商服务在 B2C 电商市场的渗透率为 3.67%，仍有较大提升空间。后续伴随消费升级，品牌商持续加大电子商务布局、提高线上渠道占比、增加电商服务需求，有望驱动渗透率持续提升，带动行业增长。

图表82: 电商服务市场规模快速增长



资料来源: 艾瑞咨询, 华泰证券研究所

图表83: 品牌电商服务目前在 B2C 电商市场渗透率较低



资料来源: 艾瑞咨询, 华泰证券研究所

电商代运营行业竞争格局分散, 后续将向头部集中。截止 19 年, 天猫平台认证服务商数量超过 1000 家, 其中 GMV 超过 20 亿的仅有 15 家, 市场格局较为分散。伴随品牌商对电商服务需求不断升级、对服务商各项能力要求提升, 电商服务行业进入精细化运营时代。头部企业规模较大、资金及供应链实力较强, 在品牌建设、流量运营、数据处理、仓储物流、服务能力等方面壁垒将进一步提升, 行业集中度有望持续提高。龙头企业宝尊电商 19 年 GMV444 亿元, 在品牌电商服务市场占比 21%, 15 年以来市场份额逐年提升, 头部效应逐渐显现。

图表84: 主要电商代运营公司对比

公司	主营品类	服务内容	GMV (亿元)	营收 (亿元)	毛利率	净利率	ROE	合作品牌数量
宝尊电商	全品类	产品销售和服务	444.1	72.78	61.88%	3.87%	10.95%	231
丽人丽妆	美妆	电商零售为主	71	16.57(19H1)	36.73%(19H1)	9.03%(19H1)	10.44%	70+
壹网壹创	美妆、日化	经销、分销和服务	62 (2018)	14.37	42.48%	15.25%	17.14%	40+
若羽臣	母婴、保健品	代运营和分销		6.28(19Q1-Q3)	32.43%(19Q1-Q3)	7.98%(19Q1-Q3)	9.87%	80+
凯诒电商	日化、食品	经销、代销		15.38(2018)	23.38%(2018)	3.39%(2018)	30.57%(2018)	近 40

资料来源: 各公司公告; 若非特别标注, 均为 2019 年数据, 华泰证券研究所

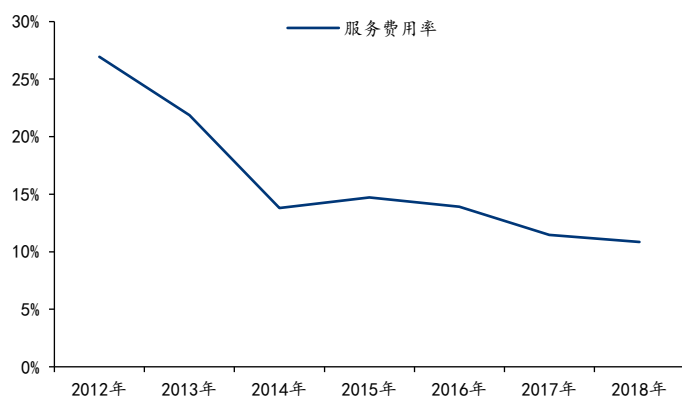
电商代运营企业的服务模式可以分为经销、代运营、代销三大类, 其中代销模式一般占比较低。品牌方与何种模式与电商代运营企业合作取决于品牌发展诉求、规模体量、议价能力等多种因素。1) 经销模式下, 电商代运营企业买断销售, 拥有货权、但需占用资金、承担库存, 对规模/资金实力要求高, 但盈利来源除了进销差价还有经销商返利, 即伴随服务品牌方 GMV 增长, 电商代运营企业的利润也可以不断增长。2) 代运营模式下, 电商代运营企业无需承担库存风险, 收取固定服务费或按 GMV 一定比例的服务费, 参照宝尊/壹网壹创等业务数据, 单一客户的服务费率存在下行趋势。体量较大的品牌方为最大化盈利, 可能会倾向选择代运营模式。我们认为电商代运营的增长核心在于存量品牌的 GMV 增长 (流量精细化运营)、多品牌的不断拓展 (打造多增长点)。

图表85: 电商代运营企业主要业务模式对比

分类	业务模式	权利及风险	盈利模式
经销	向品牌商采购商品并在天猫、京东等电商平台销售	拥有货权、占用资金、承担库存	经销差价、返利
代运营	为品牌方量身定制线上运营服务并执行, 并根据服务效果向品牌方收取服务费用	货权为品牌方所有, 营销等费用全部由品牌方承担, 但可能需要垫资	服务费 (固定金额或按 GMV 一定比例收取)
代销	获得品牌方分销业务授权, 面向在天猫或淘宝的卖家或其他第三方 B2C 平台分销产品	货权为品牌方所有, 承担采购、销售推广、物流等成本 and 费用	商品的销售收入与采购成本及各项费用的差额

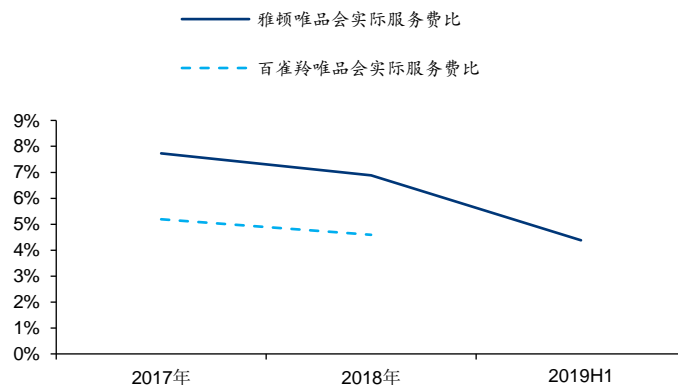
资料来源: 壹网壹创招股说明书, 华泰证券研究所

图表86: 宝尊电商代运营业务服务费率呈下行趋势



资料来源: 宝尊电商公司公告, 华泰证券研究所

图表87: 壹网壹创部分客户服务费率变化



资料来源: 壹网壹创招股说明书, 华泰证券研究所

海外电商代运营龙头多被巨头收购。海外电商代运营兴起于上世纪 90 年代, 龙头企业包括 GSI、Art technology、Netrada 等。其中 GSI 是美国知名的电子商务解决方案及服务公司, 主营业务为电子商务服务、市场营销服务和客户服务, 2011 年 6 月以 24 亿美元的估值被 eBay 收购; Art technology 为美国知名电商运营商, 据亿邦动力网, 2010 年市占率一度高达 43%, 2011 年 1 月被甲骨文收购; Netrada 是诞生于欧洲的全能电子商务运营商, 主营业务包括网店建设运营、内容管理、在线支付和客户服务, 2014 年被传媒巨头贝塔斯曼收购。我们认为国内的电商生态体系相较海外更发达也更复杂, 伴随品牌电商化加速, 电商代运营企业仍有较大发展空间。

图表88: 国内外电商代运营行业龙头经营情况

公司	业务简介	收入构成	收入规模	市值	毛利率	净利率
宝尊电商	提供从前端到后端的全套电商服务, 包括网站搭建、更新及托管、数字营销等	经销模式 (商品销售业务) 收入 18 年占比 47%; 服务模式 (服务业务) 收入 18 年占比 53%	2018 年 53.93 亿元	22.38 亿元	64.81%	2.59%
壹网壹创	主营业务为电子商务经销服务和电子商务综合运营服务, 目标客户国内外快消企业	经销模式 (营销) 收入 18 年占比 77%; 服务模式 (内容服务) 收入 18 年占比 23%	2018 年 2.36 亿元	156 亿元	39.95%	12.18%
GSI	主营业务为电子商务服务、市场营销服务和消费端服务	为 15 个行业、200 多个知名品牌客户提供服务	2010 年 近 14 亿美元	2011 年 eBay 24 亿美元收购		
Netrada	主营业务包括网店建设运营、内容管理、在线支付和客户服务	为 PUMA、ESPRIT、DOUGLAS 等 50 多个国家的品牌提供电子商店运营服务				
Art technology	为企业提供商品推销, 营销, 内容个性化, 自动推荐和实时帮助服务	为 1000 多家全球企业提供电子商务解决方案	2010Q3 2011 年 5030 万美元	2011 年 甲骨文以 10 亿美元收购		

注: GSI 经营数据截至 2009 年, Art technology 经营数据截至 2010 年; 毛利率/净利率截至 2010Q3

资料来源: Wind, 亿邦动力网, 华泰证券研究所

商家 SAAS 服务: 海外有大市值对标龙头

社交电商快速增长, 商家 SAAS 服务主要依托社交电商提供标准化解决方案, 亦有望迎来快速拓展期。据尼尔森数据, 社交电商的交易额从 2013 年的 377 亿元增长到 2018 年的 9672 亿元, 复合增速达 91.35%。预计 2022 年交易额将达到 2.78 万亿。社交电商占整体电商的渗透率将从 2013 年的 2.0% 上升到 2022 年的 15.2%。广大中小商家依托社交电商迎来发展机遇, 但本身缺乏自建电商平台、自主引流能力, 由此衍生专门的商家服务需求, 有赞/微盟等依托微信/快手/拼多多等社交平台, 为中小商家提供线上商铺搭建及运营的技术支持, 输出 SAAS、PAAS、支付等产品或服务, 变现方式包括软件服务费等。我们认为电商 SAAS 企业的价值核心在于赋能商家掌握自有流量并进行精细化运营。

图表89：以有赞为例，看中小商家电商服务软件提供商的产品矩阵



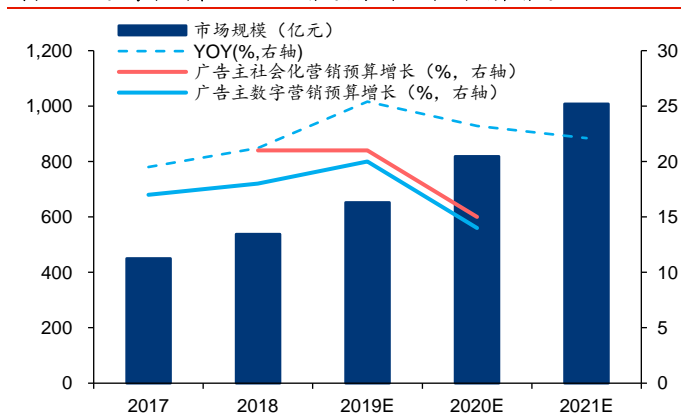
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

商家 SAAS 服务行业海外代表性龙头：加拿大公司 Shopify。2006 年 Shopify 平台正式上线，主要依托 Facebook，面向中小型企业，提供一体化云计算的解决方案，帮助其搭建自己的电商网站，并提供附加增值服务。2015 年 5 月成功在纳斯达克上市。公司通过收购不断拓展服务边际：2016 年收购 CRM 公司 Kit，2019 年收购 B2B 采购公司 HandShake 和仓储自动化初创公司 6 River Systems。据 2019 年 6 月 Shopify Unite 大会，有 82 万名商家使用 Shopify 平台开店，客户包括雀巢、百事、联合利华、百威、The Economist、WaterAid、Penguin Books、特斯拉汽车和红牛等主要品牌。据公司公告，2019 自然年营业收入 15.78 亿美元/yoy+47.05%，归母净利润-1.25 亿美元/-yoy93.39%。2019 年 GMV 同比增长 49%至 611 亿美元，GPV（Gross Payments Volume/总付款额）同比增长 54.8%至 257 亿美元；GPV 占到 GMV 的 42%，高于上一年的 40%。

营销服务：数字营销成新发展趋势

营销服务公司主要依托微博/微信/抖音等媒体传播平台，为广告主提供营销投放解决方案，变现方式包括广告代理、平台服务费等。移动互联网时代，数字营销成新发展趋势，据赛迪顾问，18 年数字营销市场规模已达 538 亿/+21%。微信/微博/抖音/快手等社交平台崛起，社会化营销日益成为广告主支出重点，据秒针系统 2018 年底数据，81%的广告主表示将在 2019 年增加社会化营销投入，预算平均增长 21%。我们认为后续行业的增长核心在于更多广告主的拓展以及广告主预算的提升。

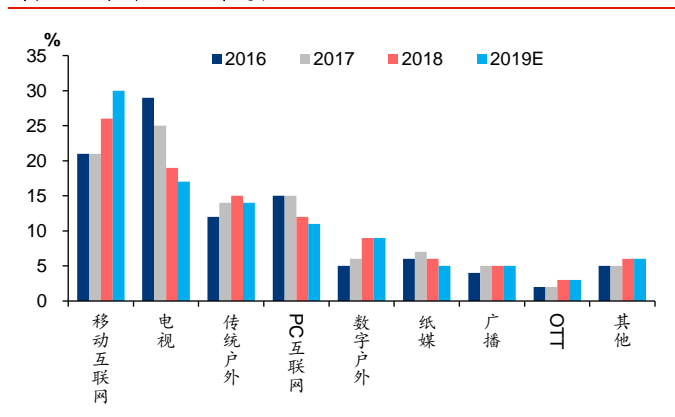
图表90：数字营销市场规模及增速、广告主营销预算增速



注：市场规模截至 2019.02

资料来源：赛迪顾问《2019 年中国数字营销解决方案市场白皮书》，秒针系统《2020 中国数字营销趋势报告》，华泰证券研究所

图表91：广告主投放渠道占比



资料来源：CTR《2019 中国广告主营销趋势调查报告》，华泰证券研究所

全链路、多平台是重要方向

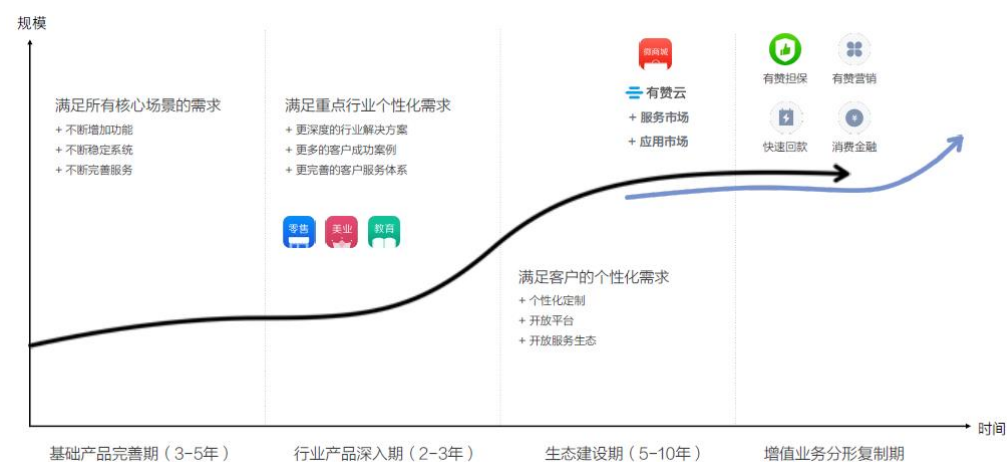
我们总结了多数商家服务企业的盈利模型：**商家分成-平台抽佣-自有成本**（人力/租金/仓储物流等等）。B 端服务企业天然存在的压力即在于商家议价能力提升、平台话语权较大、人力成本天然刚性上涨等问题。从业务模式的**可复制性、可持续性、议价能力、成长能力**等维度考虑，我们认为**全链路服务、多平台拓展**是电商服务企业未来的重要发展方向。

全链路服务：核心在于拓宽服务边界、提高壁垒。电商服务企业一般均是 B 端服务，这就意味着能为客户持续创造价值、对老客户有较强粘性、对新客户有较强吸引力是核心要素，进而意味着拥有专业、全面的服务能力。同时客户需求的不断演变也要求服务商的能力边界要不断进化。

以电商代运营行业为例，19 年天猫平台认证服务商数量超过 1000 家，行业较分散；而能够提供店铺运营、数字营销、IT 解决方案、仓储配送、客户服务等全案服务的企业更易增强客户粘性、提高品牌认知度，全链路服务也有助于增强企业在品牌建设、流量运营、数据处理、仓储物流、服务能力等方面壁垒。

以商家服务行业为例，龙头企业有赞核心逻辑即在于**解决方案-客户成功-客户数量-需求理解-解决方案**，最重要的商家体验就是丰富、灵活、多样的营销方式。公司六大核心板块微商城、零售、美业、教育、连锁、有赞云（PaaS 平台）均以客户需求出发，形成了全面商家服务解决方案。有赞微商城的应用功能已经超过 1500 项，基本满足所有行业、各种场景的需求。同时，有赞的商家快速迭代更新，公司每个月都会发一次月报，对用户进行调研。

图表92：有赞的产品增长模型



资料来源：有赞公司财报，华泰证券研究所

多平台拓展：核心在于提升抗风险能力，拓展多元增长点。目前多数电商服务企业主要收入依托单一平台生态，如电商代运营企业主要依托的是天猫生态、商家服务企业有赞/微盟等依托的是微信生态、不同的 MCN 机构主要依托某一社交平台。我们认为流量红利中短期仍将持续，且平台对于生态合作企业均秉承扶持态度，各类电商服务企业仍会与绑定较深的平台共同繁荣。但过分依赖单一平台会导致平台本身的发展趋势或者流量政策一旦发生改变，如平台商业化战略、分成政策、账号管理政策、流量分配机制等等，会对相关电商服务企业产生较大影响。

流量红利延续，化妆品产业链上下游有望全面受益

追溯国内发展史，渠道/营销变革带来美妆国货品牌更迭。借鉴日韩崛起路，文化自信/产业链实力奠定化妆品产业长期发展驱动。国内本土企业在资本助力下通过人才引进/技术合作/现代企业经营管理学习，产业链实力在不断增强；天猫等平台方通过各种运营方案/流量扶持助推发展；有赞/微盟/壹网壹创/如涵等各类服务机构也在加速赋能。KOL 带货/直播电商等渠道/营销变革带来数字化转型浪潮，平台方/品牌方/渠道方/服务方/代工厂有望全面受益，建议关注珀莱雅/丸美股份/上海家化/中国国旅/壹网壹创/青松股份（未覆盖）。

珀莱雅：坚定生态化/平台化/国际化/年轻化/数据化战略，有望不断孵化明星产品。通过外延、参股等方式布局多品牌矩阵、内容营销体系以及跨境渠道，生态化、平台化体系已具雏形，有利公司以整合完善研发、生产、供应、人力、财务、营销等内部服务平台资源，用平台化的方式支持各成熟品牌独立运营，孵化新品牌、新品类；平台化体系使得公司能快速应对流量变化，把握社媒营销的最新风口。打造自有电商团队，19 年成功孵化明星爆品泡泡面膜，形成初步的消费洞察、社媒筛选、投放节奏等方法论，理论有望不断复制新单品。

丸美股份：期待营销和渠道转型。定位中高端眼部护理专家，品类品牌矩阵优化，大单品产品力强，2019 年三大明星系列合计占公司总收入 40%。20 年 4 月线上首发新品小红笔眼霜，主打 3D 胜肽抗衰老，签约产品大使朱正廷，吸引年轻消费者。公司营销和渠道战略转型升级，成立产业基金外延拓展，增长有望加速。

上海家化：玉泽有望成今年黑马，引入欧莱雅原高管，渠道战略转型可期。2020 年 5 月 6 日，上海家化聘任新 CEO 兼总经理潘秋生，新帅未来有望带领公司全渠道加速改革转型。19 年 H2 公司成立数字化事业部，加大美妆品牌营销投入，玉泽以口碑传播种草蓄势/内容营销扩大声量/直播带货快速破圈，19 年收入同比增速近 80%，20 年截至 5 月 12 日天猫旗舰店 GMV 达 2.97 亿元（19 全年 2.64 亿）。伴随投入资源持续加大，我们认为全年高增长态势有望延续，对标欧莱雅旗下理肤泉等/国内药妆新秀薇诺娜品牌，1-2 年内收入规模有望达 10-20 亿级别。

中国国旅：国人海外消费回流空间大，龙头有望畅享行业增长红利。国人海外消费回流空间较大，免税政策放开力度决定回流空间。机场店提升规模壁垒，三亚店贡献盈利增长。若未来海南免税牌照开放，中免享有先发优势和规模优势，竞争力不减。国人市内免税开放渐行渐近，市内店有望贡献盈利。中免牌照优势、先发优势和规模优势带来综合竞争力，有望享受行业增长红利。

壹网壹创：电商代运营行业处发展红利期，有望持续拓品类、拓客户。随品牌方加大电商渗透与数字化转型，专业电商服务需求增加，电商服务行业逐渐进入全渠道管理/精细化运营/生态角色多元阶段，服务需求升级有望驱动渗透率持续提升，行业处于高增长红利期。同时，电商服务已从基础的运营、客户服务发展成为专业的 IT、营销、仓储物流服务，行业整合与洗牌开始加剧。在这个过程中，公司作为电商服务优势龙头有望通过技术壁垒、客户资源、规模优势持续获益。

图表93： 国内化妆品上下游企业资本化情况

产业链环节	公司名称	主要品牌/主要业务	19 年收入(亿元)	净利润(亿元)	资本化现状
原料商	华熙生物	透明质酸全产业链平台	18.86	5.86	19 年 11 月在上海证券交易所上市
代工厂	青松股份 (诺斯贝尔)	化妆品 ODM 生产企业	21.78	2.53	19 年被青松股份收购 90% 股份; 2020 年被收购剩余 10%
	巨子生物	可丽金、可复美等			20 年 5 月巨子生物上市协调会在深交所陕西服务基地召开
	青岛金王 (栋方股份)	化妆品 OEM/ODM	2.60	0.15	2015 年 12 月登陆新三板挂牌交易, 2019 年 9 月终止挂牌
	芭微股份	化妆品 ODM/OEM	2.32	0.21	2016 年 5 月登陆新三板挂牌交易
	伊斯佳	化妆品 ODM/OEM/自有品牌	1.87	0.32	2016 年 8 月登陆新三板挂牌交易
包材商	嘉亨家化	日化包装/化产品 ODM/OEM	7.86	0.65	20 年 4 月披露 IPO 招股书, 拟登陆深交所创业板
品牌方	锦盛新材料	化妆品包材	1.71 (19H1)	0.32 (19H1)	19 年申报创业板上市, 2020 年 3 月首发申请过会
	上海家化	佰草集、六神等品牌	75.96	5.57	2001 年上市
	珀莱雅	珀莱雅、优资莱等品牌	31.24	3.93	2017 年上市
	丸美股份	丸美、春纪	18.01	5.15	2019 年上市
	拉芳家化	拉芳、雨洁、圣峰、缤纯	9.65	0.50	2017 年上市
	毛戈平	MGPIN、至爱终生	3.43(2016)	0.53(2016)	16 年提交 IPO 招股书, 目前为“预披露更新”状态
	上海悦目 (膜法世家)	膜法世家、QSTREE			18 年 5 月中路股份拟收购 100% 股权, 19 年 5 月终止收购
	北京茂思 (阿芙精油)	阿芙精油			18 年 9 月御家拟收购 60% 股权, 12 月公告收购终止
	华仁药业 (韩后)	韩后			18 年 10 月华仁药业公告称拟收购, 19 年 6 月收购终止
	贝泰妮 (薇诺娜)	薇诺娜	19.40	4.13	20 年 6 月 2 日贝泰妮完成拟上市企业辅导备案工作
	复星津美 (AHAVA)	AHAVA	4.55	0.18	20 年 6 月豫园股份公告称拟收购复星津美 74.93% 股权
电商代运营	壹网壹创	电商代运营	14.51	2.19	2019 年 9 月登陆创业板
	宝尊电商	电商代运营	72.78	2.81	2015 年 5 月在美国纳斯达克 IPO 上市
	丽人丽妆	电商代运营	16.57 (19H1)	0.89 (19H1)	20 年 6 月 4 日 IPO 首发上会通过
	若羽臣	电商代运营	6.3(19Q1-Q3)	0.5(19Q1-Q3)	2020 年 6 月 11 日首发上会, 拟登深交所中小板上市
	杭州悠可	电商代运营	11.39 (2018)	1.31 (2018)	2017 年被青岛金王收购, 19 年 4 月被中信资本私有化
	凯洁电商	电商代运营	15.36 (2018)	0.53 (2018)	2016 年 5 月登陆新三板挂牌交易, 19 年 7 月终止挂牌
商家服务	有赞	电商 SAAS 服务	11.71	-5.92	18 年 4 月有赞完成在港借壳上市
	微盟	电商 SAAS 服务	14.37	3.11	2019 年 1 月在港交所主板挂牌上市
MCN/营销	天下秀	社会化营销服务	19.77	2.59	20 年 4 月公司借壳上市 A 股
	星期六 (遥望网络)	互联网广告投放和代理		2.16	18 年 12 月星期六公告收购遥望网络

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

风险提示

平台方流量生态发生较大变化。渠道营销变革倒逼品牌方加大流量精细化运营/加大消费者运营/供应链提效升级。但若品牌方不能对平台流量新玩法做出及时反应, 可能导致品牌营销计划受到影响。

市场竞争加剧。由疫情影响, 部分线下品牌进行渠道转型, 抢夺线上品牌市场份额。更多品牌方加入线上商城, 化妆品市场竞争加剧, 可能会对各品牌线上零售端销售额产生不利影响。

新品推广较慢。各品牌新品一般为当季主力产品, 且贡献较大占比的销售额。但若品牌方推出新品进程较慢, 可能会对品牌销售情况产生不利影响。

免责声明

分析师声明

本人，孙丹阳、梅昕，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师孙丹阳、梅昕本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司