

化妆品专题系列十一：彩妆行业专题

品效升级再争艳，美韵东方国风起

行业研究 · 行业投资策略

商贸零售

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：张峻豪
021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

联系人：孙乔容若
021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

- 我国彩妆行业市场空间较大，竞争较为激烈。根据欧睿数据，2021年国内行业市场规模达到657亿元，同比增长10.1%，在经历前期的快速爆发后，近两年受疫情等外部因素影响增长有所放缓，行业出清后有望迎来结构性优化，整体与海外成熟市场相比仍有6-8倍成长空间。预计未来在消费市场稳步复苏背景下，行业有望重回稳定增长轨道，根据欧睿数据预计行业2021-2026年CAGR约8%。
- 形成差异化竞争才是国货未来发展之路的关键。此前多数国货彩妆主要打着“平替”定位，并借助新媒体流量红利实现快速爆发。但随着消费者的理念成熟，流量红利的逐步消减，以及资本冷却后减少的资金支持，不少国货新锐彩妆品牌经营进入困境。长期来看，同质化的低价产品已经不再能够满足消费者升级的需求，拥有自身核心产品竞争力，实现差异化定位的品牌才能在市场上长期发展。
 - 产品端：1) 产品品质是核心基础：国货品牌借助国内成熟的上游制造基础保障产品质量，并在不断加大自主生产和研发实力，强化供应链效率；2) 借助国潮风打造差异化定位：立足东方美学理念，同时找准自身品牌定位，实现与国际品牌的差异化竞争，抢占消费者心智；3) 基于消费需求变化的产品持续迭代：强化与消费者的沟通，及时把握偏好变化，完善品类布局，实现产品的持续迭代成长。
 - 营销端：1) 专业IP加码品牌价值：充分借助化妆师等专业IP，强化消费者心中品牌的专业度；2) 强化品宣投放，建立情感共鸣。从建立品牌长期价值的角度，在促销投放以外，更应侧重进行品宣投放，与消费者建立更多情感共鸣，并通过IP跨界联名等方式，实现品牌理念的破圈。
 - 渠道端：1) 线下百货等强体验性渠道：百货专柜的作用不仅是直接销售商品，更具有提供体验式服务、品牌宣传、产品展示等核心作用；此外新型的“沉浸式、体验式”购物环境可以吸引高价值的年轻客流。2) 电商渠道在于精细化运营：线上渠道经过近年的快速爆发，整体投放成本也在快速提升，未来更加考验品牌的全平台分层次的精细化布局能力，以实现较高的投放效率。
- 投资建议：我们主要从以下角度优选标的，1) 以彩妆赛道为核心布局的品牌企业：具备较为完善的专业渠道布局和品牌知名度的彩妆品牌，善于把握行业风向变化，及时调整产品布局。重点关注：拟A股主板上市的毛戈平、美股上市公司逸仙电商等；2) 从护肤切入彩妆的头部美妆集团：借助前期积累的产品研发、渠道布局和营销优势，以产品属性接近护肤品的底妆品类切入布局。重点推荐：珀莱雅、丸美股份等。

表1：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	收盘价（人民币） 03-29	总市值（亿元） 03-29	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
603605	珀莱雅	买入	184.70	524	2.78	3.49	52.93	43.59
603983	丸美股份	增持	37.48	150	0.71	0.87	68.15	52.79
YSG.N	逸仙电商	无评级	9.98	56	-0.34	-0.29	/	/

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测

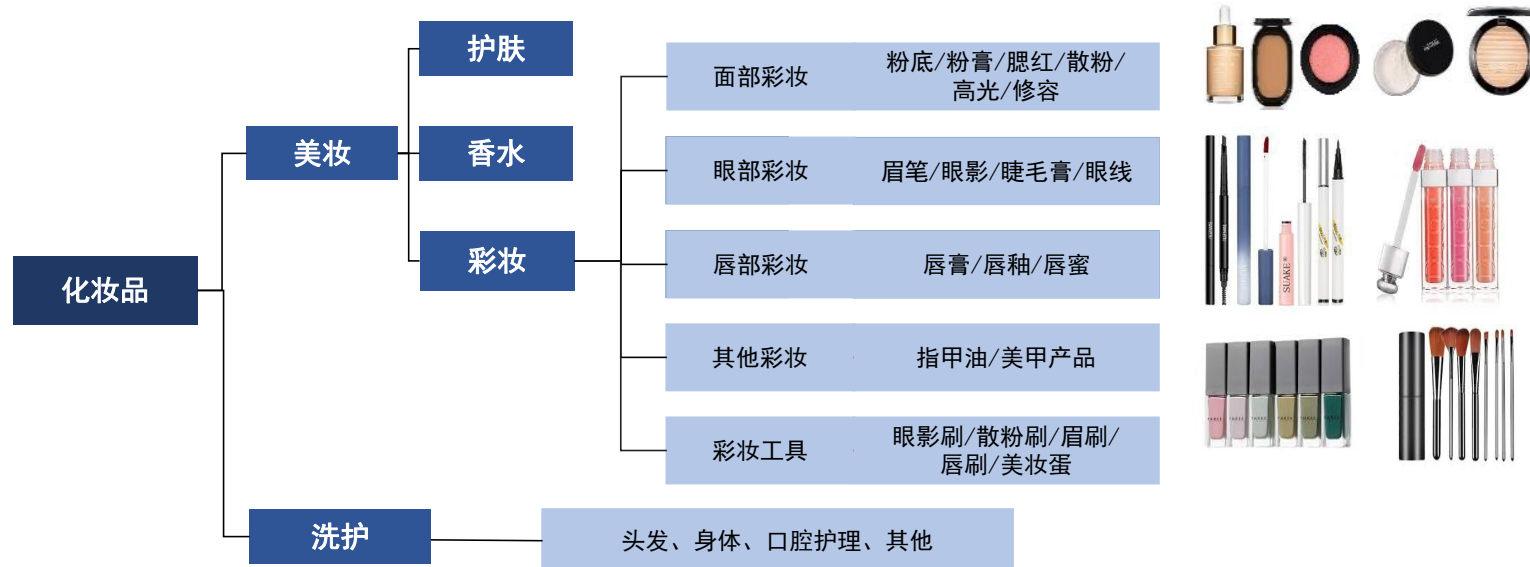
- 【 01 】 行业概况：彩妆行业空间仍广阔，调整后有望步入良性轨道
- 【 02 】 行业格局：国际品牌占据高端，国货积极进取升级
- 【 03 】 海外借鉴：化妆师品牌独具特色，多品牌建设为关键
- 【 04 】 国货崛起路径：品效升级建立壁垒，国潮风起大有可为
- 【 05 】 投资建议：积极关注国货彩妆头部品牌

一、彩妆行业概况：行业空间仍广阔，调整后有望步入良性轨道

1-1. 彩妆行业：颜值经济，从“可选”进化到“刚需”

- **彩妆定义**：彩妆是指具有色彩及修饰功能的化妆产品，在遵循一定的上妆程序，辅以化妆技巧的条件下，将彩妆产品施用于脸部，能够达到弥补面部缺陷，美化容貌，提升个人外在形象的目的。其中“色彩”和“效果立显”是彩妆区别于其他日化产品的主要特征。
- **1) 彩妆品类**：主要大类包括脸部、眼部、唇部三大品类，具体有粉底液、遮瑕、眼影、眼线、蜜粉/散粉、口红、眉笔/眉粉、彩妆工具等；**2) 彩妆作用**：修正肤色、遮瑕提亮、增强面部立体感及打造不同妆容效果等；
- **彩妆消费特点**：1) 易冲动消费、复购率低，使用周期长，消费频率低，多为一次性，单一产品粘性较低；2) 具备刚需、高频属性，消费习惯一旦养成，往往不可逆；3) 消费者喜欢逐新，目前产品更新速度快；4) 可以即时改善外表、注重色彩美学。

图1：彩妆所述范畴及分类

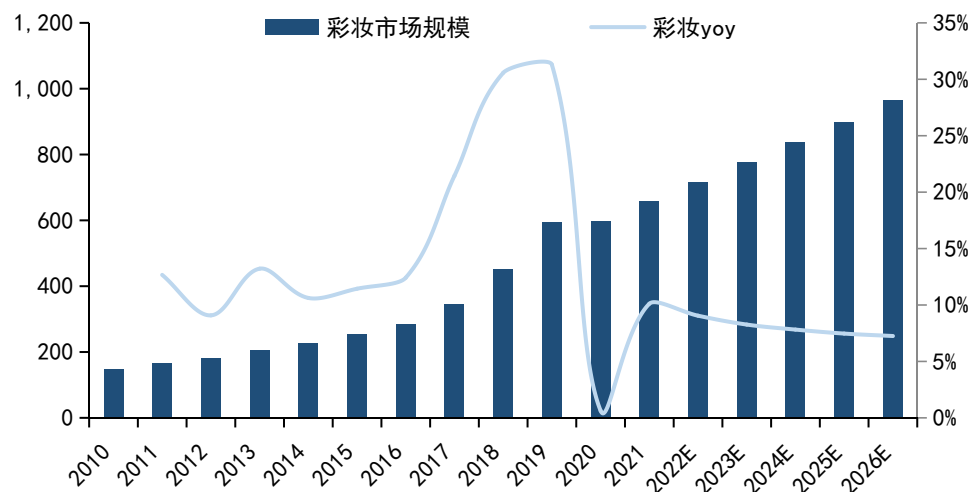


资料来源：亿欧、国信证券经济研究所整理

1-2. 市场规模：在日化市场中，彩妆整体基数规模相对较小但增速最快

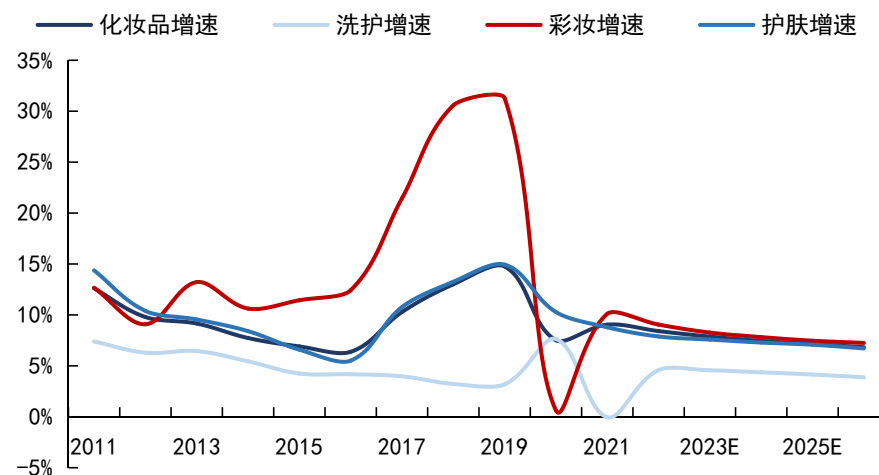
- 彩妆类是疫情前日化市场中增速最快的细分赛道。据欧睿数据，2021年我国化妆品整体市场规模达5686亿元，其中护肤品规模2938亿元，占比超一半；彩妆市场规模达到657亿元，约为化妆品规模的1/10，但自13年至20年增速持续高于其他细分赛道增速。
- 增速复盘：经历2016-2019年快速成长期后，2020年受疫情影响增长受挫，2021年迎来反弹：彩妆行业自2016年开始迎来行业红利期，2018、2019每年均同比增长30%以上实现高速发展。而后续由于疫情影响整体消费行业承压，封控居家使得彩妆的使用频率大幅下降，以及支撑前期行业高速增长的流量红利的消退，导致2020年彩妆市场增速仅为0.6%，但后续随着疫情好转，彩妆使用场景恢复，21年增速逐步恢复至10.1%。
- 预计未来增速回温，根据欧睿咨询预计行业2021-2026年CAGR约8%：随着当前疫后居民生活回归正常，整体消费积极向好趋势明显，消费者对彩妆产品的需求也将会加速回暖：1) 国内日常美妆追求日趋成熟；2) 国货的崛起；3) 新媒体营销、资本助力等多重因素的共同推动。

图2：我国彩妆市场规模及增速情况



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图3：预计彩妆仍将为我国化妆品市场增速最快的细分类目



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

1-2-1. 行业前期：供给不断丰富，驱动需求成长

- **早期国际品牌入驻国内，持续推新教育市场：**随着我国消费市场逐渐扩大，自90年代以来国际品牌看重中国市场巨大潜力纷纷入驻国内，并根据我国消费市场特征调整营销和渠道模式，不断扩大市场影响力。同时国际品牌还不断推进产品创新，通过对产品的更新迭代，增强消费者对于品牌的复购率和信赖度，并培养了国内消费者的彩妆消费习惯。
- **新锐品牌风起，掀起国货彩妆火爆浪潮：**而2016年以来，国货新锐品牌借助新社交电商的兴起纷纷入场，进一步带动了彩妆热度提升，其中目前市占率较高的完美日记、花西子、橘朵、Colorkey等国货彩妆品牌多诞生于2016年之后，这些品牌具备强烈品牌意识，重视用户洞察，且善于运用新媒体营销方式，直击痛点、精准获客，进一步推动了彩妆消费渗透率的提升。

图4：国际品牌入驻国内，通过持续推新以及渠道变革教育市场



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图5：国货彩妆品牌纷纷入局

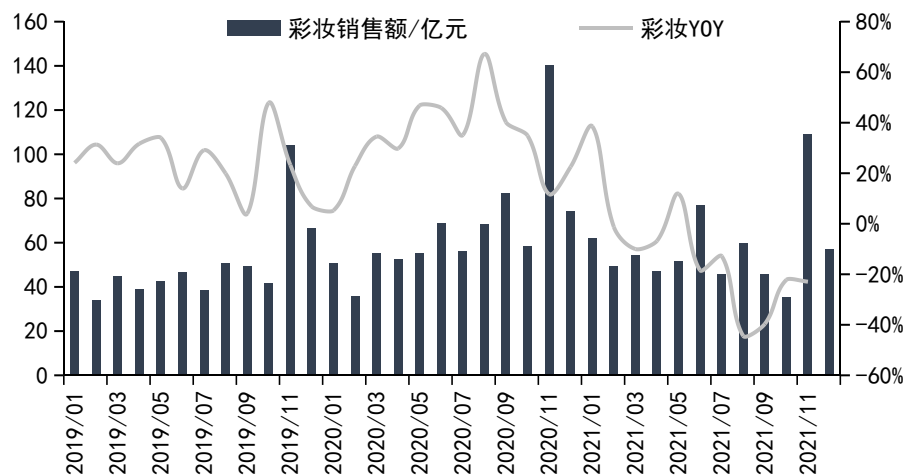


资料来源：天眼查、各品牌官网、亿欧智库、国信证券经济研究所整理

1-2-2. 行业近期：短期经历出清后有望迎来更为良性的健康发展

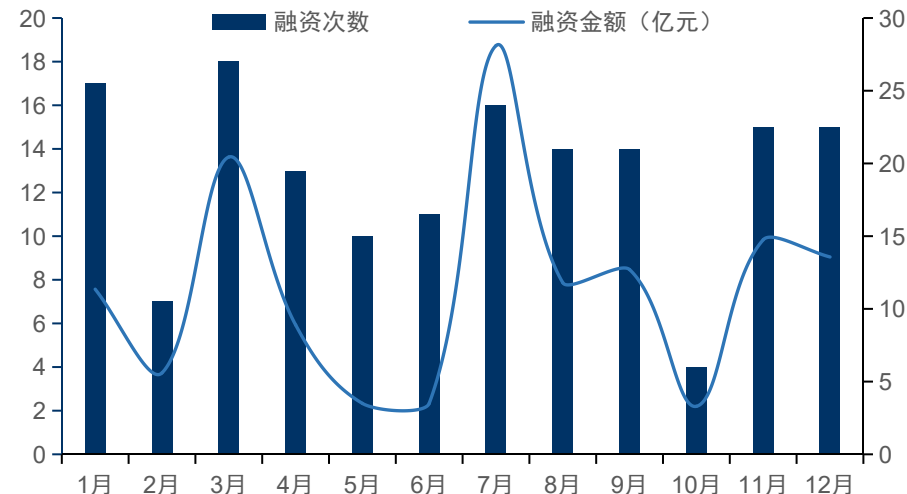
- 在2020年疫情之后，经历前期快速发展的彩妆行业出现了明显的出清态势：1) **流量红利消减倒逼行业出清**：品牌纷纷拥抱线上营销方式后，竞争不断加剧，平台费用也越发高企，优质KOL头部化正不断加速，相应的投放成本也水涨船高。且传统平台流量被分流严重，效率低下的品牌逐步难以承受越发高企的费用压力。2) **一级投融资遇冷，新锐彩妆品牌投放资源进一步缺失**：从化妆品投融资数据方面，21年以来美妆行业的早期投融资也有所遇冷，少数的融资项目主要也以中后期项目为主，新锐品牌融资热潮降温。
- **预计未来增速回温，但将出现结构性优化趋势**。随着当前疫后居民生活回归正常，消费者对彩妆产品的需求也将会加速回暖，但对于不具备平台全链路的运营能力，又没有资本帮助实现大规模投放的品牌来说，运营压力仍然存在。未来将更需要从品牌自身的产品内容出发获取消费者认可。

图6：我国彩妆线上自21年开始下行



资料来源：久谦咨询、国信证券经济研究所整理

图7：21年开始一级市场美妆品牌融资有所降温

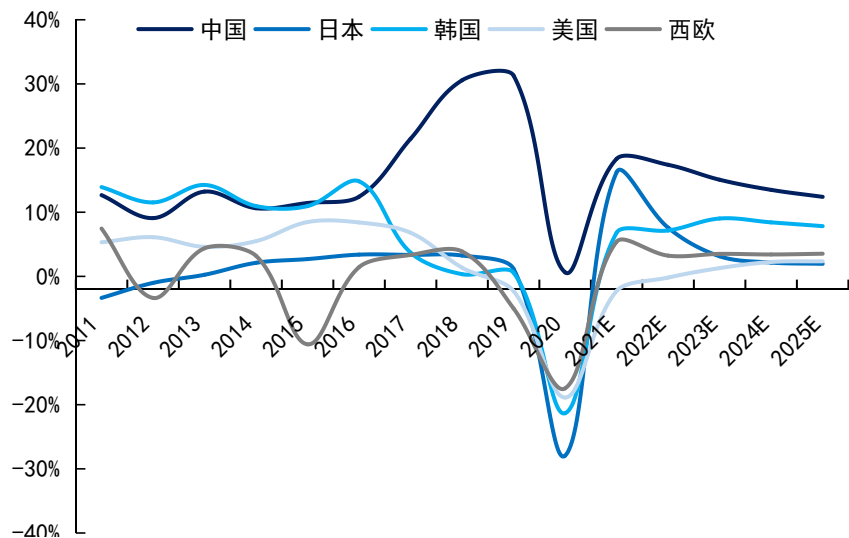


资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理

1-2-3. 行业长期：我国彩妆市场相较成熟市场有6-8倍成长空间

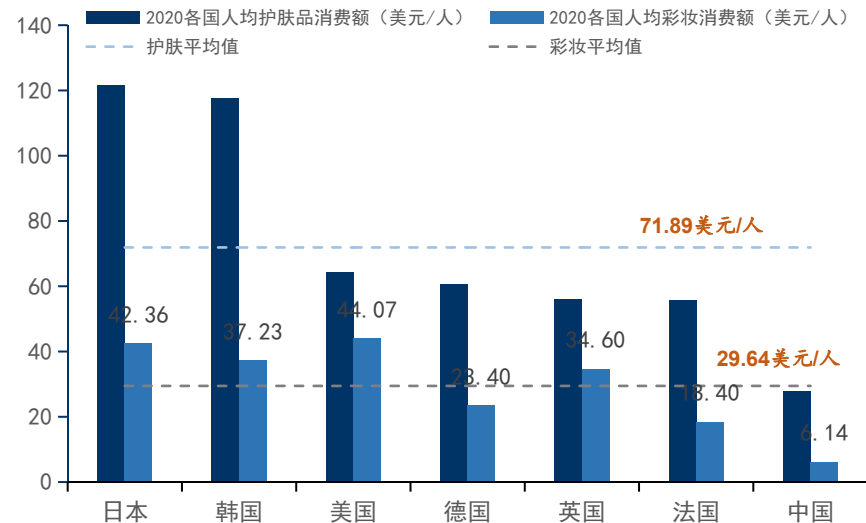
- 尽管在近两年遭遇了外部不利因素影响，但对标海外成熟市场，我国未来彩妆市场空间仍较大。整体来看，虽然目前中国已成为仅次于美国的化妆品消费第二大国，彩妆亦是如此。但成长性仍远好于日本、韩国、美国和西欧等成熟市场。
- 人均支出看，2020年我国人均彩妆支出为6.14美元，美国、西欧分别为44、22美元，地理位置相近的韩国、日本分别为37、42美元。相较于国际上其他国家，我国人均美妆支出目前来看仍有较大空间；同时对比目前较为成熟的护肤品类，2020年我国人均护肤支出相较其他成熟市场成长空间约3-6倍，彩妆市场教育较晚，目前成长空间更具弹性。

图8：我国彩妆市场增速高于海外市场



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图9：我国人均美妆支出仍有较大提升空间

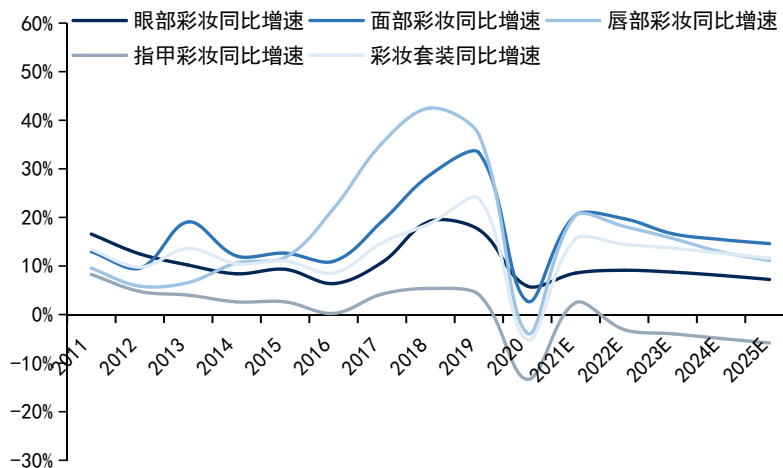


资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

2. 细分赛道：底妆类产品成为近年来消费者重点青睐产品

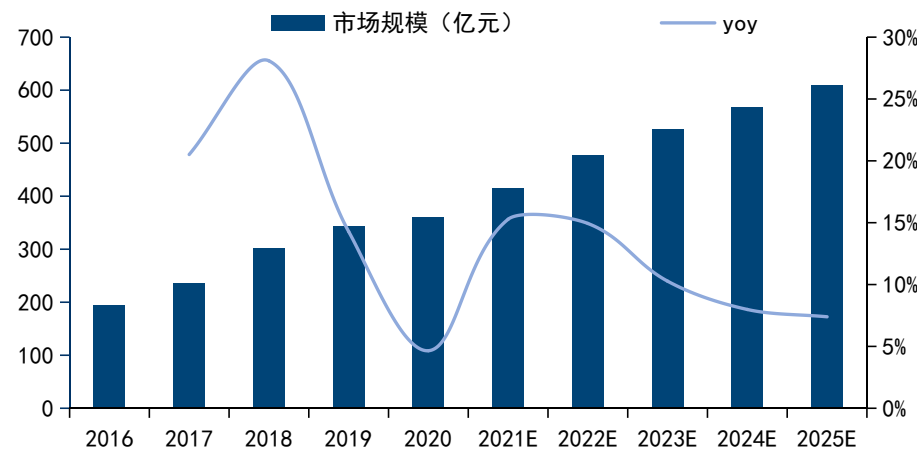
- 具体看彩妆各细分类目情况，据欧睿数据，2020年面部彩妆占比最高为48%，其次为唇部33%、眼部16%；除指甲彩妆预计未来出现负增长，其他细分类目均呈现较高增速，尤其是面部彩妆未来五年将以15%以上的复合增速实现高速发展。
- 聚焦到面部彩妆来看，底妆类彩妆仍是热销产品。根据艾瑞咨询，2020年中国底妆市场规模已达360亿元，2025年将突破600亿元。一方面由于底妆市场相较于色彩彩妆来说进入壁垒和客户粘性较高，同时高单价的优势也助力底妆成为新的热点细分品类，越来越多的新锐玩家选择切入底妆这一赛道；另一方面由于消费者教育的成功，底妆产品越来越成为一个刚需彩妆，整体渗透率不断提高。供给增加、需求上升，两方面加持使得底妆市场不断扩张。

图10：我国彩妆市场细分赛道增速



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图11：底妆市场规模及增速

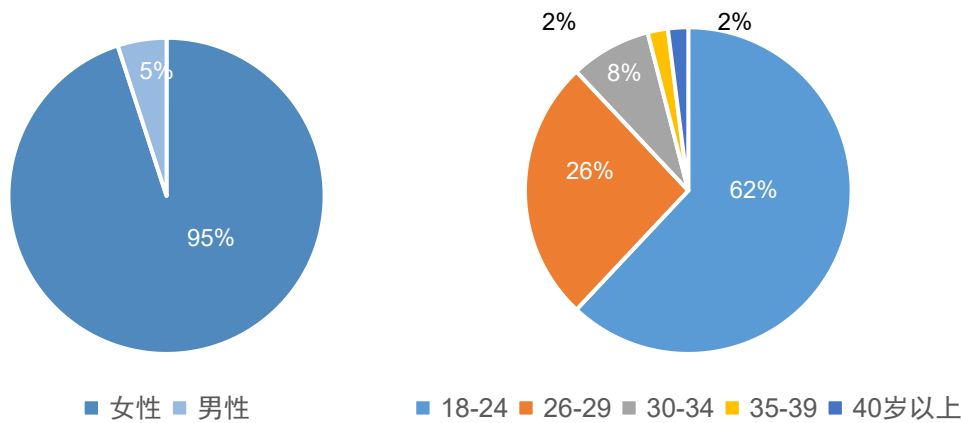


资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

3. 我国彩妆市场用户画像：以Z世代女性消费者为主，热衷“悦己消费”

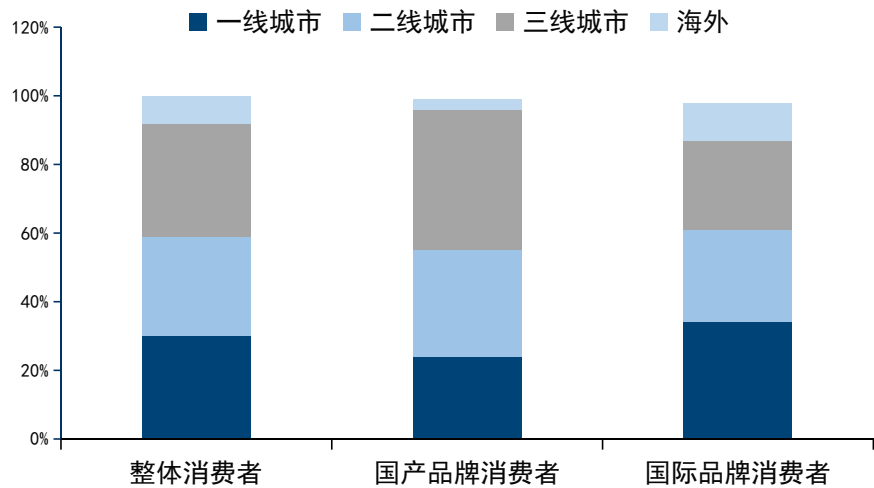
- 我国彩妆市场以Z世代女性消费者为主：根据弗若斯特沙利文数据，我国彩妆市场女性消费者占比为95%；30岁以下占比高达88%，整体用户平均年龄为24.1岁，以学生和职场年轻人为主。这类消费者更加热衷于“悦己消费”，他们更加注重彰显个性和愉悦自我，消费决策多出于“自己喜欢”，也容易受其他用户的分享推荐影响，而不是单纯迷恋大牌。
- 而从城市划分来看，根据弗若斯特沙利文数据，目前彩妆市场主要消费者还是一、二线城市，整体占比近60%，但随着三四线城市消费人群的消费理念逐步被教育成熟，以及消费升级的推动，未来有望成为彩妆市场消费的主力。根据CBNData和聚划算发布的《三线及以下城市彩妆消费趋势》数据显示：在三线及以下城市国产彩妆销售额增速快于彩妆整体。

图11：我国彩妆市场以Z世代女性消费者为主



资料来源：弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

图12：从城市划分来看彩妆市场消费情况

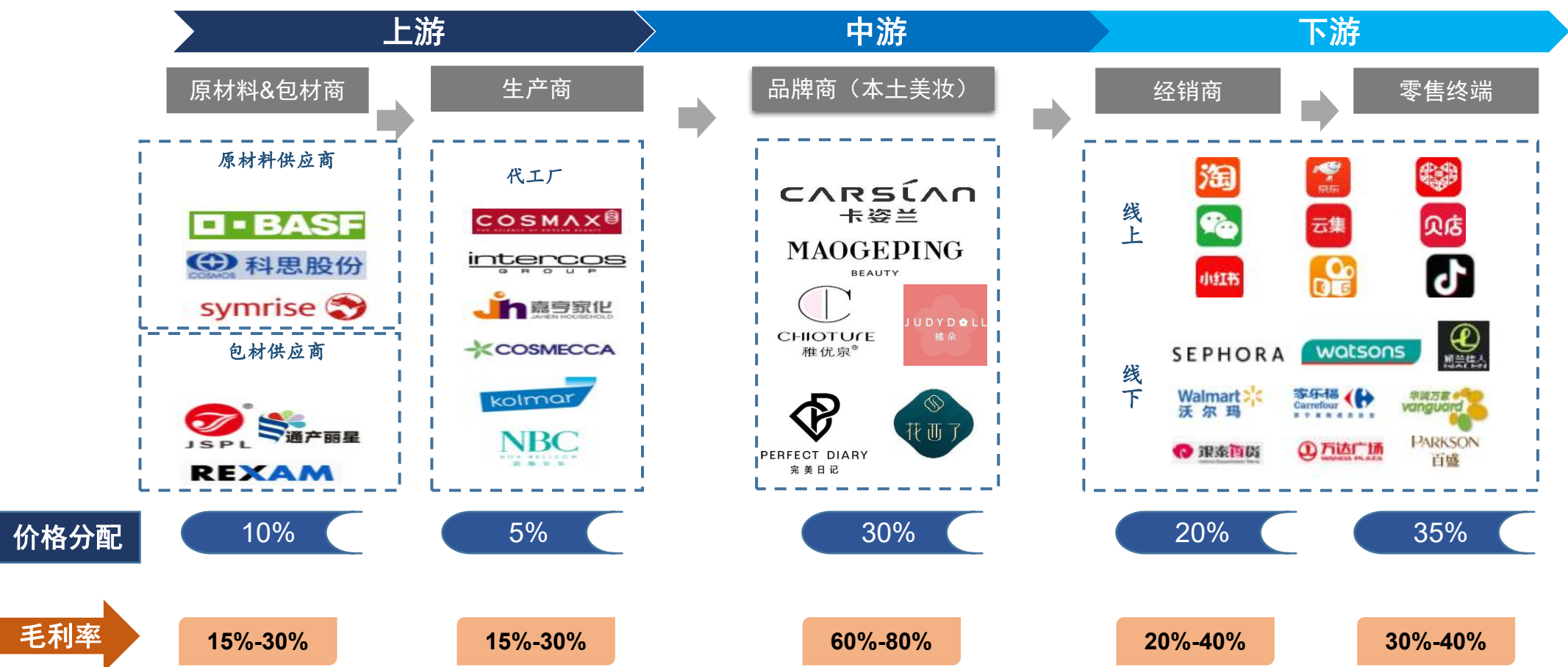


资料来源：弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

4. 我国彩妆产业链：目前已形成完善的产业链条

■ 我国彩妆产业链主要分成上游、中游及下游三个维度，其中上游以原材料和生产商为主；中游的品牌商凭借较高的溢价能力获取高毛利；下游将产品通过经销商、零售终端等销售至消费者手中。整体来看，品牌的销售终端与工业成本之间存在5-10倍的加价率。

图13：彩妆产业链链条概括

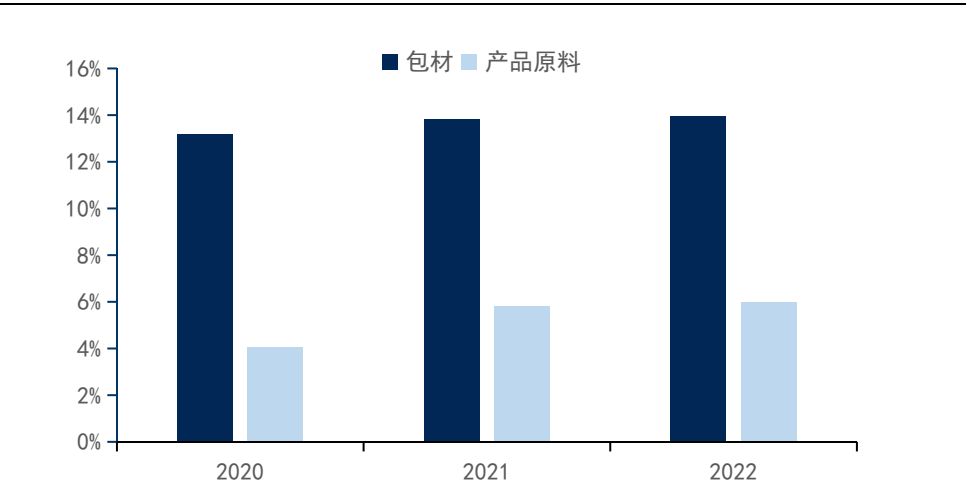


资料来源：艾瑞咨询、头豹研究院、国信证券经济研究所整理

4-1. 上游：彩妆包材成本占比高，生产多采用代工

- **上游原材料：**在生产原材料方面，中国彩妆市场多由专业原材料生产工厂提供，仅有少量大型知名彩妆品牌拥有独立原材料生产工厂。原材料成本在中游彩妆品牌企业整体成本的占比约为5%，因此原材料价格的变动对中游彩妆品牌企业影响较小；包装材料成本在中游彩妆品牌企业整体成本的占比较高，不同品牌及产品定位的包装材料成本不一，部分注重精美独特的包装设计的品牌，包材成本占比可能超过30%。根据毛戈平招股书，2022年包材、原料分别占到总成本的13.16%、4.05%。
- **代工厂：**我国彩妆代工生产厂商数量众多，行业集中度低，头部彩妆代工生产厂商包括外资企业莹特丽、科斯美诗，以及国产公司上海臻臣、诺斯贝尔、伊斯佳等。代工生产模式主要分为OEM及ODM模式；因自建工厂前期投资成本高、资金回笼风险大，同时彩妆产品变化较快，出于规模经济的考虑，超过90%的彩妆品牌企业选择代工厂商加工产品。

图14：毛戈平原材料占整体成本情况



资料来源：毛戈平招股说明书、国信证券经济研究所整理

表1：国内头部彩妆代工厂合作品牌

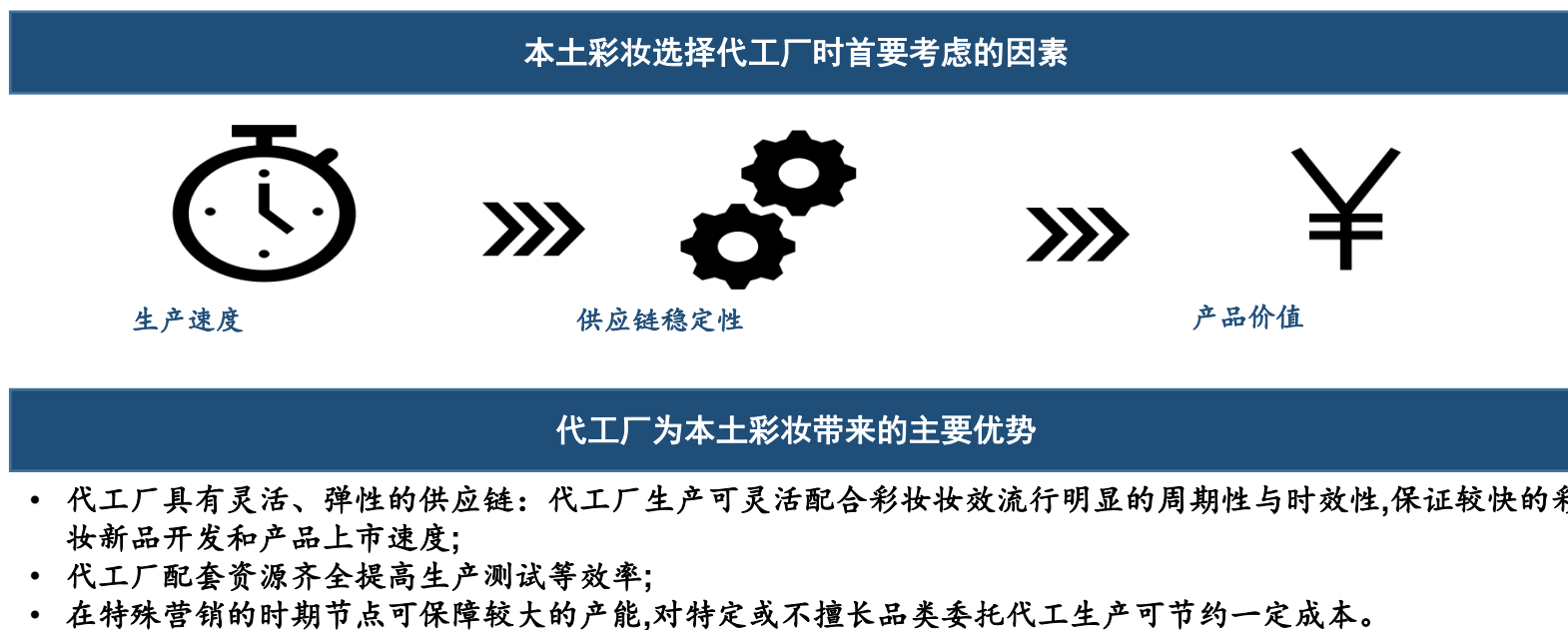
代工厂	合作品牌	彩妆代工品类
科丝美诗	雅诗兰黛、欧莱雅、宝洁、科蒂、资生堂、香奈儿等	睫毛膏、眼线笔、唇膏、粉底
莹特丽	雅诗兰黛、欧莱雅、宝洁、联合利华、兰蔻、资生堂、百雀羚、自然堂、卡姿兰等	粉底遮瑕、蜜粉粉饼、眼影、睫毛膏、眼线笔、唇膏等
上海臻臣	雅诗兰黛、欧莱雅、宝洁、玉兰油、完美日记、小奥汀、橘朵	唇膏、粉饼、眼影、睫毛膏、粉底液等

资料来源：毛戈平公司公告、国家药品监督管理局、国信证券经济研究所整理

4-1. 上游：成熟的彩妆代工体系缩短新品开发周期

- 目前我国彩妆代工体系较为成熟，运作灵活，一定程度上带动了新锐彩妆品牌的崛起。新锐品牌多数不具备制造端优势，国内成熟代工厂体系满足了新锐品牌对弹性产能与个性化研发的需求。而彩妆品牌的爆发性强、消费需求量大、推陈出新速度快的特点，对产品的生产能力及反馈速度要求很高，因此国内外彩妆品牌基本均有采取委托代工厂的方式进行生产。
- 彩妆具有高频消费与冲动消费的属性，因此美妆公司在选择代工厂时首先要考虑的因素就是快反速度，代工厂成熟完善的供应链能够保证彩妆产品的及时开发与更新。同时，代工厂较快的生产反应能力能够配合彩妆的产品营销，利于及时抓住流行趋势，满足打造爆品的需求。

图15：本土彩妆选择代工的考虑因素及优势

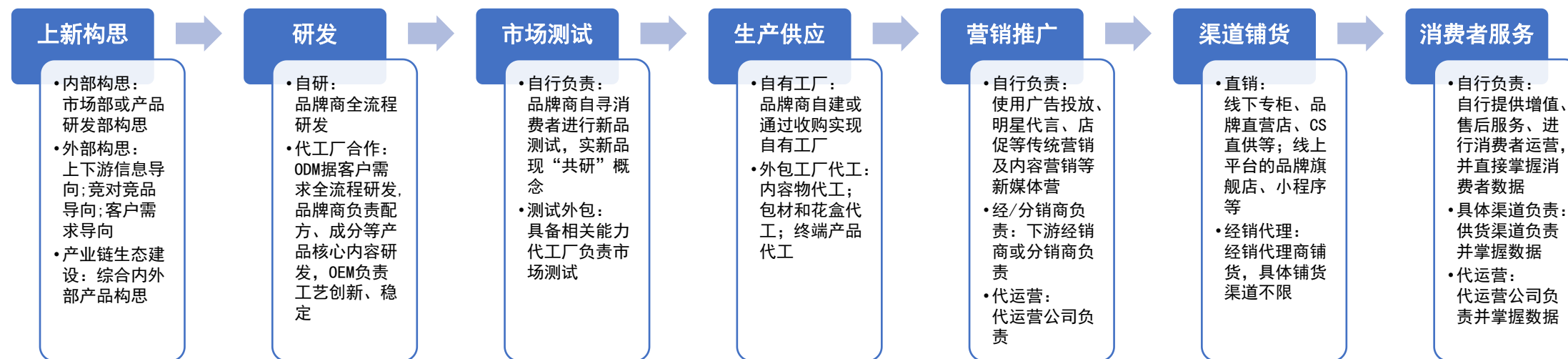


资料来源：亿欧、国信证券经济研究所整理

4-2. 中游：品牌商运营能力要求从渠道布局发展为产品全域推广能力

- 彩妆行业中游参与主体为彩妆品牌企业。彩妆品牌企业利润率多受企业知名度、营销模式、上游原材料及劳动力成本等因素影响。整体来看由于彩妆行业时尚度相对较高，消费需求的个性化程度也较高，因此竞争也相对较为激烈，大型知名彩妆品牌企业具有一定的品牌影响力，但是中小彩妆品牌也往往可以通过差异化的产品特点实现突围。因此对于企业营销费用投放要求一直较高，整体行业销售费用率可达35-65%，研发费用率则通常占3-5%。
- 随着当前渠道流量红利消退，企业更加需要从产品推广能力上塑造核心竞争力。一般来说，品牌商推新品商业流程可分为上新构思、研发、市场测试、生产供应、营销推广、渠道铺货以及消费者服务运营七大环节。每一个环节中，研发技术、产品运营能力与商业数据应用等能力能够给予品牌商更多区别于其他竞争对手的独有能力，也是品牌商构筑市场竞争力的关键之一。

图16：彩妆品牌商推新流程

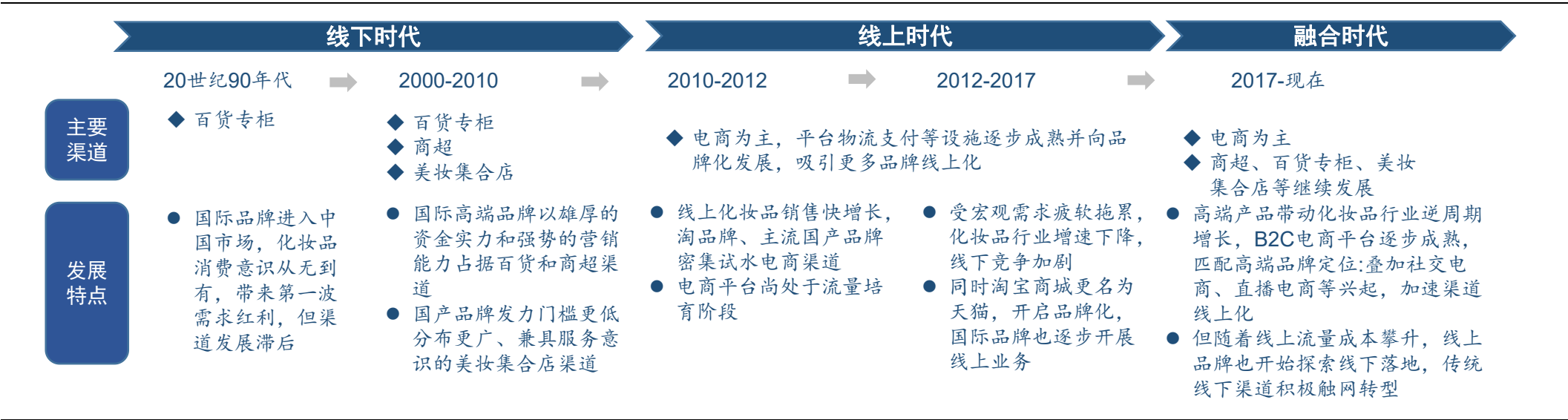


资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

4-3. 下游：终端渠道随着产业升级不断变迁

- 20世纪90年代：以欧莱雅、兰蔻为代表的国际中高端化妆品品牌进入中国市场，以百货专柜为主要渠道，逐步培养了国内居民的化妆品消费意识，也带动了国内化妆品行业营销意识的树立。
- 2000年前后：一批熟知化妆品运营技巧的外资品牌区域经销商开始创立自有国产品牌，丸美、自然堂、珀莱雅等经典国货雏形诞生，带动了门槛更低、分布更广的传统日化专营店渠道的发展。
- 2012年前后：化妆品行业增速受宏观需求疲软拖累不断下降，线下渠道竞争加剧，国产和国际品牌相继发展线上，借助传统电商和新媒体电商的两波红利得以发展。
- 现在：近年电商运营成本走高，线上流量红利减退，高端产品带动化妆品行业逆周期增长，线下渠道在用户体验、品牌塑造方面的价值再次被重视，渠道呈现出线上线下融合趋势，新型美妆集合店涌现，驱动美妆集合店渠道迸发出新的增长活力。

图17：下游渠道发展变迁过程



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

二、行业格局：国际品牌占据高端，国货积极进取升级

1. 竞争格局：主要分成欧美、日韩国际品牌及传统、新锐国货品牌四大类

- 目前我国彩妆市场主要由占据中高端的国际品牌，以及占据大众市场国产品牌构成。
- 国际品牌通过不同契机入驻国内市场：以美宝莲等为代表的欧美品牌在我国彩妆行业发展早期，处于供给驱动需求的阶段，凭借自身强劲的品牌力进入中国市场，目前已形成全价格带、全产品线覆盖；而日韩系品牌则普遍在2010-2016年，借助日韩文化的渗透不断深入我国消费者心智，主打自然妆效及高性价比，实现美妆品牌的快速发展。
- 新锐国货品牌借助社交电商快速占领市场：国货品牌目前仍多以中低端价格产品为主，其中资深国货品牌传统渠道能力较强，且多在某品类拥有一定优势；而新锐国货品牌通过洞察年轻群体消费习惯及偏好，并通过主打爆款、新品迭出等方式占据Z世代消费者市场。

图18：我国彩妆市场目前竞争格局



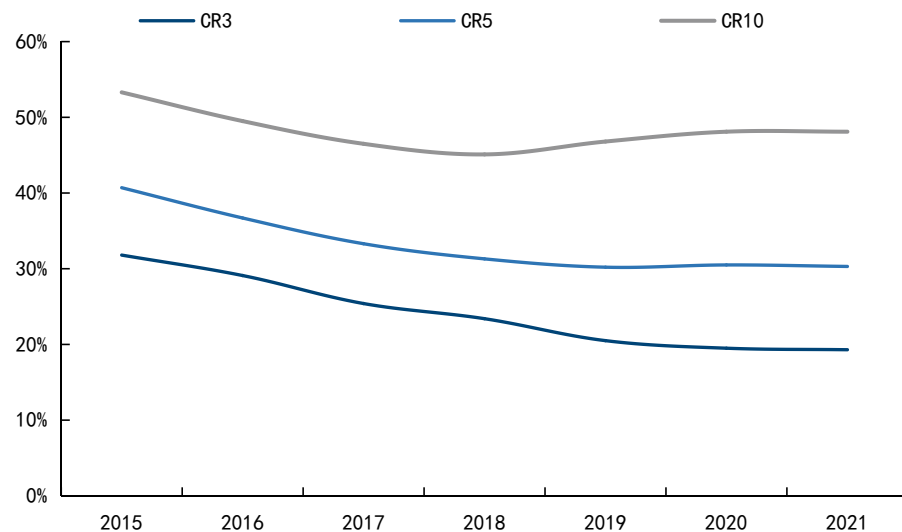
资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2. 市场集中度：竞争较为激烈，品牌多元化发展为大趋势

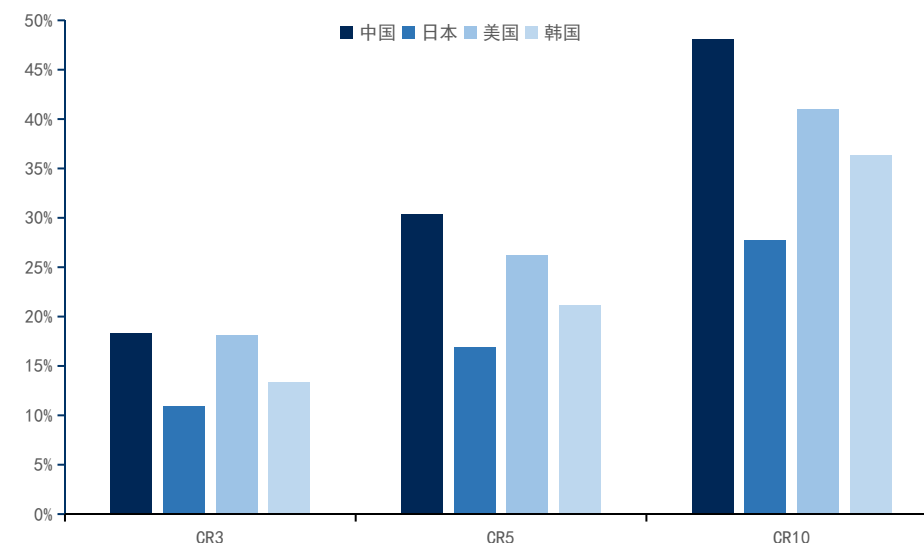
- 我国彩妆竞争日趋激烈，市场集中度逐年下降：由于彩妆种类较多，叠加产品时尚度高变化快粘性低的属性，导致单一品牌难以一家独大；同时彩妆行业本身进入壁垒也较低，近年来伴随更多品牌入局，我国彩妆市场竞争日趋激烈。据欧睿数据，我国彩妆市场CR3、CR5、CR10从2015年的31.8%、40.7%、53.3%的下降到2021年的19.3%、30.3%、48.1%，市场集中度逐年下降。
- 同时，集中度较低的情况也并非我国市场独有。根据欧睿数据，2021年CR10的市占率在美国和韩国分别为41.0%、36.3%，化妆品行业较为发达的日本更是只有27.7%。因此长期来看，彩妆市场的品牌多元化和集团化发展仍将是重要趋势。

图19：我国彩妆市场竞争日趋激烈，市场集中度逐年下降



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图20：2021年我国彩妆市场集中度仍高于国外发达国家

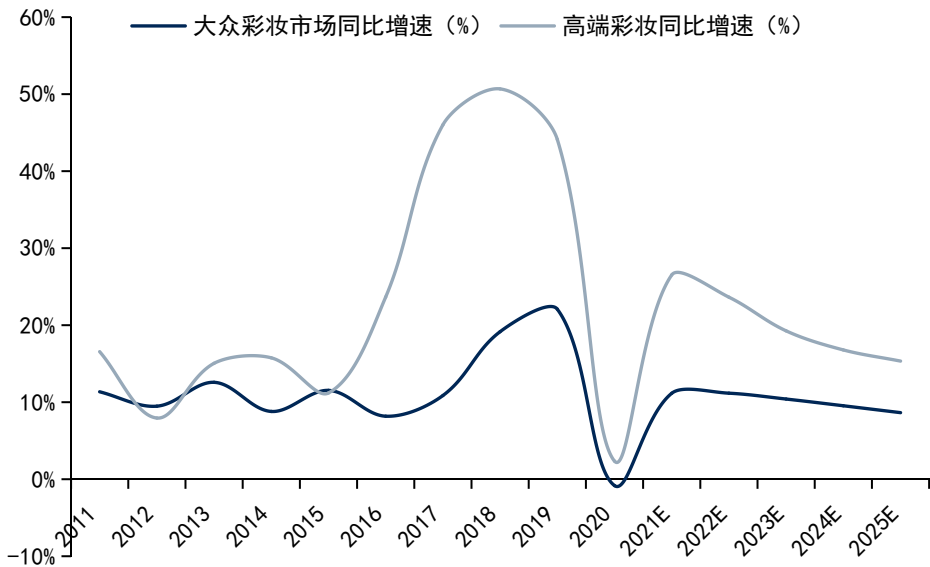


资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

3-1. 市场特征：高端彩妆增长迅速，本土品牌不断崛起

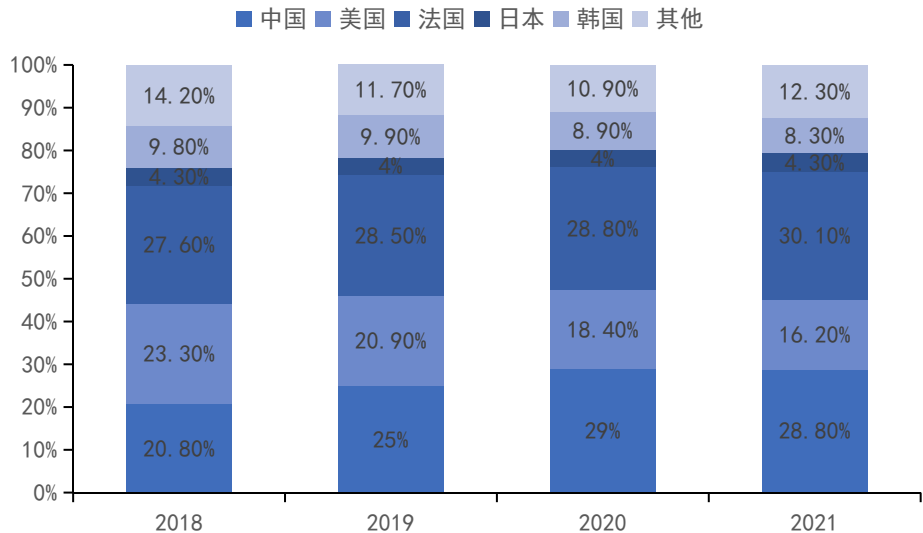
- **高端彩妆市场增速高于大众彩妆市场，消费者愿意为颜值付出高溢价：**2016年以来，国内彩妆高端市场出现爆发式增长，这主要与新生代消费者消费需求升级密切相关，表现为消费者越发追求品质与个性独立，注重颜值并愿意为此付出高额溢价；与此同时，大众品牌借助互联网的发展，通过产品迭代和营销创新等方式，同样保持了稳定增长。
- **本土品牌不断崛起抢占市场份额：**根据华经产业研究院数据，目前我国彩妆市场主要以中国、美国、法国、日本、韩国为主，其中法国依靠欧莱雅等集团旗下庞大的彩妆品牌矩阵而占据较高市场份额，2021年达到30.1%。但随着国潮风起，本土彩妆不断抢占市场份额，2021年已达到28.8%，相比于2018年的20.8%提升显著。

图21：高端彩妆市场增速高于大众彩妆市场



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图22：本土品牌市占率不断提高



资料来源：欧睿、华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

3-1. 市场特征：高端彩妆增长迅速，本土品牌不断崛起



- 具体到市场前十参与者来看：高端品牌在前十中占据席位已从2016年的2席提升至2021年的5席，其中迪奥和兰蔻作为老牌选手一直位于其中，随着香奈儿、圣罗兰、阿玛尼接连进入，前十彩妆品牌中高端系列矩阵不断扩大，2021年五大品牌已占据21.4%市场份额。
- 2016年本土品牌只有玛丽黛佳位于前十，市占率达2.4%，但随着国潮兴起及本土品牌自身实力加强，一众彩妆品牌集体爆发。国货龙头彩妆品牌花西子和完美日记同时诞生于2017年，并依托对我国时尚市场敏锐的感知度，不断推出适合本土消费者的彩妆新品，并通过全方面渠道推广杀出重围，于2021年登顶我国彩妆市场前二。

表2：国际高端品牌仍占据市场前列

2016			2017			2018			2019			2020			2021		
品牌	市占率	市场规模 (亿元)	品牌	市占率	市场规模 (亿元)	品牌	市占率	市场规模 (亿元)	品牌	市占率	市场规模 (亿元)	品牌	市占率	市场规模 (亿元)	品牌	市占率	市场规模 (亿元)
美宝莲	15.7%	44.73	美宝莲	13.0%	44.87	美宝莲	10.7%	48.368	美宝莲	8.5%	50.20	美宝莲	6.8%	40.82	花西子	6.8%	44.39
巴黎欧莱雅	8.5%	24.27	巴黎欧莱雅	7.7%	26.45	巴黎欧莱雅	6.7%	30.42	迪奥	6.1%	36.38	完美日记	6.7%	39.71	完美日记	6.4%	42.26
卡姿兰	4.9%	13.88	迪奥	4.7%	16.18	迪奥	6.0%	27.074	巴黎欧莱雅	5.9%	35.06	迪奥	6.0%	35.95	迪奥	6.1%	40.15
梦妆	4.2%	12.05	卡姿兰	4.5%	15.46	圣罗兰	4.1%	18.366	完美日记	5.1%	30.30	巴黎欧莱雅	5.9%	35.41	巴黎欧莱雅	5.7%	37.62
迪奥	3.4%	9.63	梦妆	3.4%	11.72	卡姿兰	3.8%	17.375	圣罗兰	4.6%	27.47	花西子	5.1%	30.53	圣罗兰	5.3%	35.11
蜜丝佛陀	2.8%	7.99	蜜丝佛陀	2.8%	9.83	Mac	3.2%	14.549	Mac	3.8%	22.22	圣罗兰	4.7%	27.79	美宝莲	4.9%	32.40
悦诗风吟	2.8%	7.88	悦诗风吟	2.8%	9.63	兰蔻	2.9%	13.137	阿玛尼	3.4%	19.89	阿玛尼	3.5%	20.62	阿玛尼	3.8%	24.92
玫琳凯	2.4%	6.82	兰蔻	2.6%	8.82	香奈儿	2.7%	12.329	兰蔻	3.3%	19.45	兰蔻	3.4%	20.24	兰蔻	3.4%	22.16
玛丽黛佳	2.4%	6.76	香奈儿	2.5%	8.54	梦妆	2.5%	11.469	卡姿兰	3.2%	18.94	Mac	3.4%	20.02	Mac	2.9%	18.97
兰蔻	2.4%	6.73	玛丽黛佳	2.5%	8.48	悦诗风吟	2.5%	11.355	花西子	2.9%	17.13	雅诗兰黛	2.6%	15.73	香奈儿	2.8%	18.27

资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

3-2. 市场特征：高端彩妆由外资品牌主导，本土品牌逐步升级中

- 目前中国高端彩妆品牌市场主要由外资品牌主导：如香奈儿、阿玛尼、ysl等，且头部外资品牌地位稳固，CR10中高端外资品牌市占率不断提升，从2016年的5.8%已提升至2021年的21.4%，主要受益于高端市场的快速增长以及头部品牌消费者教育的深入。
- 国货品牌多定价集中于中低端，但近年来正不断顺势升级：国产品牌早期主要通过低价格及多元化渠道推广等策略吸引消费者关注，不断占领中低端市场。据欧睿数据，在我国大众彩妆市场中，国货品牌与海外品牌已平分秋色。
- 同时，随着国货品牌在产品设计以及内容创新上的持续升级，也逐步往高价位市场进军，如目前花西子、彩棠等品牌开始尝试100-250元中档价格，毛戈平更是涉足250元以上中高端价格，与Mac、Nars等国际知名品牌抢占同一价格市场。

图23：我国主要彩妆市场品牌价格带



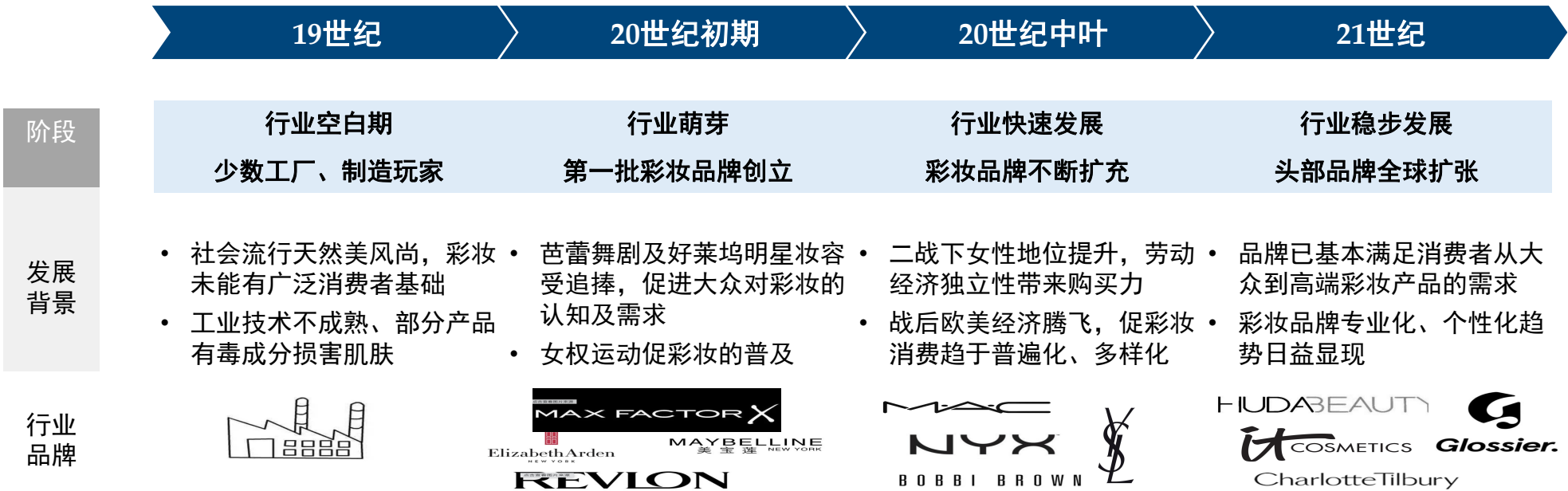
资料来源：各品牌天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理

三、海外经验借鉴：化妆师品牌独具特色，多品牌建设为关键

1-1. 欧美彩妆行业发展历程

■ 起源于19世纪，在20世纪迅速发展：欧美彩妆产业起源于19世纪，当时整体技术还不成熟，整体社会对于彩妆的接受度也不高，导致只有少数玩家入场；但随着20世纪初好莱坞妆容受到追捧，第一批彩妆品牌顺应潮流进行创立，Max Factor首创“彩妆”这一概念，并接连推出唇彩、粉饼等基础品类；而在20世纪中叶，受到欧美经济整体繁荣的影响，再加上女性地位的逐渐提高，彩妆这一消费品类更加深入人心，行业进入快速发展阶段，如Mac、Bobbi Brown等一大批专业化妆师品牌成立；到了21世纪，随着行业整体发展趋于稳定，此时市场上现存彩妆品牌已经基本上能够满足所有消费者的需求，因此头部品牌不断通过收并购方式进行集团扩张，扩大市场份额，比如欧莱雅收购植村秀打开在日本彩妆市场的地位、雅诗兰黛收购Tom Ford为其高奢市场再增添一名实力品牌等。

图24：欧美彩妆发展历程



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

1-2. 日韩彩妆行业发展历程

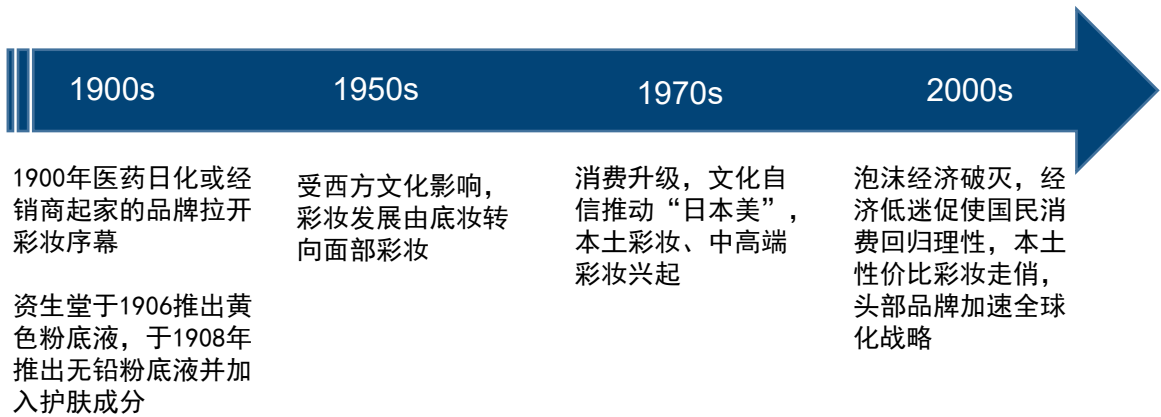
- **韩国彩妆发展历程：**韩国彩妆起源于20世纪80年代，随着整体消费能力的提升，彩妆在消费者心中开始有了一些认知，因此在90年代，本土品牌如爱茉莉太平洋开始推出如伊蒂之屋等彩妆品牌试水市场；而到了21世纪，韩国彩妆一方面通过拓展影视植入、明星代言、爆款等强营销快速占领本土用户心智，强化对本土品牌产生民族认同感，同时借助韩剧、韩流文化推广飞速提升海外知名度，实现全球化战略。
- **日本彩妆发展历程：**日本彩妆的发展则离不开技术创新，如1906年医药背景的资生堂推出黄色粉底液，两年后又推出无铅粉底液并加入护肤成分，成为护肤型粉底液雏形；而在二战后随着欧美妆容流行日本，日本国内彩妆市场也从底妆类往面部彩妆类发展；到了70年代随着本土文化自信崛起带动日本本土品牌不断崛起，再加上消费升级中高端品牌发展尤其迅速；但进入21世纪，随着泡沫经济破灭，日本消费者逐渐恢复理性，对于彩妆的青睐又回归注重高性价比的产品中。

图25：韩国彩妆历史进程



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图26：日本彩妆历史进程

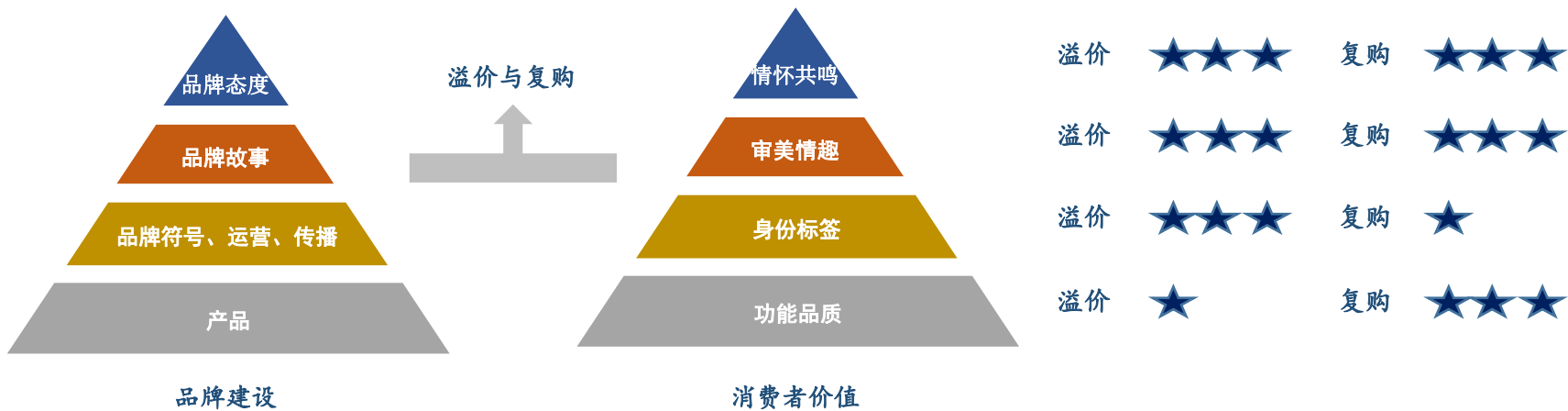


资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

2. 借鉴一：彩妆师创立品牌，赋予品牌独特IP

- 多个海外知名彩妆品牌由化妆师创办，并由自己名字命名，化妆师通过自身专业彩妆素养进行品牌背书，打造专业化品牌形象。不仅对于产品开发起到了重要的推动作用，同时其较强IP属性也是宣传品牌和提升品牌价值的重要因素。
- 专业彩妆师品牌天然具备“人设”，品牌创始人往往具有一定的艺术成就及独特的艺术理念。通过创始人的成长故事、个人魅力、彩妆专业塑造力与消费者建立起情感链接，建立属于自己的价值理念和文化输出，这样才容易让消费者形成强感知和强记忆，实现品牌输出，并为品牌带去溢价和复购，获得持续的增长。如植村秀推崇自然为本的彩妆塑造理念，蜜丝佛陀致力于“清爽彩妆”，NARS创始人推崇“追求美丽不设限、没有规则界线”等。

图28：品牌马斯洛理论



资料来源：欧莱雅校友会会长、阿美品牌顾问张耀东演讲、国信证券经济研究所整理

图27：国际知名彩妆师品牌

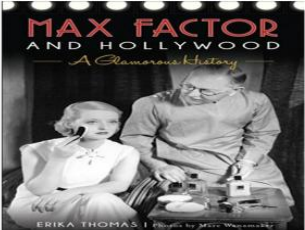
日本化妆师植村秀



NARS创始人Franxois Nars



化妆师蜜丝佛陀



化妆品师Bobbi Brown



资料来源：百度图片、公司官网、国信证券经济研究所整理

3. 借鉴二：产品力的关键在于制造经典款并持续迭代延续

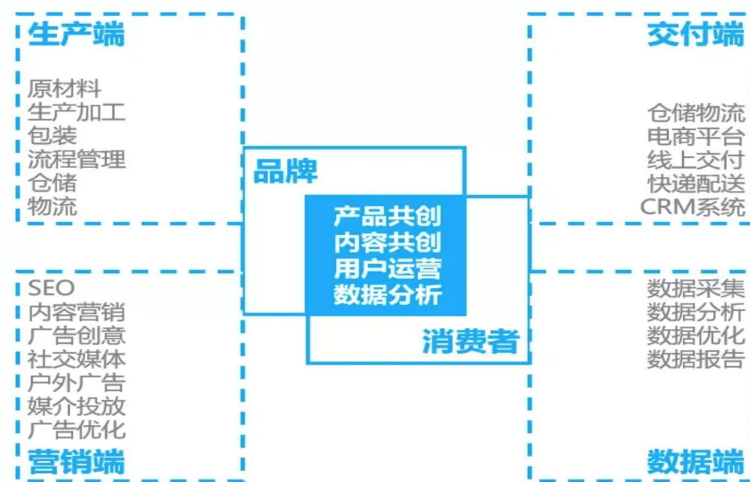
- 彩妆界的时尚潮流不断变化，新品牌和新产品不断涌现，但仍然存在一些经典产品流传至今：MAC的经典子弹头口红诞生于1984年，为了适合摄影棚的拍摄而推出当时市面上第一款雾面妆效的子弹头唇膏，经过近40多年的不断更新和迭代，目前已从单一雾面妆效不断发展至8种质地、超过200个色号的口红矩阵系列；而雅诗兰黛DW粉底液自2008年面市以来以持久力强、不易脱妆等优点深受消费者喜爱，截至目前，DW粉底液凭借自身持妆的强劲功能性以及38种全色号的覆盖成为雅诗兰黛当家彩妆产品之一。
- 持续爆红的产品背后是与时俱进的开发迭代：直击需求痛点的功能、经得起考验的品质、独特的外观设计，具有代表性和辨识度的优质产品成为品牌的标识。但这样的产品也需要根据消费者的偏好实时调整，不然也会面临产品老化的结局。而DTC模式能够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。

图29：部分国际彩妆大牌经典产品



资料来源：亿欧智库、国信证券经济研究所整理

图30：DTC模式下品牌运作流程



资料来源：易观方舟分析、国信证券经济研究所整理

4. 借鉴三：本土审美意识觉醒助力本土彩妆发展

- 文化差异导致各国彩妆需求偏好差异大，本土品牌天然具备发展基础：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。据欧睿数据，从2020年各国彩妆TOP10品牌可以看出，日本、韩国、美国、西欧彩妆品牌均以本土品牌为主导，由于更了解当地消费者的肤质特点、产品及营销偏好，本土品牌天然具备发展基础。
- 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，而随着我国自身经济水平和居民本土文化认同感的提升，本土审美意识也在觉醒，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。

表3：各国TOP10品牌中本土品牌占据主流（2020年）

日本彩妆top10		韩国彩妆top10		美国彩妆top10		西欧彩妆top10	
来源国	品牌	来源国	品牌	来源国	品牌	来源国	品牌
日本	MAQUILAGE	韩国	爱敬	美国	美宝莲	美国	美宝莲
日本	INTEGRATE	韩国	Hera	加拿大	Mac	法国	巴黎欧莱雅
日本	Sofina	韩国	雪花秀	美国	COVERGIRL	/	private-label
日本	嘉娜宝	韩国	Glio	法国	巴黎欧莱雅	德国	Essence
美国	美宝莲	加拿大	Mac	美国	倩碧	波兰	蜜丝佛陀
日本	Pola	韩国	谜尚	美国	露华浓	意大利	Kiko
日本	COFFRET	韩国	后	美国	Urban Decay	加拿大	Mac
日本	D'OR	韩国	IOPE	美国	Mary Kay	法国	兰蔻
日本	CPB	韩国	悦诗风吟	美国	兰蔻	英国	Rimmel
日本	黛珂	韩国	悦诗风吟	美国	兰蔻	英国	Rimmel
日本	奥尔滨	法国	YSL	美国	NYX	德国	Catrice

资料来源：品观网、国信证券经济研究所整理

图31：日本本土审美崛起推动日产彩妆发展

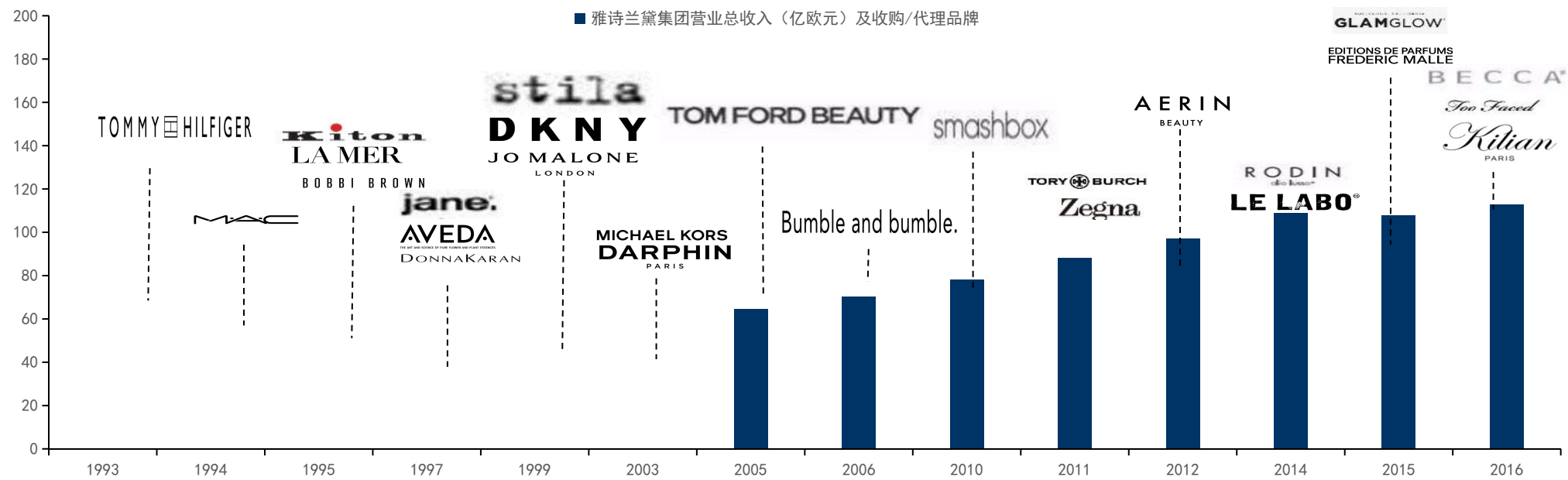


资料来源：品观网、资生堂、国信证券经济研究所整理

5-1. 借鉴四：多品牌矩阵搭建形成集团式发展

- 多品牌发展是必由之路：由于单一品牌集中度比较低，根据欧睿数据，2021年日本/西欧/美国品牌CR5分别为17%/27%/26%，但如果按集团按集团的市占率统计，欧美日CR5均为60%左右。
- 彩妆作为时尚单品，其品牌定位、定价、风格有一定的局限性，这就会导致渠道辐射范围、受众人群、购买频次是有上限，规模存在天花板。同时时尚潮流易变，单一品牌业绩波动性较大。因此采用品牌组合的方式进行协同发展能够使得整个集团覆盖更多的消费人群创造更大的销售价值。

图32：雅诗兰黛集团收购/代理品牌历程

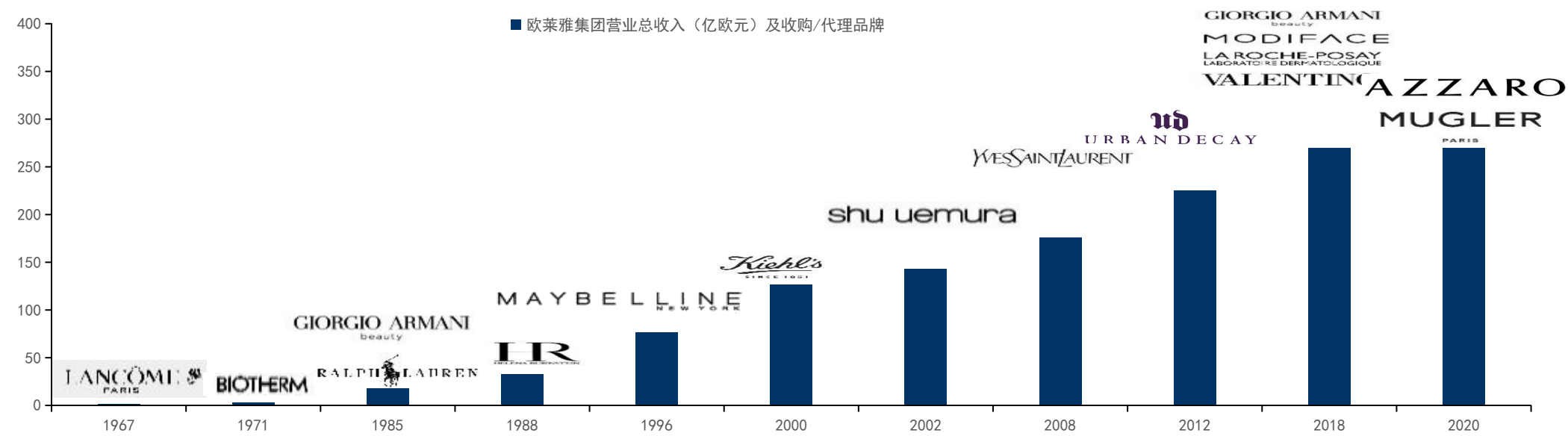


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

5-2. 借鉴四：多品牌矩阵搭建形成集团式发展

■ 国际品牌通过自创+收购进行集团扩张，其中收购为主要方式：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。另外集团化发展能够：各品牌会员打通，互相导流；渠道赋能，助力品牌进行多渠道开拓；研发赋能，保持品牌风格个性化的同时，进行原料及工艺的共享。

图33：欧莱雅集团收购/代理品牌历程



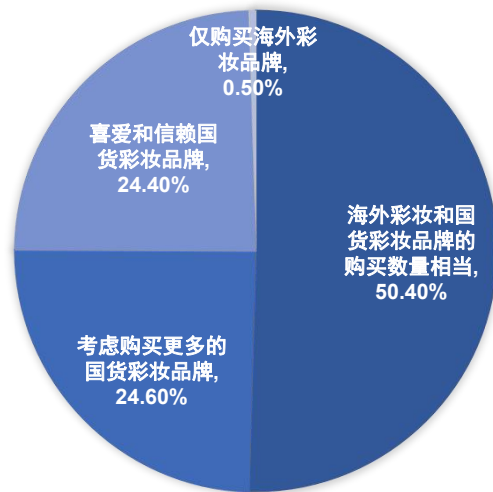
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

四、国货崛起路径：品效升级建立壁垒，国潮风起大有可为

1-1. 国货彩妆复盘：需求端认可度提升，逐新心理促进迭代创新

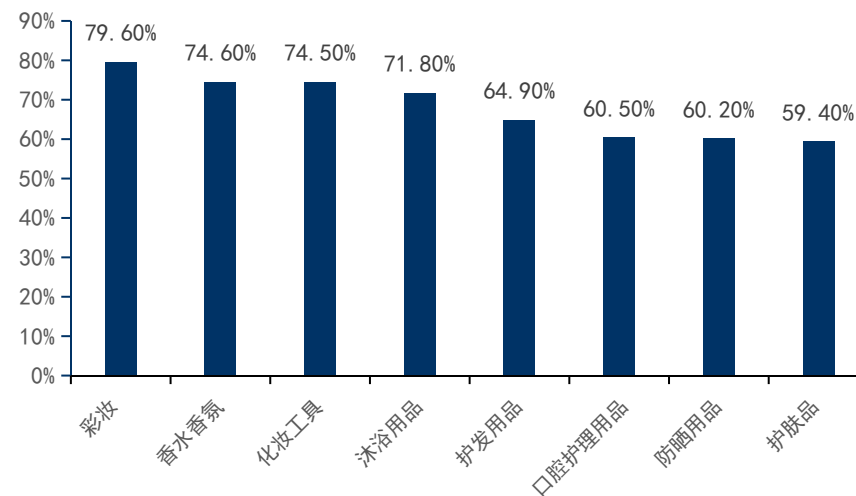
- **消费者对于国货认可度不断提升：**随着Z世代逐渐成为彩妆消费主力，年轻消费群体的民族自豪感促使其对于国货认可程度提高。据CIC调查数据，50.4%的受访者购买数量相当的国内外彩妆品牌；24.6%的受访者考虑购买更多的国货彩妆品牌；24.4%的受访者喜爱和信赖国货彩妆品牌；仅0.5%的受访者倾向于只购买海外彩妆品牌。
- **对彩妆新品的不断追逐给予弯道超车机会：**在各化妆品品类中，由于彩妆本身的时尚潮流属性导致消费者对其的需求更加多样化，而新生代美妆消费者也更乐于“玩妆”，会通过尝试使用新产品来切换个人妆容风格，因此对于新品牌、新品类的彩妆接受度也会更高。根据艾瑞咨询数据，在美护细分品类中，彩妆的新品牌接受度最高，达到79.6%。因此这也给了国货品牌通过产品创新弯道超车的机会。

图34：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

图35：2021年中国消费者化妆品类新品牌接受意愿

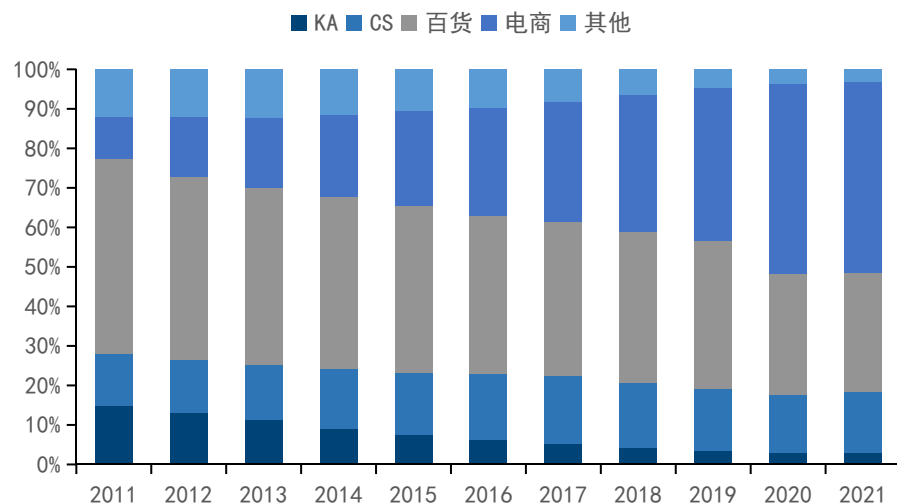


资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

1-2. 国货彩妆复盘：借力电商大势，加大渠道下沉力度

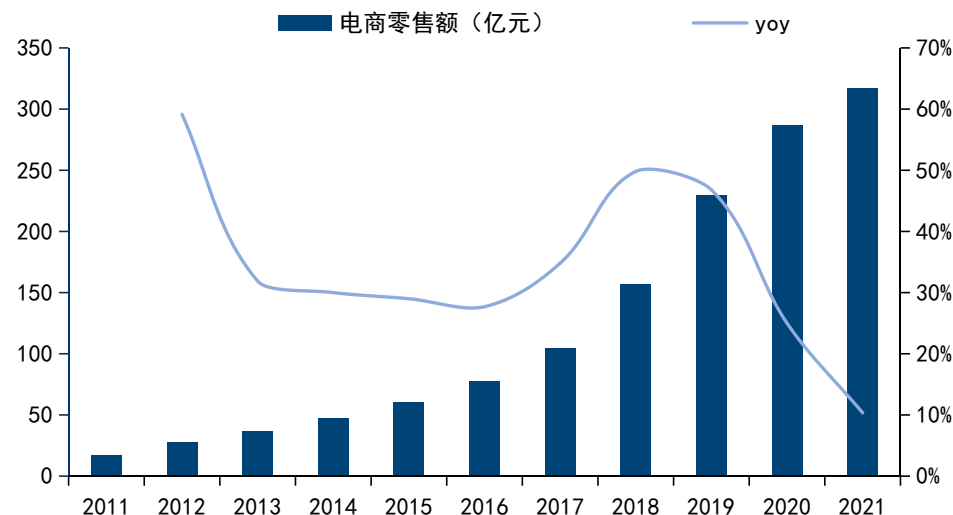
- **电商发展带动彩妆市场：**伴随着彩妆人群的年轻化以及低线美妆群体的崛起，自2017年以来，化妆品行业取得爆发式的增长与各大化妆品品牌积极布局线上，顺应年轻化消费者的渠道变革有关。根据欧睿数据统计，我国彩妆市场线上占比逐年提高，2021年电商占比48.3%；同时线上市场规模持续高速增长，2016-2020年我国彩妆线上市场规模复合增速达到38.7%，呈现高速增长态势，而2021年由于疫情的影响导致彩妆需求下行，整体增速放缓，但仍维持住双位数增速。
- **核心电商平台的扶持进一步推动线上彩妆市场发展：**天猫、淘宝、京东均积极发力美妆品类，最早从引入高端国际品牌，逐渐过度到扶持本土品牌；如2015年淘宝开始举办“天猫金妆奖”，刺激品牌持续推新及打造爆款；另外在2020年7月天猫启动的“新品牌成长计划”，在首批公布的品牌中，美妆个护类品牌占比约7成，是平台重点发力方向。

图36：我国彩妆市场电商占比逐渐提高



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图37：2016-2020年我国彩妆线上市场规模CAGR约39%



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

1-4. 国货彩妆的复盘：前期资本热捧加速行业扩容



- 前期彩妆经历资本热捧：从投资活跃度上看，17-19年彩妆行业成为投资风口。据艾媒咨询，2019、2020年1-11月化妆品行业融资笔数在49、48笔，融资金额分别为146.22、95.36亿元。如2018年，橘朵获得来自新宜资本及顺为资本的投资，18-20年，完美日记获得由高瓴资本、红杉中国、华人文化等机构的数轮投资；彩棠亦获得多轮融资；资本的进入加速了彩妆行业的发展。
- 2021年资本有所降温：2016年受前几年资本热潮带来的影响，围绕美妆行业的投融资事件集中在公司初创阶段，但经历了两三年的热潮后，一级市场热度降低，投资机构变得谨慎，选择关注更为成熟的美妆公司。

表4：2016-2021年国货彩妆融资情况

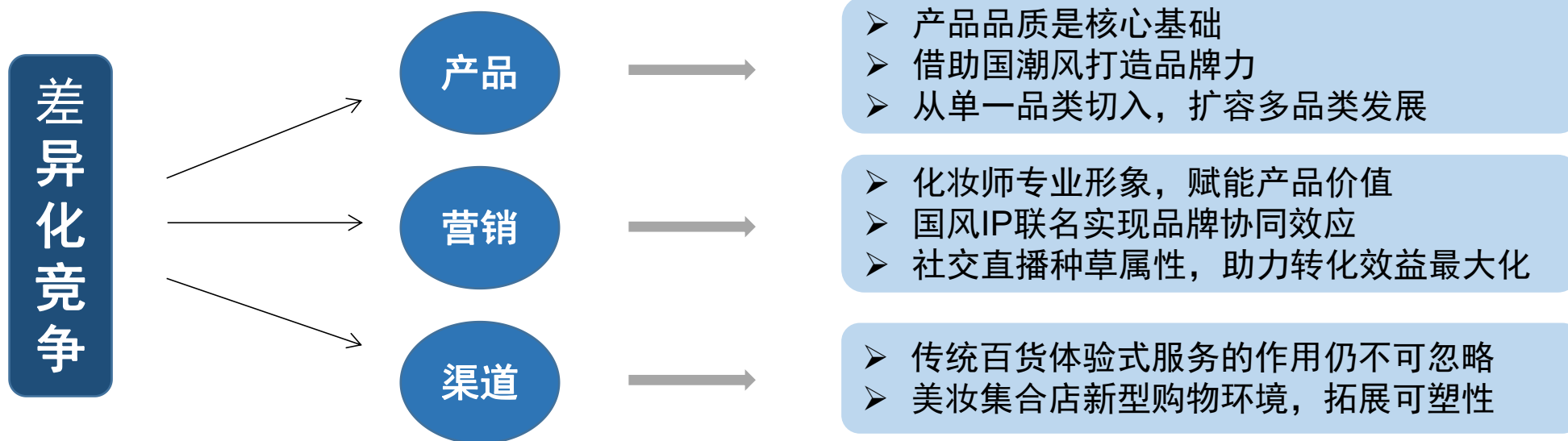
年份	品牌/公司	融资轮次	投资方	融资金额	年份	品牌/公司	融资轮次	投资方	融资金额
2021年	菲鹿儿	A轮	XVC、五源资本	数千万美元	2019年	珂拉琪母公司美尚股份	天使轮	Sequoia Capital、京东集团	未披露
	秀界	战略融资	中瑞资本	数千万人民币		GirlCult	A轮	IDG资本	数千万元
	奈玑子	天使轮	立壹科技、甲乙广告	数百万人民币		HEDONE	B轮	辰海资本	未披露
	Into you	股权融资	智盈投资、复星锐正资本	未披露		完美日记	战略融资	高瓴资本、CMC资本	未披露
	Into you	天使轮	复星锐正资本、金沙江创投	3000万人民币		橘朵	股权融资	软银亚洲	未披露
	SEVEN · JULY	种子轮	花印	数百万人民币		彩棠	战略融资	珀莱雅、熊客文化发展(上海)中心(有限合伙)	未披露
	雪玲妃	A轮	凯欣亚洲投资集团	数亿人民币		小奥汀	收购	完美日记	未披露
2020年	菲鹿儿	天使轮	五源资本	近千万美元	2018年	GirlCult	天使轮	青松基金	数百万元
	完美日记	IPO上市	公开发行	6.17亿美元		橘朵	天使轮	顺为资本	未披露
	完美日记	战略投资	华平投资、凯雷投资集团、正心谷创新资本等	1.4亿美元		橘朵	种子轮	新宜资本	未披露
	橘朵	股权融资	昆裕润源资产	未披露		完美日记	A轮	高榕资本	未披露
	珂拉琪母公司美尚股份	A轮	红星美凯龙、创新工场、微光创投、易凯资本	近2亿元	2017年	色彩地带	收购	丹姿集团	500万元
						HEDONE	A轮	澎湃资本	未披露
					2016年	彩棠	战略融资	韩都衣舍	未披露
	完美日记	战略融资	Tiger Global Management, 厚朴资本、博裕资本	1亿美元		完美日记	天使轮	真格基金、弘毅投资	未披露
						小奥汀	天使轮	益源资本	未披露

资料来源：天眼查、国信证券经济研究所整理

2：国货彩妆的未来之路：告别平替，实现差异化竞争

- 如前文所述，此前多数国货彩妆主要瞄准于中低端市场，凭借“大牌平替”、“白菜价”、“效果不输大牌”等品牌定位和拥有品牌积淀以及广泛知名度的国际品牌展开错位竞争以抢占市场份额。但我们认为，这一商业模式难以长期持续：1）彩妆行业进入门槛较低，参与竞争的品牌商较多，一味的大牌产品进行模仿容易导致产品趋于同质化，对消费者来说难以形成品牌粘性，品牌商只能通过低价竞争的方式来获取销量，容易形成行业恶性循环；2）随着整体消费升级，仅仅依靠价格优势已经不能够成为消费者选择产品的唯一标准，同时随着品牌版权意识的增强，消费者愿意给“原创”产品支付的溢价也原来越高，导致“平替”产品生存空间越发窄小。
- 因此国货品牌要想长期在市场上发展，一定要拥有自身核心竞争力，通过产品、营销、渠道三方面不断构建品牌独有特性，与市场实现差异化竞争，才能获得消费者的长期共鸣，为品牌带来溢价和复购，实现持续的增长。

图38：差异化竞争才是长期发展的核心

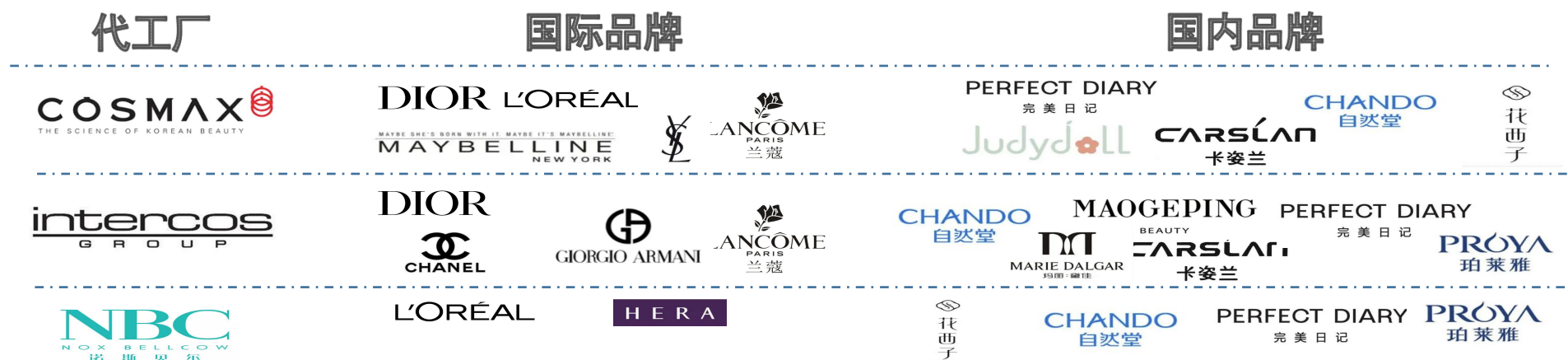


资料来源：国信证券经济研究所整理

2-1-1：产品端—产品品质是核心竞争力的基础

- 和国际大牌拥有相同的生产线赋予了国货不输国际的产品品质：正如前文所述，由于彩妆行业对产品的生产能力及反馈速度要求很高，而我国成熟的代工厂体系能够保证彩妆产品的及时开发与更新，因此国内外彩妆品牌大都采用委托加工的方式来实现生产。目前国内头部彩妆代工生产厂商包括科丝美诗、莹特丽、诺斯贝尔、上海臻臣等，他们拥有大规模生产场地，以及先进的生产设备与技术，能够满足各类品牌商的要求，这些优异实力使其下游客户囊括了国内外众多知名彩妆品牌。比如科丝美诗在中国就有4家工厂，每年能够生产4.32万吨内容物，14亿产品，它的长期客户有国际一线大牌迪奥、兰蔻等，也有国货实力品牌完美日记、花西子等。
- 加大自主生产和研发实力，提高供应链参与度：国货品牌一方面通过与实验室合作等方式提高自研能力，另一方面打造自有工厂，增强产品质量控制能力。完美日记2020年3月宣布与科丝美诗的合作，投资近7亿元打造自有的彩妆研发和生产基地，预计明年投产，同时完美日记也将在工厂搭建自主研发实验室，提高产品原料、生产、运输全生产周期的检测能力。花西子则在今年初宣布，未来5年将投入超过10亿元，在产品创新、基础研究与应用基础研究等多个领域展开布局。

图39：国货品牌和国际大牌应用相同代工厂

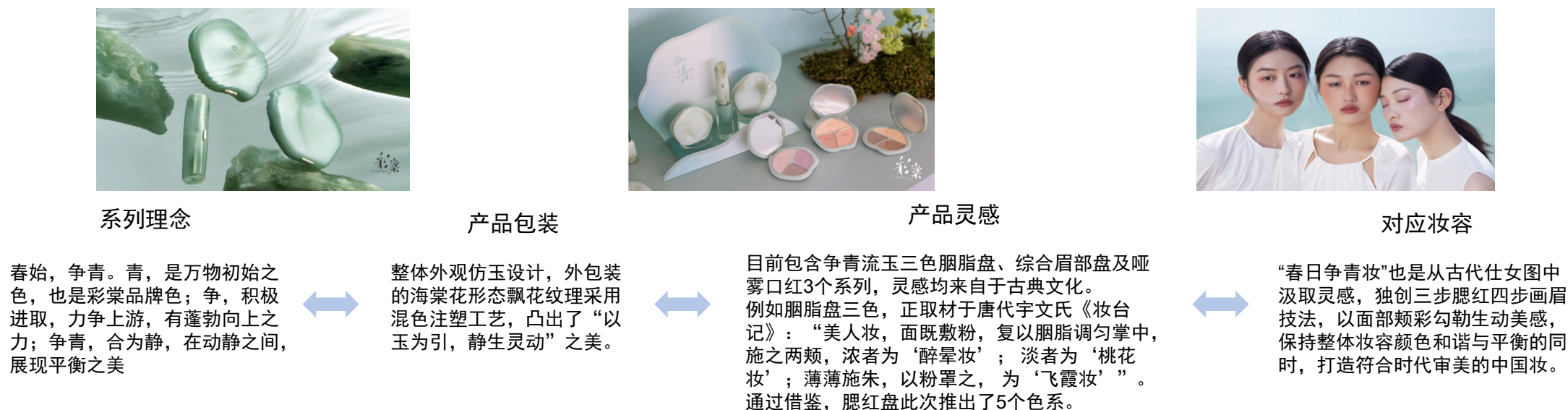


资料来源：各代工厂官网、国信证券经济研究所整理

2-1-2：产品端—借助国潮文化崛起，打造国货品牌力

- **紧扣亚洲需求痛点，打造东方美学产品：**由于现代化妆品起源于欧洲，以白种人为主要目标群体，追求符合西方审美的妆容效果，并不完全适用于东方人群的需求。因此一些国货彩妆抓住这一市场机会，立足于东方美学理念，将西方光影立体技法与东方色彩相融合，打造符合东方人气质的唯美妆容。毛戈平品牌就专门根据中国人的特点调制了整骨高光，能够一键达到自然、不显毛孔的效果，自推出十多年以来一直深受消费者欢迎，在2022年双11取得了天猫高端高光类产品中排名第二的好成绩。
- **找准国风品牌文化定位：**对于国货品牌来说，“国风”一词并不仅仅只是一个噱头，而是要落实产品实处。仅仅使用一些代表中国风的图案元素表现在外观上，而并不清楚真正代表了哪些中华文化，和品牌定位是否统一，反而会对品牌造成负向反馈。而反观国内的成功案例，比如花西子的“粉黛”东方定位、彩棠的“争青”动静美学、毛戈平的“故宫”大气宫廷，无不是将产品-妆容-理念相结合的优秀代表。

图40：彩棠“争青”系列全方位国风化

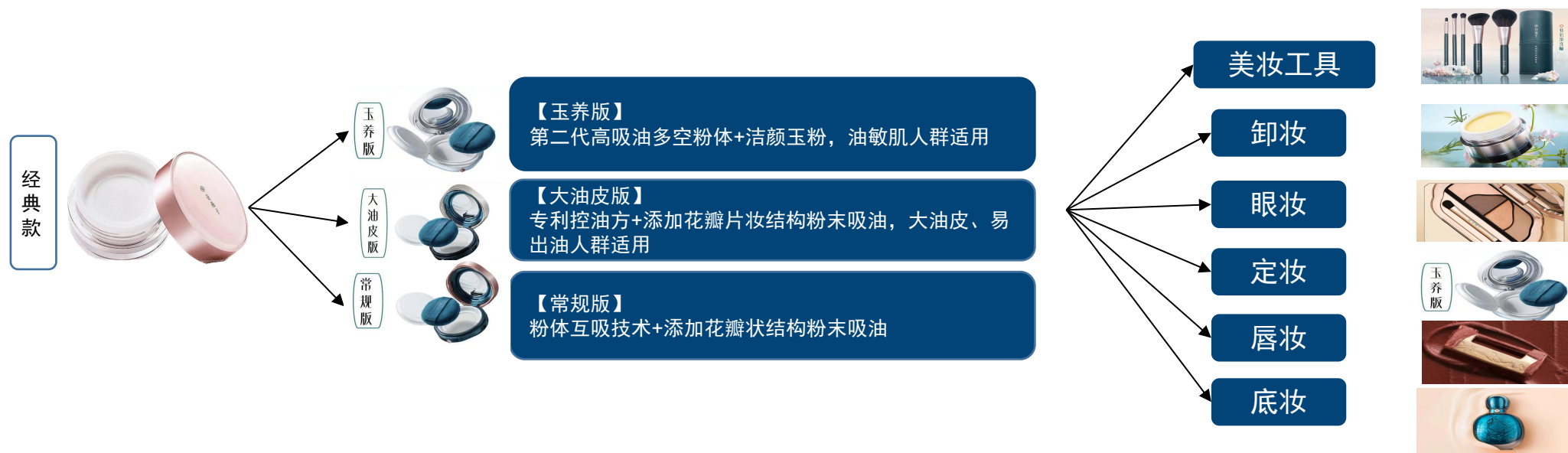


2-1-3. 产品端——从细分赛道切入，扩容多品类发展

■ 聚焦单一垂直品类，深入开发打造爆款单品，迅速打响品牌知名度后带动多品类热销：

- 以花西子为例，品牌于2019年开始锚定空气散粉这一赛道，当年双11空气散粉即售70万盒；然后聚焦于该赛道集中发力，不断进行产品迭代升级，目前空气散粉已升级至第五代，并根据消费者的不同妆效、肤质需求，延伸出三款版本共11个sku。在稳固散粉大单品地位的同时，花西子也在不断向外布局拓宽品类，目前已形成底妆、唇妆、定妆、眼妆、卸妆和美妆工具六大系列。
- 而毛戈平、彩棠选择面部彩妆中高增速的高光修容品类进行切入，充分利用细分品类的高增长红利实现弯道超车，再把单一品类优势不断辐射到其他品类，如底妆、唇妆、眼妆等。毛戈平甚涉足护肤市场，目前已拥有37款单品，几乎覆盖全品类，并依旧坚持品牌专注亚洲消费人群的定位，从功效、成分、肤感等方面去打造更适合东方女性肤质的护肤品。

图41：花西子从空气散粉这一细分品类扩充到现在的六大系列

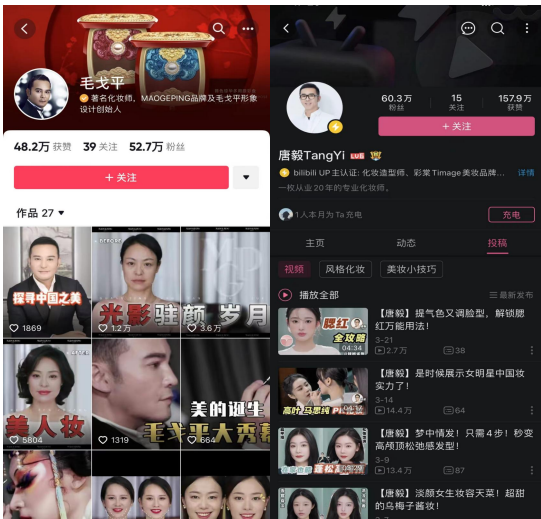


资料来源：花西子官网、国信证券经济研究所整理

2-2-1. 营销端——借助明星化妆师IP+化妆培训加码产品价值

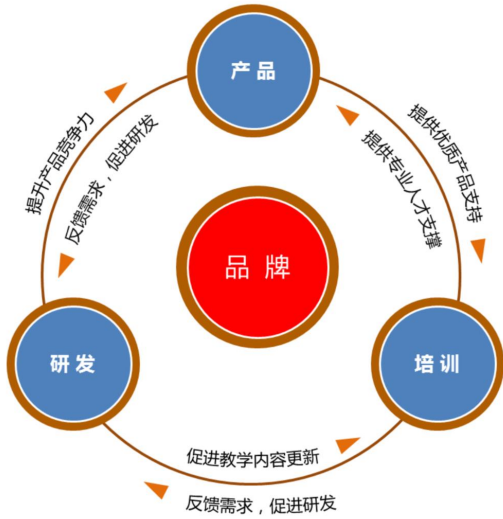
- 创始人为化妆师的IP输出，给品牌的专业性持续加码：彩棠和毛戈平依靠着“唐毅”和“毛戈平”在化妆师行业中的标志性地位，让化妆师通过在社交网络上不断科普化妆知识、给明星或素人进行化妆等方式，不仅给自有品牌带来免费流量宣传，同时还能加强在消费者心中的专业化妆师IP的心智，消费者对品牌和产品的信任度也进一步提升。
- 利用化妆学校形成产品-研发-培训良性循环：以毛戈平为例，品牌一方面通过展开化妆技能培训业务，能够及时把握住彩妆流行趋势以及消费者的偏好与需求，从而对研发端提供相应的思路，促进产品创新和迭代；另一方面学员在培训过程中深入了解产品特点及优势，并通过社交电商等方式不断形成种草流量，大大增强品牌的知名度及美誉度，同时为其未来转化成公司品牌终端客户、终端销售打下了基础。

图42：毛戈平、唐毅在社交网络上进行化妆宣传



资料来源：抖音、哔哩哔哩、国信证券经济研究所整理

图43：毛戈平的研发、产品、培训相互促进形成产业链闭环



资料来源：毛戈平招股说明书、国信证券经济研究所整理

2-2-2. 营销端——IP联名实现品牌破圈

- 根据艾媒咨询发布的《2022年中国兴趣消费趋势洞察白皮书》，作为国内消费生力军的“Z世代”，他们对于“自我满足”、“乐于尝鲜”的多元化、个性化消费需求，使得其对于IP联名款产品独特的设计、好玩有趣的风格青睐有加。因此，近年来各大彩妆品牌纷纷借助知名IP这一载体，寻求强强联合的品牌协同效应。
- 2019年，MAOGEPING开始与故宫文创合作，秉承“臻国色，耀东方，致敬中国文化、传承、创新，以匠心求极致之精神”，先出了四季“气蕴东方”系列美妆产品，目前第五季正在研发当中。与故宫的联名款把故宫传统的文化元素植入美妆时尚新潮的当代元素之中，不仅从外观视觉上直接吸引消费者；同时促使新一代的年轻人对中国品牌的崛起有更好感知，建立更多情感共鸣，实现品牌理念深化。
- 完美日记同样不断借助“国潮”跨界联名推陈出新：联合《中国国家地理》将我国自然景观的配色方案和彩妆流行色彩相结合，推出“赤彤丹霞”、“粉黛高原”、“碧蓝湖泊”、“焕彩梯田”四款眼影，并荣获2021十大年度国家IP评选跨界联名赛道大奖。

图44：MAOGEPING×故宫联名款四季“气蕴东方”系列



第一季
故宫紫禁红墙



第二季
文物黑漆描金



第三季
光緒大婚图 紫禁大典



第四季
宋风雅韵

2-2-3. 渠道端——社交电商崛起+直播爆发，助力彩妆行业发展

- 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：伴随小红书、抖音、快手等直播等社交电商的兴起，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。
- 美妆博主热潮来袭+直播行业爆发，推动彩妆行业发展：2015年，韩国美妆博主Pony朴惠敏的化妆教学视频在我国迅速走红，随后大量美妆博主进行跟风模仿，通过分享化妆教程、彩妆产品推荐等吸引年轻女性消费者关注，促进彩妆行业的高速增长；后续直播方式兴起，以李佳琦为代表的美妆主播通过直播展示形式进行产品推荐，有效刺激消费者彩妆产品购买欲望。

图45：社交电商种草方式变迁图示



资料来源：蓝色光标、国信证券经济研究所整理

2-3-1. 渠道端——传统百货依旧是体验的重要场所

- **百货依旧是高端彩妆重要渠道：**90年代国际中高端彩妆进入中国市场，均以百货为主要渠道，虽然近些年在电商等新兴渠道的冲击下，百货渠道占比不断下滑，但仍占据一定份额。根据欧睿咨询数据，2021年百货渠道彩妆零售额达198.1亿元，占比30.2%，仅次于电商渠道。
- **百货专柜通常以高档的装饰格局与前沿时尚的视觉效果彰显彩妆产品的品牌理念，提供消费咨询、定制服务、感受品牌内涵等多维度的用户体验，因此在高端百货商场设立专柜，不仅是高端彩妆产品直接销售的重要渠道，也是彩妆产品树立品牌形象、打造品牌价值的重要手段之一。未来在品牌建立差异化竞争过程中，百货专柜提供的体验式服务、品牌宣传、产品展示等核心作用将愈加凸显。**
- **毛戈平是百货渠道少数的国货高端美妆品牌：**毛戈平品牌在创立之初就定位为高端品牌，自2003年在上海开设第一家化妆品专柜，20多年来从未停止其在百货渠道的深耕。截至2022年末品牌全国开设百货专柜367家，拥有275万会员，对于品牌的高端形象塑造起到了关键作用。

图46：MAOGEPING百货柜台提供化妆等服务



表5：国内外主要彩妆品牌百货渠道情况

公司名称	2021年度销售额	旗下主要高档化妆品品牌	品牌国内专柜数量	国内市场地位情况
欧莱雅	123.31亿欧元 (高端化妆品)	兰蔻	超过300家专柜	综合市场占有率国内前二，2021年兰蔻品牌在护肤品领域排名第1
		YSL	超过60家专柜	
		乔治阿玛尼	超过110家专柜	
		赫莲娜	超过60家专柜	
		碧欧泉	超过140家专柜	
		植村秀	超过85家专柜	
资生堂	284.55亿元（高端化妆品）	资生堂	234家专柜	综合市场占有率国内第四名左右
		肌肤之钥CPB	127家专柜	
		茵芙莎	94家专柜	
		NARS	55家专柜	
欧舒丹	15.38亿欧元	欧舒丹	超过220家专柜	个人手部护理类产品市场占有率第1
毛戈平	14.31亿元	MAOGEPING	367家专柜	高端百货渠道第10名（2021年）

资料来源：毛戈平招股说明书、国信证券经济研究所整理

资料来源：毛戈平招股说明书、国信证券经济研究所整理

2-3-2. 渠道端——线下美妆集合店拓宽消费场景

- 线下彩妆集合店通过打造新型“沉浸式、体验式”购物环境，拓展线下渠道可塑性，进一步助力彩妆发展。新型美妆集合店彩妆高度依赖试用的特点，以及集合模式带来的多选择，成为各大商圈的“流量收割机”，由于融合了科技美感、开放式空间、时尚元素，成为各路消费者探店、打卡的网红点，资本市场也不断加盟助力发展。再加上今年线下消费场景恢复，彩妆集合店有望实现快速增长。
- 行业主要玩家包括：调色师 The Colorist、WOW COLOR、话梅 HARMAY、喜燃 H. E. A. T、NOISY Beauty、Only&Write等；其中调色师由知名零售公司KK集团2019年创立，在2020年加速扩张；WOW COLOR 由名创优品创始人叶国富投资，2020年1月开出第一家店，不到一年时间总开店数达到300家。

表6：国内彩妆集合店信息及融资情况

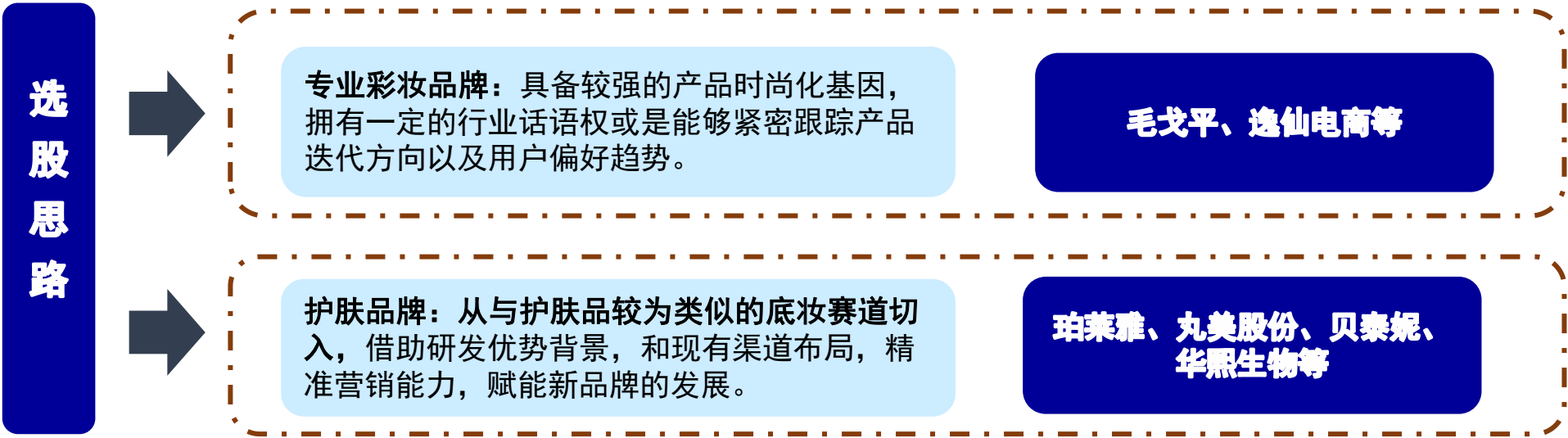
品牌	品牌基本情况	融资时间	融资轮次	融资金额	投资方
The Colorist 调色师	创办于2019年10月，截至2021年11月门店数量247家；定位年轻人群、主打平价的彩妆集合店，设计出“美妆蛋墙”、“口红强：”等网红特色场景。	2021年7月	F轮	3亿美元	京东集团，新天域资本等
		2021年7月	E轮	10亿人民币	CMC资本领投
		2019年10月	D轮	1亿美元	eWTP 科技创新基金等
		2019年3月	C轮	4亿人民币	eWTP科技创新基金等
WOW COLOUR	创办于2020年1月，门店数量超300家，进驻colorkey、欧莱雅、资生堂等；主打新兴国货，沿用高颜值、开放式的设计并增添未来、科技元素。	2021年3月	A轮	5亿人民币	创新工场，IDG资本等
		2021年1月	战略投资	10亿人民币	赛曼基金
		2019年11月	天使轮	未披露	高瓴资本、腾讯
HARMAY 话梅	创办于2017年5月，截至2022年1月8家门店，汇聚国外小众品牌等；仓储风美妆集合店，通过大量大牌小样吸引眼球，采用百货超市式的仓储式货架。	2021年2月	C轮	未披露	泛大西洋投资等
		2020年9月	B轮	数亿人民币	钟鼎资本等
H. E. A. T 喜燃	创办于2020年7月，截至2021年1月有9家门店，重点集合新锐国潮品牌和海外小众品牌。其中彩妆品类占比45%；被消费者喻为“线下版小红书”。	2020年12月	天使轮	未披露	高榕资本、金沙江创投
NOISY BEAUTY	创办于2018年1月，定位为中端美妆市场；	2020年2月	Pre-A轮	超千万人民币	真格基金、复星锐正
Only&Write	创办于2019年7月，截至2021年3月有10家门店，涵盖了新锐国货品牌和小众海外品牌。	2021年11月	A轮	4500万人民币	新沃投资
		2021年3月	天使轮	数千万人民币	嘉御基金
HAYDON 黑洞	创办于2020年11月，截至2021年9月共有5家门店，涵盖美妆、香水、香氛等；以“一城一店，一店覆盖全城”为发展模式。	2021年9月	A+轮	1亿美元	未披露
		2020年12月	A轮	未披露	高瓴创投、腾讯

资料来源：KK集团招股书、公司官网、品观网、天眼查

五、投资建议：积极关注国货彩妆 头部品牌

- 从投资标的的选择来看，目前上市或拟上市企业中布局彩妆产业的标的主要可以分为两类：主业为护肤品，积极跨品类布局的头部美妆集团，以及专业布局彩妆赛道出身的企业。两者在布局过程中各有优势。
- **专业彩妆企业：**这部分企业一直专注于彩妆赛道的品牌运营，对行业的发展趋势，消费者偏好变化以及产品的迭代方向均有较为深厚的经验积累，因此也具备了较为完善的渠道布局和品牌知名度。包括A股拟上市的毛戈平，以及美股上市企业逸仙电商（完美日记）。
- **护肤品跨界布局企业：**这部分企业多以外延并购配合内部孵化的方式跨界切入彩妆赛道。产品上多以产品属性接近护肤品的底妆品类为布局重点，配合前期积累的产品研发、渠道布局 and 营销优势进行品牌赋能。主要包括珀莱雅（彩棠品牌），以及丸美股份（恋火品牌）。

图47：投资建议



资料来源：国信证券经济研究所整理

1. 专业彩妆品牌：不断纵深布局彩妆赛道，搭建品牌长期核心资产

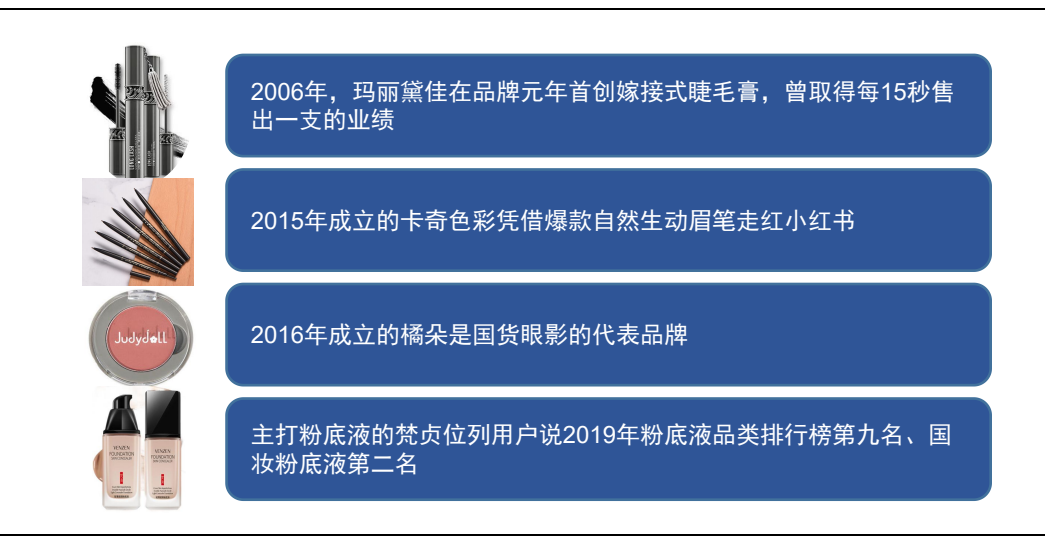
- 由于我国彩妆行业整体仍处于发展初期，不少企业在发现赛道机会之后，在早期果断进入，通过多年深耕运营，实现了品牌积累和沉淀，以及对于渠道和营销布局的成熟经验，在后续发展中更有利于把握住未来行业新趋势的变化。
- 相对护肤品而言，彩妆品类，特别是其中色彩类产品的时尚度更高，也意味着产品的更新换代和个性化要求较高，这对于企业的库存管理也提出更高的要求，因此需要品牌运营者有着更为敏锐的行业嗅觉，或是较强的供应链快反能力，实现增长的同时也降低经营风险。
- 国内较为成功的彩妆品牌创始人均有较为深厚的彩妆产品和运营背景。如花西子创始人花满天（吴成宝）出身园林设计专业，曾在壹网壹创担任百雀羚品牌运营总监；毛戈平创始人更是在化妆界深耕多年的中国著名化妆艺术大师毛戈平本人。
- 持续纵深彩妆领域，实现产品推陈出新：专业化本土彩妆品牌，依托在彩妆行业已经形成的渠道及品牌优势，在保证单品依旧畅销的同时，敏锐把握消费者需求变化，持续推陈出新，从而不断强化品牌的用户粘性。

表7：国内彩妆品牌领导者的背景

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
彩棠	唐毅	创始人	知名化妆师
卡姿兰	唐锡隆	创始人	01年创立卡姿兰，专研彩妆20年
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
毛戈平	毛戈平	创始人、董事长	著名化妆艺术大师

资料来源：公司公告、聚美丽、国信证券经济研究所整理

图48：本土品牌通过产品创新持续深耕彩妆行业

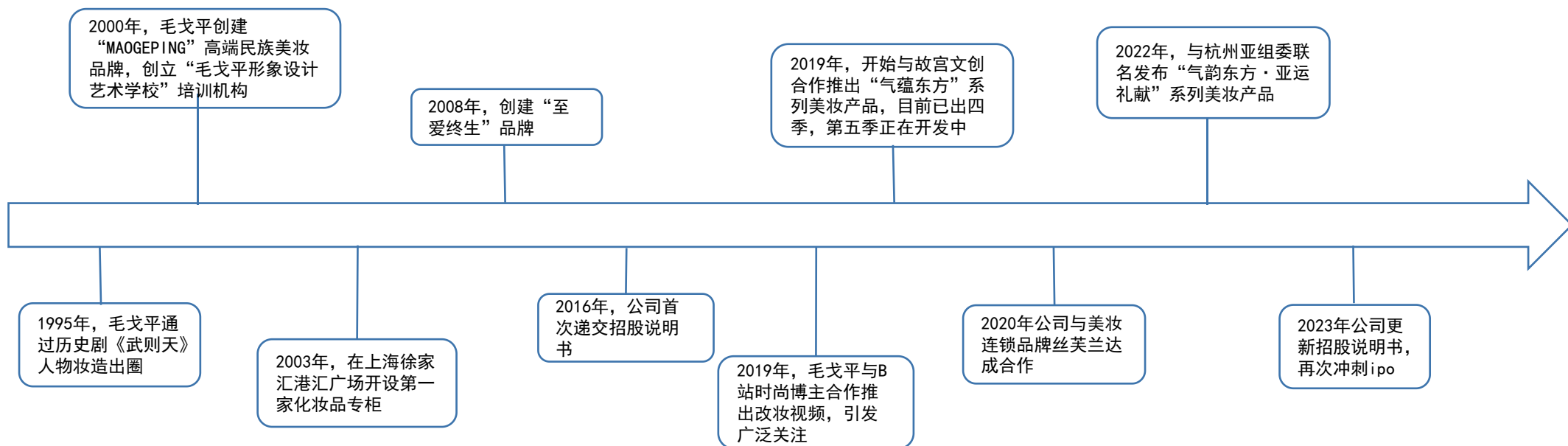


资料来源：亿欧智库、国信证券经济研究所整理

1-1-1. 毛戈平：国内高端专业化妆师彩妆品牌

- **公司概况：**化妆大师毛戈平依托自己对于化妆美学的深刻认识，并以东方人五官为立足点，于2000年成立高端民族美妆品牌“MAOGEPING”；同年成立“毛戈平形象设计艺术学校”培训机构，形成“产品-研发-培训”一体化，相互不断促进，整体提升公司价值。考虑到产品的覆盖范围，于2008年公司再次创建“至爱终生”品牌，二、三线城市的女性消费者为主要目标客群。2022年MAOGEPING/至爱终生/化妆培训三大业务营业收入分别占比为93.43%/1.72%/2.74%，MAOGEPING仍是公司核心品牌。
- **公司目前销售渠道**包括百货专柜渠道、电商渠道、经销渠道、培训销售渠道等，其中百货渠道为公司主要收入来源，近三年来占比均超一半，但同时近年也在积极发展电商业务，以应对疫情等不利因素。

图49：毛戈平发展历程

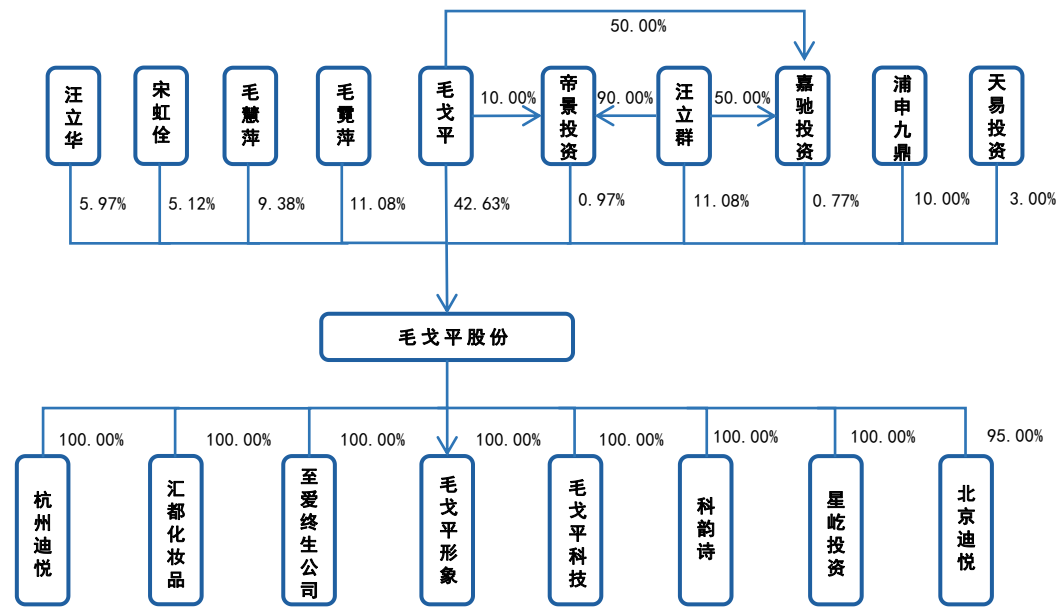


资料来源：毛戈平招股书、毛戈平官网、国信证券经济研究所整理

1-1-2. 毛戈平：以毛戈平为核心管理层，实控人持股55.45%

- 毛戈平、汪立群夫妇实控人持股55.45%，家族合计持股81.88%：毛戈平、汪立群夫妇直接持有公司 53.71%的股权，并通过帝景投资、嘉驰投资间接持1.74%的股权，为公司的控股股实际控制人，合计持股55.45%；其他持股5%以上股东毛霓萍、毛慧萍、汪立华、宋虹伶、浦申九鼎分别持有公司11.08%、9.38%、5.97%、5.12%和10%的股权，其中毛霓萍、毛慧萍、毛戈平为兄弟姐妹关系；汪立群与汪立华系姐弟关系，因此若将毛戈平、汪立群家族持股进行合并，合计持股81.88%。
- 公司以化妆大师毛戈平为核心，依靠其和研发团队对流行趋势及东方女性美妆特点的精准把握，不断创造出更适合东方女性的高质量产品，并通过毛戈平大师在化妆行业内的重要地位，不断加码品牌在化妆品领域的优势及影响力。

图50：毛戈平股权结构



资料来源：毛戈平招股书、国信证券经济研究所整理

表8：毛戈平管理层介绍

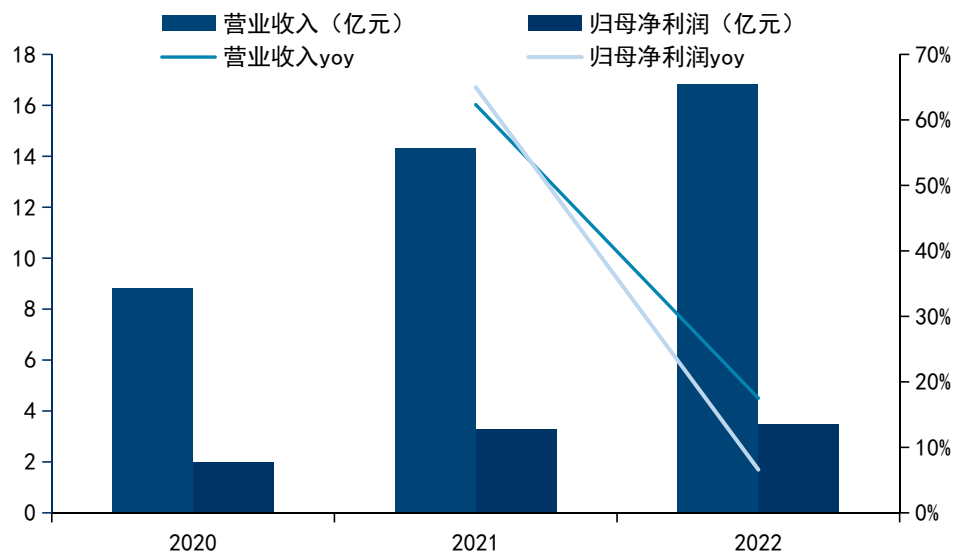
姓名	职务	履历
毛戈平	创始人、董事长、总经理	1964年出生，是中国著名化妆艺术大师，从事化妆艺术三十多年。1983年7月至1998年7月毛戈平曾任职浙江省越剧团，2000年7月在杭州创建高端美妆品牌MAOGEPING，开创了中国化妆师创建自有品牌先河，2000年10月创建浙江毛戈平形象设计艺术学校。
汪立群	副董事长	1971年出生，1991年至1999年任浙江省越剧团演员，2000年至2008年任浙江毛戈平形象设计艺术学校执行校长，2008年至今，任杭州毛戈平形象设计艺术有限公司总经理。
毛霓萍	副董事长兼总经理	1959年出生，2000年7月至2010年10月任杭州汇都化妆品有限公司董事、总经理，2010年10月至2015年11月任杭州汇都化妆品有限公司副董事长。
毛慧萍	董事兼副总经理	1962年7月出生，2000年9月至2015年11月任杭州毛戈平化妆品有限公司、杭州汇都化妆品有限公司董事、副总经理。
汪立华	董事兼副总经理	1973年出生，2002年加入浙江毛戈平形象设计艺术学校。
宋虹伶	董事兼副总经理	1974年10月出生，硕士学历。1997年至1999年，担任韩国新生活化妆品公司哈尔滨分公司的销售代表；1999年至2002年，担任哈尔滨市美佳娜化妆品有限公司的销售经理；2002年加入杭州毛戈平化妆品有限公司。
徐卫国	财务总监	1976年出生，曾于光明乳业股份有限公司担任财务经理、百事可乐饮料有限公司担任高级会计经理、金瑶集团担任财务总监、GUESS中国担任财务总监。2011年加入公司，担任财务总监。
董乐勤	董事会秘书	1983出生，曾任浙旅控股办公室秘书、龙在旅途董事会秘书安徽恩度食品运营总监及财务总监，2014年12月加入公司任董事会秘书兼法务负责人。

资料来源：毛戈平招股书、国信证券经济研究所整理

1-1-3. 毛戈平：财务端，经营业绩持续高速增长，盈利水平稳定优异

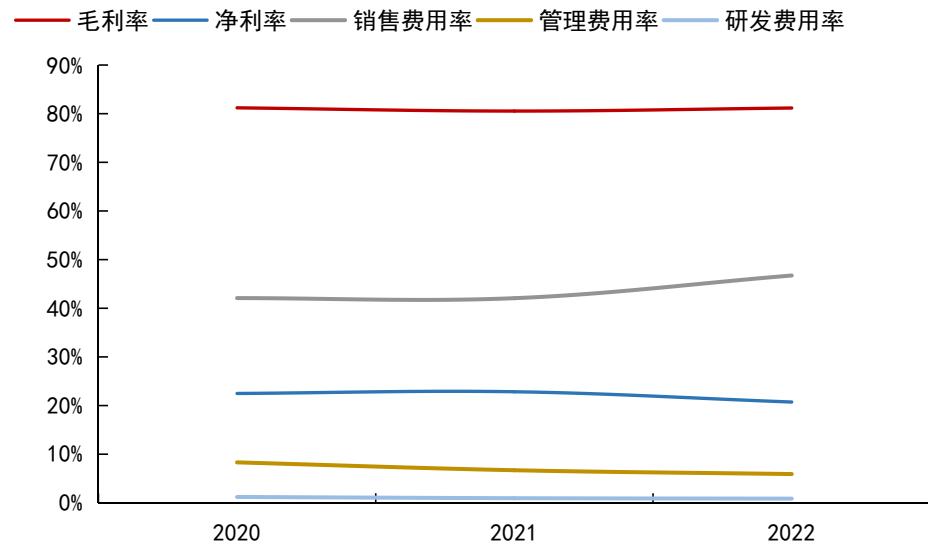
- **业绩整体实现稳定增长：**公司2020-2022年分别实现营业收入8.82/14.31/16.82亿元，CAGR2020-2022年为38.11%，随着化妆品行业的快速发展及品牌认知度的持续提高，公司营业收入持续稳定增长；2020-2022年归母净利润实现1.98/3.27/3.49亿元，其中2021、2022年分别同比增长65.0%、6.6%。2022年由于疫情等外部因素影响，公司业绩增速受影响放缓，但相对行业仍保持优异表现。
- **盈利水平保持稳定，销售费用率有所提升：**2020-2022年公司毛利率整体保持稳定，略高于同行可比上市公司，其中2022年毛利率为81.17%；2022年销售/管理/研发费用率分别为46.74%/5.92%/0.87%，分别同比+4.66pcts/-0.79pcts/-0.09pcts，随着业务规模的扩大，公司销售人员薪酬和广告宣传费不断上涨导致销售费用率提升，导致净利率略下滑2.11pct至20.72%，但仍处于行业前列。

图51：毛戈平营收、归母净利润及增速情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图52：毛戈平财务费用情况

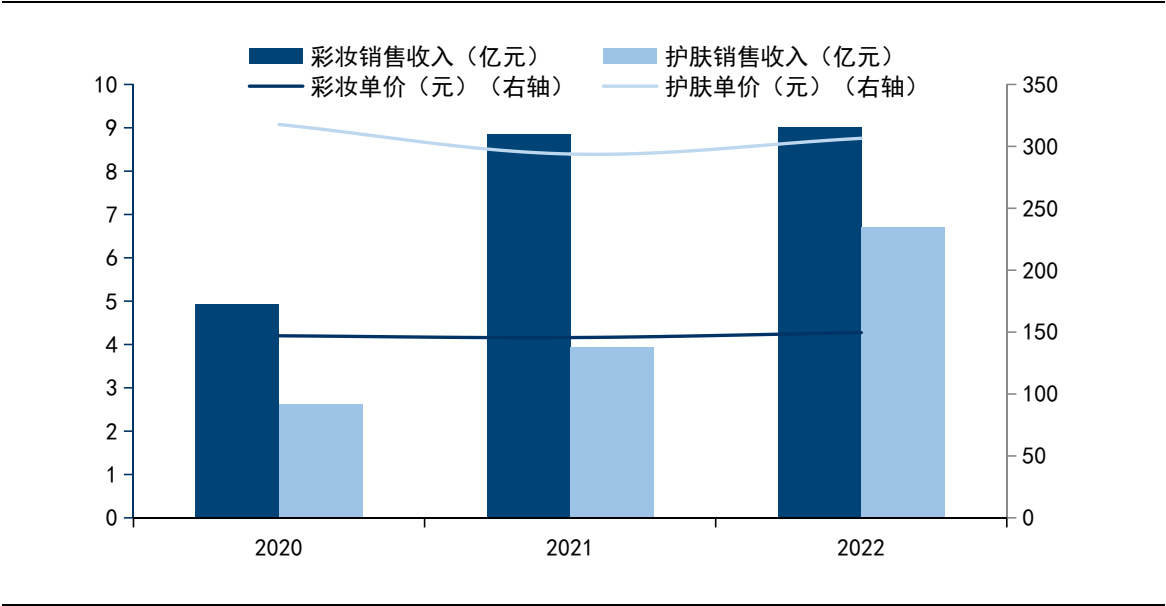


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

1-1-4. 毛戈平：产品端，MAOGEPING品牌以彩妆为主，护肤类增长迅速

- 目前公司收入贡献仍以MAOGEPING主品牌为主，2020-2022年分别实现收入7.54/12.78/15.72亿元，复合增速达44.33%，规模实现快速增长。而分产品类别来看，目前彩妆仍是目前MAOGEPING品牌的主要收入贡献来源，但护肤产品收入占比逐年提高。
- 彩妆以底妆产品为重点细分品类发力：2020-2022年实现收入4.94/8.85/9.00亿元，占比分别为65.42%/69.27%/57.28%。彩妆产品目前共203款单品，41款化妆工具，底妆如双色遮瑕、高光粉膏、鱼子酱气垫等仍为公司主要明星产品，锚定东方女性的面部特征设计制造，深受消费者信赖，2022年“双11”荣获天猫遮瑕类第1，高端高光类第2，气垫类第2。
- 护肤类实现快速增长：2022年实现收入6.71亿元，相对于2020年增长2.5倍。一方面由于彩妆在消费者心中信赖度高，给予护肤产品天然背书，带动销量高增长；另一方面护肤产品本身客单价较高，公司护肤品客单价约300元，为彩妆2倍，量价齐升拉动护肤收入快速提升。

图53：MAOGEPING品牌分品类收入情况



资料来源：毛戈平招股书、国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

表9：毛戈平产品介绍

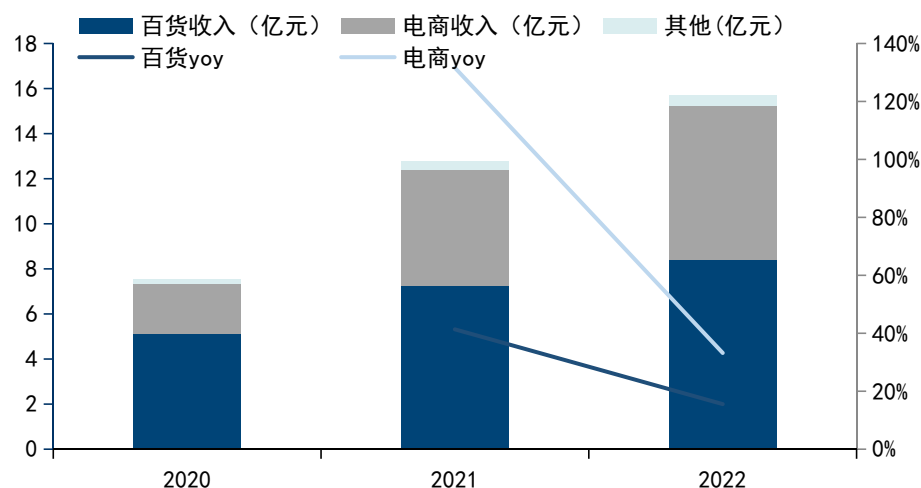
产品分类	产品系列
彩妆产品	面部（妆前、遮瑕、粉底、定妆、腮红、光影）
	光影集合盘（粉修盘、膏修盘、魅眼盘）
	眼部（眼线、眼影、眉妆）
	唇部（唇膏、唇釉、唇部护理）
	美妆工具（粉底刷、胭脂刷、眼影刷、散粉刷等）
护肤产品	黑金焕颜、奢华养肤、奢华鱼子、
	紧致系列、奢华致臻、净悦系列、沁香芳润

资料来源：毛戈平官网、国信证券经济研究所整理

1-1-5. 毛戈平：渠道端，深耕百货塑造高端形象，全渠道营销赋能品牌价值

- **深耕百货渠道：**对于MAOGEPING来说，百货是主要渠道支撑，2022年百货专柜收入为8.39亿元，疫情下仍同比增长15.6%，占比超过一半。自2003年开设第一家专柜以来，品牌不断在百货渠道进行深耕，多年来已经形成了稳定的客户群体和经营生态，截至2022年末专柜数量已达379家，成为2021年高端百货渠道品牌第十名。
- **积极发力线上：**2022年品牌线上收入6.85亿元，同比增长33.22%，积极加大在天猫、抖音布局力度，目前天猫/抖音旗舰店分别拥有粉丝数量440/140万，在2022年“双11”天猫平台上彩妆销售排名第14，抖音平台上粉底液/膏品销售排名第1，气垫产品销售排名第5。
- **全方位营销加码品牌专业价值：**通过创始人毛戈平分享化妆知识、与美妆KOL合作等方式，以及化妆培训学校的专业度，不断加深消费者心中“专业彩妆品牌”这一印象；再利用“故宫”、“亚运会”等国潮联名赋能这一独特IP，多方面实现营销破圈。

图54：MAOGEPING收入按渠道分



资料来源：毛戈平招股书、国信证券经济研究所整理

图55：与美妆KOL徐老师合作掀起热议

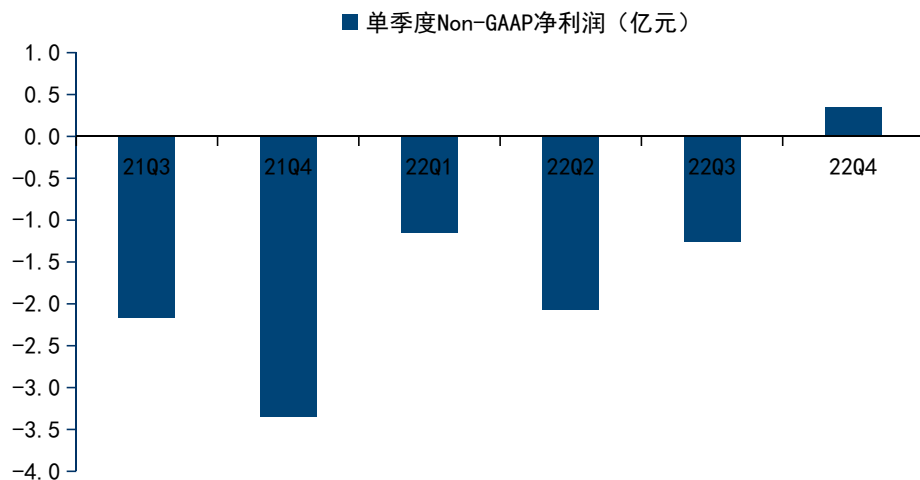


资料来源：B站、国信证券经济研究所整理

1-2-1. 逸仙电商：完美日记升级推新，致力重回增长轨道

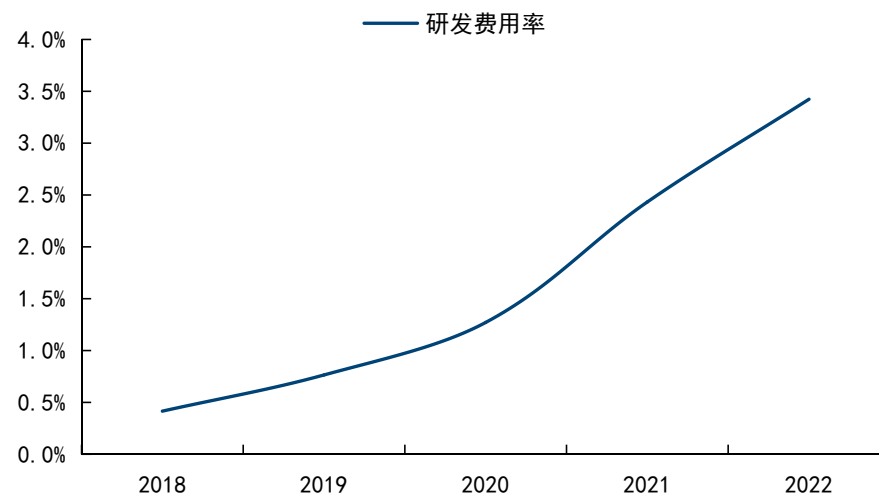
- 逸仙电商于2017年推出品牌完美日记，成立后乘新媒体流量红利，切入快速爆发的彩妆市场，积极运用数字化DTC模式赋能渠道、营销及研发，三年实现销售体量0-30亿的突破，并自20年以来开启全渠道和多品牌布局。但在疫情影响以及彩妆行业消费环境变化下，自21年下半年开始收入端出现承压，2022年公司营收实现37.06亿元，同比下滑36.54%。但在公司积极优化营销投放，以及护肤业务的开拓下，公司盈利状况逐步好转，并于2022年Q4实现了上市后Non-GAAP净利润首次盈利3468万元。
- 未来公司对于完美日记品牌，将继续优化营销投放，大力推进产品开发，推动品牌重新回到增长轨道上。完美日记本身仍在年轻消费者中具有较高的品牌知名度，通过更加精准的营销投放和品牌推广，品牌22年仍实现了超过20亿元的GMV。而在研发层面，2022全年逸仙电商研发投入达1.3亿元，研发费用率从2021年的2.4%提升至3.4%，并于今年首次官宣了首席科学家，继续推进研发创新能力。在产品推广上，公司未来将强化底妆类产品开发，通过更高客单以及更具用户粘性的产品推新，最终持续提升公司毛利率。

图56：逸仙电商2022Q4首次Non-GAAP净利润盈利



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图57：逸仙电商研发费用率不断上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2. 护肤品企业跨界布局：从底妆切入，强调产品功效化发展

- 头部护肤品企业积极跨界布局彩妆赛道。由于产品属性特点，相对而言护肤品业务的稳定较彩妆更高，头部的护肤品集团在主业成熟发展为稳定的现金奶牛基础上，积极布局切入彩妆新兴赛道，通过资金、渠道、营销以及研发的全方面赋能，实现业务突破。
- 底妆护肤化发展给予切入机会：由于审美趋势的变迁，以及后疫情时代健康意识觉醒，消费者希望在使用彩妆产品的同时素颜皮肤仍然能够达到一个稳定且良好的状态；因此对于美白、抗老等护肤相关需求开始逐渐渗透到底妆产品中。这一过程中，具有成分及配方优势的护肤品牌在此方面更加具有市场竞争力。这一趋势下也给予了护肤品企业切入的机会。

表10：护肤与彩妆特征对比

	护肤	彩妆
入局门槛	较高	较低
生命周期	较长	较短
品类	较少	较多
毛利率	较高	较低
决策周期	长	短
销售渠道	线下占比：护肤较彩妆高 线上占比：彩妆较护肤高	

资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

表11：国际抗老功效彩妆品牌

产品名称	参考价格	定位特点
海蓝之谜光焕变粉底液	1150/30ml	奢养护肤 清润持妆
伊丽莎白雅顿逆时橘灿抗老粉底液	565/30ml	强抗氧化成分，淡化细纹，锁水保湿，紧致肌肤
希思黎抗皱修活紧致粉底霜	1250/30ml	驻颜抗老，打造无暇可击完美妆容。

资料来源：CBNData、国信证券经济研究所整理

表12：国内纯净彩妆品牌

品牌名称	成立时间	定位特点
FULOVJELL/馥元纪	2020年	零负担轻肤美妆
DewyLab得意	2020年	纯净美妆，让每颗原料的纯净有迹可循。
RED CHAMBER	2020年	纯净配方，妆容轻时代 美绝非片刻
Supple Supple	2022年	敏感肌底妆专研
Cover Monster	2022年	“Clean Cover” 纯净底妆
fabloox馥碧诗	2022年	提供有感妆效与安全并存的美妆解决方案

资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

2-1-1. 珀莱雅：彩棠正成为珀莱雅第二成长曲线

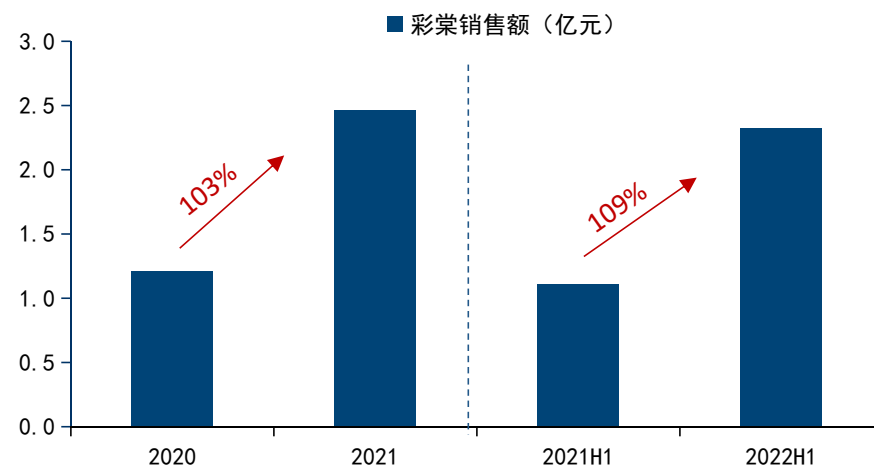
- 珀莱雅自上市以来公司一直在积极打造第二增长曲线，而大单品驱动下主品牌盈利水平的持续提升也将为新品牌的孵化提供足够的资金支持。目前来看，公司的彩妆新品牌“彩棠”有望成为第二增长极，21年彩棠实现了收入2.46亿元，同比增长103.5%。22年前三季度彩棠实现收入3.4亿元，同比增长110%，而在22年双十一大促期间，彩棠在天猫平台彩妆行业排名第10，其中国产品牌排名第2，GMV同比增长80%+，在抖音平台彩妆品牌榜第10，GMV同比增长380%+。
- 锚定底妆产品定位，以“高光/修容”作为单品突破口：彩棠以底妆产品作为主要布局方向，其中公司重点突破“修容/高光”的细分品类，一方面修容/高光作为面部彩妆下的一个专业细分品类，近年来成长迅速，且竞争格局优良。公司通过中高端的价格定位，以200元左右定价切入，弥补了国货品牌价格带的缺口。同时，品牌主打中国风，以“中国妆，原生美”为核心理念，这使其又相对国际品牌具备足够的差异化，其大单品修容高光的核心卖点也是“适合亚洲肤色和轮廓”。

图58：彩棠品牌核心单品销售情况



资料来源：天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理，注释：销售数据截止22年上半年

图59：彩棠收入实现翻倍增长



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2-1-2. 珀莱雅：多品类多渠道布局助力彩棠高速增长

- 全网种草营销，渠道赋能实现爆发增长：公司将集团的渠道及营销能力进行了全方位的赋能，建立彩棠差异化的品牌消费者心智。一方面，公司将主品牌所积累新媒体营销和线上渠道资源对彩棠品牌有效的赋能。19年公司开始对彩棠渠道进行了系统梳理，根据品牌定位调整了天猫旗舰店的视觉页面，同时还积极将社交电商平台资源进行对接，包括与头部网红KOL之间的合作开展，从而实现了品牌的冷启动。另一方面品牌积极运用品牌创始人唐毅这一自身独家IP资源，实现了对品牌的积极引流效果。
- 积极拓展新品类，持续打造单品矩阵：从未来来看，品牌继续在高光大单品中强化优势的同时也在积极推进其他单品。3月2日下午彩棠在杭州举办争青系列新品发布会，此次新品系列仍聚焦亚洲女性面部特色，从古代妆容汲取灵感，持续践行中国妆特色。“争青”系列目前包含3个单品：争青流玉三色胭脂盘、争青流玉综合眉部盘、争青流玉哑雾口红，共14个sku，着重突出面部色彩表现，与前期底妆产品相结合，实现妆容一体化打造。从而在不断完善单品矩阵的过程中实现品牌整体的快速增长。

图60：彩棠品牌创始人唐毅各大社交媒体粉丝量



资料来源：微博，抖音，小红书，b站，国信证券经济研究所整理

表13：彩棠新品情况

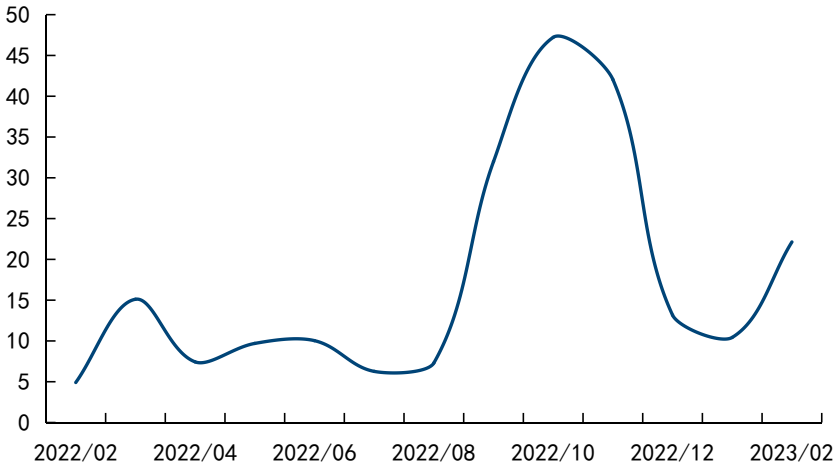
产品名	上新时间	产品特点	产品价格	图例
争青流玉综合眉部盘	2023. 3	生动着色 轻盈立体	159	
争青流玉哑雾口红	2023. 1	高覆盖力 低负重感 哑雾不干	139	
争青流玉三色腮红盘	2023. 1	和谐色彩明暗叠加	149	

资料来源：公司公众号、国信证券经济研究所整理

2-2-1. 丸美股份：恋火聚焦底妆产品，直击消费者痛点

- 丸美股份近两年来积极打造“恋火”品牌成为企业第二增长曲线。丸美股份与2017年对品牌实现收购，并于2019年实现完全控股，并开始全面革新品牌发展。2022年上半年恋火品牌实现收入9855万元，占比由21年的3.7%提升至12.1%。而根据久谦大数据，预计恋火2022年全网GMV有望超过3亿元，并预计在高速成长的同时保持了较好的盈利能力。
- 从产品定位来看，恋火品牌同样聚焦底妆产品。目前产品系列包括针对干皮和油皮的两大底妆系列，以及眼妆、唇妆等其他产品系列。特别是在底妆市场中竞争最为激烈的粉底液品类，公司分别推出“看不见”系列和“蹭不掉”系列，通过解决消费者底妆持久性和服帖度的两大痛点，并以极具性价比的价格定位，迅速赢得消费者青睐，成功打造爆品。未来品牌有望通过不断提升的产品力，差异化的定位和独具特色的理念传播，实现了品类突围。

图61：恋火天猫官旗月度销售额（百万）



资料来源：炼丹炉数据、国信证券经济研究所整理

表14：恋火热销产品介绍

系列	看不见系列						蹭不掉系列		
	气垫	精油粉饼	粉底液	遮瑕膏	粉霜	妆前乳	卸妆油	粉底液	散粉
价格	298/14g	288/10g	188/30g	138/7.2g	138/15g	78/15g	178/120ml	198/30ml	188/7g
特征	一拍持妆，天生奶油肌	精油入妆，柔润不拔干	一抹如霜，绒绒奶油肌	细润贴，瑕疵看不见	一抹缎光，无暇奶油肌	一抹爆水，底妆服帖	干湿两用，一卸即净	一抹速干，捏脸蹭不掉	一拍绒妆，底妆蹭不掉
图例									

资料来源：恋火官网、国信证券经济研究所整理

2-2-2. 丸美股份：KOL共创持续破圈，精准营销提升传播力度

- 丸美股份自身近年来积极推动渠道转型，取得了较为显著的成效，公司通过自建电商团队强化运营能力，特别是在抖音等新兴内容电商平台加速布局，实现线上渠道的快速突围。在此基础上也将线上渠道转型过程中的运营经验赋能给了恋火品牌发展。
- 恋火品牌重点发力内容营销，借力超头主播破圈的同时积极培育自播。品牌借助抖音、小红书实现精准营销，一方面与多位超头主播如李佳琦等实现深度绑定，2022年和李佳琦合作共创了新品看不见气垫和看不见精油粉饼等。另一方面，公司也在积极打造自播渠道和天猫自营渠道，在保障了较为优异的盈利水平的基础上实现了销售端的快速放量。根据公司官方战报，2022年双十一期间，恋火品牌全网GMV超21年全年实现2.8倍增长，天猫渠道实现3.8倍增长。

图62：恋火与超头李佳琦全方位合作



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图63：恋火抖音多账号扩大消费者覆盖面



资料来源：恋火官方抖音账号、国信证券经济研究所整理

附录. 我国彩妆行业重点海外和国内品牌一览：

表15：海外彩妆品牌概览（一）

集团	品牌	成立时间	国家	2021年 全球销售额 (亿美元)	2021年 中国销售额 (亿元)	基本介绍	侧重品类	代表性产品	定位/价格 区间（元）
欧莱雅集团	YSL	1962	法国	9. 77	35. 11	YSL是年轻、前卫、高端的化妆品品牌。2008年欧莱雅收购了圣罗兰美容公司，随后于2011年退出中国，2013年重返中国并调整了品牌定位和形象，增加了护肤产品。目前YSL每年推出20-25款新品，销售额也保持稳定增长态势。	口红、粉底	小金条细管口红、方管口红、小黑条口红、黑管唇釉	高端 80-3300
欧莱雅集团	植村秀	1967	日本	2. 23	10. 67	植村秀是主打高端的国际彩妆品牌，其创始人植村秀是一位在好莱坞成名的日本化妆师。2002年被欧莱雅集团收购成为其旗下第一个日系品牌。迄今，植村秀已在世界各地开设了200多家美容专店和专柜。	粉底、卸妆油	小方瓶羽纱持妆粉底、琥珀臻萃洁颜油卸妆油、无色限绢感小黑方唇膏口红	中高端 45-1180
欧莱雅集团	美宝莲	1915	美国	42. 74	32. 40	美宝莲1995年即登陆中国市场，以时尚、大众化为品牌定位，奉行品牌本土化战略，自2010年起始终占据着中国彩妆市场市占率头名；市面上的产品每两年就彻底更新一次；2016年4月曾在上海世博创意园的新品发布会上实现了两小时销售10000余支唇膏的现象级营销战绩。	粉底、口红、粉底液、fitme粉饼、睫毛膏	眼唇卸妆液、fitme接吻棒superstay唇釉	平价 21-299
欧莱雅集团	巴黎欧莱雅	1907	法国	32. 24	37. 62	巴黎欧莱雅是世界最大美妆集团欧莱雅集团的核心品牌，以“触手可及的奢华”为品牌定位，以强大的产品研发作为支撑，每年都大量更新20%的产品。1997年登陆中国市场，1998年起正式成为戛纳国际电影节的官方指定合作伙伴；自2010年起，巴黎欧莱雅一直占据着中国彩妆市场市占率前三名的位置。	粉底、口红	大溪地栀子花卸妆油、欧莱雅吸油棒、欧莱雅黑管、欧莱雅小钢笔印迹唇釉	大众 39-999
欧莱雅集团	阿玛尼	1975	意大利	5. 53	24. 92	2000年时尚奢侈品品牌阿玛尼进军美妆领域，以低调、奢华和超越时光为品牌定位。2008年阿玛尼彩妆全线产品进入中国，近年来阿玛尼在中国市场的市占率逐年走高，自2018年进入TOP10后，2020年雄踞中国品牌市占率第四名。	口红、唇釉	红管唇釉、权力唇膏、红黑管唇膏	高端 60-1190
欧莱雅集团	兰蔻	1935	法国	16. 49	22. 16	1964年欧莱雅收购兰蔻，使之成为整个集团的高端化妆品产品线，1997年兰蔻以高端化妆品的品牌定位切入中国市场，2018年双11，兰蔻成交金额突破5亿元，成为双11美妆品类销冠，自1997年到2018年，兰蔻在22年间取得了400倍的增长。	口红、粉底	菁纯唇膏、黑桃红心唇膏、菁纯粉底液	高端 240-1600

资料来源：公司官网、欧睿、天猫、品观网、国信证券经济研究所整理

附录. 我国彩妆行业重点海外和国内品牌一览：

表16：海外彩妆品牌概览（二）

集团	品牌成立时间	国家	2021年 全球销售额 (亿美元)	2021年 中国销售额 (亿元)	基本介绍	侧重品类	代表性产品	定位/价格区 间（元）
雅诗兰黛集团	MAC	1984 加拿大	22. 67	18. 97	MAC以前卫时尚和专业著称，其推出的子弹头系列产品堪称“史上最全色号”，有128种色彩、质地各不相同的唇膏供消费者选择。2007年进军中国市场，在多个城市开设专柜，2017年入驻天猫，开店第一天即售出超6万支口红。	口红、粉底	子弹头口红唇膏、丘比特唇釉唇彩、水漾子弹头唇膏口红、定制无暇粉底液	大众 100-720
LVMH集团	迪奥	1946 法国	13. 90	40. 15	迪奥是著名法国时尚消费品牌，产品线丰富，是主打高端的国际一线品牌，自2011年起便一直以超过10%的市占率占据着中国高端彩妆市场头名位置。此外，迪奥集团多次入围全球500强企业，2019年在Interbrand发布的全球品牌百强榜中排名82。	口红、粉底	烈艳蓝金唇膏口红系列、魅惑润唇膏、黑管漆光口红	高端 60-4500
资生堂集团	NARS	1994 美国	4. 36	5. 79	NARS通过主推专业级彩妆和出色的营销技巧建立了广泛的品牌认知度，发展成为拥有600+款产品的超级品牌，2000年资生堂集团收购NARS，将其定位于中高端美妆品牌，2017年进入中国市场。	粉底、腮红	定妆大白饼、经典愉悦腮红粉、欢愉眼颊彩妆盘、亮采柔滑遮瑕膏	大众 50-680
香奈儿集团	香奈儿	1910 法国	13. 31	18. 27	香奈儿是由可可·香奈儿创建的法国知名时尚品牌，香奈儿彩妆产品继承了时装品牌的简约和贵气的品质，主打唇部彩妆。2021年香奈儿位列胡润世界500强排行榜第302名。	口红、眼影	炫亮魅力1唇膏、炫亮魅力唇釉、男士护唇膏	高端 245-5480
科蒂集团	蜜丝佛陀	1909 美国	8. 56	11. 89	蜜丝佛陀是一家世界彩妆史上具有标志性意义的百年美妆企业，推出了彩妆界众多“第一”。2005年蜜丝佛陀进入中国市场，但由于主打高端定位营收惨淡而退出，2009年重回中国市场，与代运营商颖通合作，主打大众彩妆，业绩和品牌知名度大幅提高，早在2015年销售额便突破12亿元。	粉底、口红	水感粉底霜、透滑持妆粉、臻白小白盒美白防晒粉	大众 58-306

资料来源：公司官网、欧睿、天猫、品观网、国信证券经济研究所整理

附录. 我国彩妆行业重点海外和国内品牌一览：

表17：国内彩妆品牌概览

集团	品牌	成立时间	国家	2021年销售额 (亿元)	基本介绍	侧重类目	代表性产品	定位/价格区间 (元)
浙江宜格	花西子	2017	中国	44.39	以“东方时尚，以花养花”为品牌历年，主打东方特色。创立以来一路高歌猛进，首次参加双十一成交额便过亿，2019年成交额跨入天猫美妆前十名，用300多SKU达成33.5亿销售规模，2021年花西子天猫平台销售额排名第一。	散粉、眉笔	空气蜜粉、首乌眉粉笔、蚕丝蜜粉饼	大众 19-1159
毛戈平	MGP	2000	中国	7.28	毛戈平由中国彩妆业内大师毛戈平创立，品牌定位是大师、专业、时尚东方的高端美妆品牌。其创始人毛戈平作为业内强IP，曾参与北京奥运会的造型设计。品牌业绩也颇为出色，毛戈平2014-2017年的毛利率均超过80%，跑赢欧莱雅和资生堂等国家大牌，今年10月过会，距A股上市仅一步之遥。	粉底、遮瑕膏	双色遮瑕膏、光影塑颜高光粉膏、光感滋润无痕粉膏	中高端 29-3560
逸仙电商	完美日记	2017	中国	42.26	完美日记致力于探索欧美时尚，2018年下半年发力，从线上渠道快速崛起，2019年双十一大促超过MAC，成为国内市场第一彩妆品牌，2020年其以12.5%的大众彩妆市占率基本追平美宝莲，成为大众彩妆市场TOP2。完美日记上新速度快，主打中低端，价格亲民，旗下产品价格多低于100元。	口红、眼影	小细跟、动物眼影 赤狐盘、天鹅绒唇釉	大众 25-800
珀莱雅	彩棠	2014	中国	-	彩棠由中国彩妆大师唐毅先生创立，主打青瓷系列、苏绣系列，其产品着重于将实用性和艺术性结合，以中国青瓷中的光与色为灵感，将东方色和瓷釉光感融于现代时尚妆容，摒弃色彩的繁杂堆砌，创造出简约时尚、质感高级的东方彩妆。	粉底、高光修容	妆前乳隔离霜、双拼高光粉膏、遮瑕笔	大众 10-329
上海橘宜	橘朵	2017	中国	9.96	橘朵是兼顾个性表达于日常基础的少女彩妆品牌。成立之初凭借单色眼影成为爆品，并一直主打色彩。2019年橘朵投资建立了自己的工厂和实验室，专注研发彩妆产品。每个月橘朵都会有新品上市，现今橘朵推出SKU200+，涵盖全部彩妆产品。	眼影、高光修容	七巧板玩趣眼影盘、单色腮红高光修容、遮瑕液	平价 20-499
卡姿兰集团	卡姿兰	2001	中国	16.76	卡姿兰专研彩妆20年，用国际美学打造中国彩妆，始终坚持品牌建设，致力于将卡姿兰打造为中国时尚彩妆第一品牌。早在国货崛起之前的2011到2018年，卡姿兰是唯一进入中国彩妆市占率TOP5的本土品牌。	粉底、唇膏	小夜猫奶猫粉底液、黑磁蜜散粉控油定妆粉、哑光雾吻唇膏	大众 15-980
上海菲扬	玛丽黛佳	2006	中国	4.34	玛丽黛佳由崔晓红女士创立，倡导“新艺术彩妆”理念。作为本土品牌，两度登陆四大国际时装周。2015-2017连续三年成为天猫销量最高的国产彩妆品牌。近年来发力新零售，开设无人店做新零售示范。	唇釉、口红	石头唇釉、小白管迷你口红、深层清洁卸妆凝胶	大众 47-699
上海丰邑	稚优泉	2009	中国	7.07	稚优泉起源于上海，是年轻潮流的彩妆品牌，主要依靠网络口碑传播，以“坚持做安全、年轻、潮流的化妆品”为品牌理念。2014年进驻天猫后推出首款底妆产品即夺取天猫气垫BB销冠，2015年其推出的稚优泉粉色之恋口红拿下天猫金妆奖，2017年稚优泉首创“三无”概念：无化学防腐剂、无酒精、无香精。	唇唇釉、卸妆水	丝绒唇釉、奶霜唇釉、卸妆水	大众 10-379

资料来源：公司官网、欧睿、天猫、品观网、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- **宏观经济风险：**疫情反复，尤其是境外疫情输入风险，可能导致消费疲软、行业增速放缓；同时，阶段性的需求不振可能影响品牌方的存货周转与盈利稳定；
- **政策监管风险：**《化妆品监督管理条例》开始实施，质量检测要求进一步提高，原料生产和检测成本提高，相关委托代工中小企业出清，可能导致供货不足、出现质量问题；
- **竞争加剧风险：**市场可能出现严重的同质化竞争，进而导致品牌价格战；同时流量成本高企，营销费用投放进一步上涨，可能导致品牌商利润端增长不及预期；
- **经营风险：**过度依赖单一渠道，受头部平台合作关系、收费标准等影响较大，导致经营风险；此外，品牌过度依赖单一品牌或单一爆品，则可能无法满足快速切换的消费者需求，导致经营风险提升。

附表：重点公司估值表

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 (人民币)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
			03-29	03-29	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300957	贝泰妮	买入	120.60	511	2.04	2.81	3.80	5.14	94.39	42.92	31.74	23.46
603605	珀莱雅	买入	184.70	524	2.87	2.78	3.49	4.24	72.68	66.36	52.93	43.59
600315	上海家化	买入	29.90	203	0.96	0.69	1.18	1.39	42.30	43.04	25.26	21.50
603983	丸美股份	增持	37.48	150	0.62	0.55	0.71	0.87	51.65	68.15	52.79	43.08
688363	华熙生物	增持	111.95	539	1.63	2.02	2.70	3.50	95.28	55.42	41.46	31.99
600223	鲁商发展	买入	10.35	105	0.36	0.04	0.38	0.51	36.95	281.63	27.07	20.2
300856	科思股份	增持	49.88	84	1.18	2.19	2.67	3.16	53.67	22.80	18.68	15.76
YSG.N	逸仙电商	无评级	9.98	56	-0.61	-0.34	-0.29	-0.15	/	/	/	/

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测，注：逸仙电商为wind一致预期

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；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 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