线上加速渗透，新国货崛起

——零售行业 2021 年策略报告

推荐|维持

报告要点：

- **疫情加速线上渗透，新消费品加速崛起**

受疫情影响，社会消费品零售额 2 月出现大幅下滑，后逐月恢复，10 月同比增长恢复至 4.3%，其中必选消费增速稳定，可选品类疫情后持续复苏。另一方面，疫情加速线上渗透，平台端加大供应链等基础设施建设，下沉提速，同时加强直播电商投入；品牌端，疫情倒逼品牌方加速数字化转型，新品牌强势崛起。展望 2021，我们认为，线上化趋势仍是主旋律，同时线上平台内部将产生结构性机会，在渠道、媒介的快速变革下，新品牌加速崛起，看好部分定位高景气细分赛道、具备电商基因、灵活应对市场的新消费品牌的机会。

- **子版块基本面回顾及展望**

（1）化妆品：行业持续高景气，渠道和传播媒介的变化催化行业新机会。部分率先完成线上转型、组织架构灵活调整的传统国货品牌商以及聚焦高成长细分赛道、具备强大互联网基因的新锐品牌商乘着新渠道、新营销红利快速扩张。未来品牌端有望通过聚焦高成长性细分赛道、打造大单品、布局多品牌等方式实现成长与扩张；而上游代工厂端有望受益于此轮新锐品牌的崛起与爆发式成长。

（2）电商平台：线上渗透持续提升，阿里、京东、拼多多前三季度增长强劲，同时三大巨头加速对于下沉市场争夺。阿里淘宝特价版 MAU 破 7000 万，京东疫情下良好基础设施叠加京喜加速下沉带动购买用户逐季度提速增长，拼多多年度活跃买家数量第三季度达到 7.31 亿。另一方面，内容平台和电商平台加速渗透，手淘改版，三大平台加大对于直播的投入力度，加强内容布局；抖音、快手、小红书、B 站等内容平台纷纷通过外链、直播等加速电商化。

（3）电商代运营：近几年乘品牌线上化红利快速崛起，目前头部格局已基本稳定且集中度持续提升。同时行业资本化加速，头部企业有望在资本加持下，加速进行行业整合、自主品牌孵化、产业链扩张等，依托自身电商运营经验、零售能力、营销能力，寻找第二增长曲线。

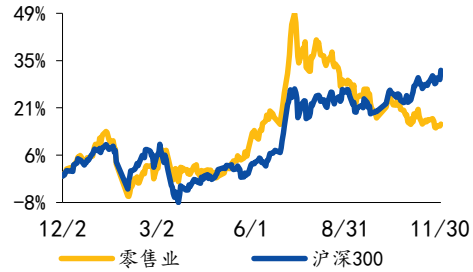
- **投资建议**

建议重点关注两条主线：（1）化妆品：关注 A 股上市的品牌商**珀莱雅、上海家化、丸美股份、御家汇**；美股上市的新锐彩妆龙头**逸仙电商**；拟创业板上市的功能性护肤龙头**贝泰妮**；以及化妆品上游头部代工企业**青松股份**。（2）电商平台及相关服务商：关注头部代运营商**壹网壹创、丽人丽妆、宝尊电商**；电商导购龙头平台**值得买**；专注品牌授权的一站式电商生态服务商**南极电商**。

- **风险提示**

疫情出现反复，经济增速下行，消费景气度下滑；品牌端竞争加剧，新品牌/新项目孵化不达预期。

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-电商代运营行业深度报告：行业资本化加速，线上渠道红利凸显》2020.09.23

《国元证券行业研究-化妆品行业七月数据跟踪：美妆消费淡季增长放缓，御泥坊、润百颜表现亮眼》2020.08.17

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳
邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

联系人 徐熠雯
邮箱 xuyiwen@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS			PE		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603605	珀莱雅	买入	163.00	32782.06	1.96	2.34	2.86	83.16	69.66	56.99
600315	上海家化	买入	38.63	25930.33	0.83	0.62	0.86	46.54	62.31	44.92
603983	丸美股份	增持	58.01	23262.01	1.37	1.32	1.55	42.34	43.95	37.43
300740	御家汇	增持	15.89	6531.75	0.07	0.29	0.39	227.00	54.79	40.74
300132	青松股份	买入	22.69	11721.22	0.96	1.06	1.25	23.68	21.41	18.15
300792	壹网壹创	增持	113.00	16300.27	1.52	2.31	3.68	33.53	48.92	30.71
605136	丽人丽妆	增持	33.99	13596.34	0.71	0.84	1.03	47.54	40.50	33.14
300785	值得买	增持	102.41	8252.64	1.49	1.98	2.63	68.58	51.79	38.92
002127	南极电商	增持	16.40	40259.87	0.49	0.63	0.81	33.38	25.86	20.17

资料来源：Wind，国元证券研究所

目 录

1、行情及业绩回顾 7
2、子行业—化妆品：新国货崛起，看好细分赛道 12
2.1 行业整体表现：景气度突出，线上渗透率持续提升 12
2.2 细分板块：聚焦皮肤学级及彩妆赛道 19
2.2.1 皮肤学级护肤品：高功效高壁垒高复购，国货品牌竞争格局优 19
2.2.2 彩妆：行业处于扩容期，热点快速更迭利好国货品牌 21
2.3 重点上市公司 2020 年回顾及展望 24
3、子版块—电商平台：头部玩家强者恒强，直播成新风口 27
3.1 阿里巴巴——零售业务迅速恢复，手淘改版，特价版迅速下沉 27
3.2 京东——连续三季度超预期，下沉市场初见成效 30
3.3 拼多多——增长强劲，农产品成战略突破品 33
3.4 内容及平台加速渗透，直播电商高增长 35
4、子行业—电商代运营：乘电商红利，伴品牌成长 41
4.1 受益于跨境电商、新型电商发展，代运营行业增长空间较大 41
4.2 头部成熟品牌倾向服务费模式，新兴品牌以及有销量需求的品牌倾向经销模式 43
4.3 未来看点：积极拓展多电商平台、孵化自有品牌，寻找新增长点 47
5、投资建议 53
6、风险提示 54

图表目录

图 1：商贸零售行业（中信）与沪深 300 涨跌幅对比 7
图 2：商贸零售行业指数和主要指数 2020 年涨跌幅 7
图 3：2020 中信一级行业涨跌幅对比 7
图 4：商贸零售（中信）三级子行业 2020 年涨跌幅对比 8
图 5：商贸零售板块 PE（TTM 整体法 剔除负值） 8
图 6：社会消费品零售总额（万亿）及增速 9
图 7：社会消费品零售总额当月同比增速（%） 9
图 8：限额以上消费品零售总额分行业当月同比增速（%） 9
图 9：实物商品网上零售额累计占比及累计同比增速（%） 10
图 10：2020Q1-3 商贸零售子版块营收（亿）及增速 11
图 11：2020Q1-3 商贸零售子版块归母净利润（亿）及增速 11
图 12：2019 和 2020Q1-3 板块营收增速对比 11
图 13：2019 和 2020Q1-3 板块归母净利润增速对比 11
图 14：2017 年起化妆品在各类主要消费者品中增速领先 12
图 15：2020 年 1-10 月化妆品增速领跑可选消费品 12
图 16：淘系平台美容护肤品类销售额及增长情况 13
图 17：淘系平台彩妆品类销售额及增长情况 13

图 18：天猫双十一护肤类目销售额 TOP30 品牌分布 14
图 19：天猫双十一护肤类目销售额 TOP30 国货品牌分布 14
图 20：天猫双十一彩妆类目销售额 TOP30 品牌分布 15
图 21：天猫双十一彩妆类目销售额 TOP30 国货品牌分布 15
图 22：商家视角的私域用户引入与运营模型（AARRR 模型） 16
图 23：完美日记私域流量运营体系 17
图 24：抖音美妆品牌内容播放量及涨幅 17
图 25：抖音美妆品牌内容播放量份额变化 17
图 26：2019 年抖音美妆品牌关注度矩阵 1 18
图 27：2019 年抖音美妆品牌关注度矩阵 2 18
图 28：天猫“618”淘宝直播各品类渗透率 TOP10 18
图 29：各品牌薇娅、李佳琦直播次数（2020M1-10） 18
图 30：功能性护肤品分类及其中主要玩家 19
图 31：中国皮肤学级护肤品市场规模及增速 19
图 32：2019 年皮肤学级护肤品市场规模/护肤品市场规模（渗透率） 20
图 33：护肤品市场 CR5 市占率与皮肤学级护肤市场 CR5 市占率 20
图 34：中国 TOP15 功能性护肤品牌市占率及变化趋势 20
图 35：国产与国际皮肤学级护肤品牌 CR3 20
图 36：中国美容个护市场规模及增速 22
图 37：中国彩妆市场规模及增速 22
图 38：2019 年彩妆市场规模/美容个护市场规模 22
图 39：2019 年彩妆市场规模/护肤市场规模 22
图 40：2015-2019 年中国彩妆品类 TOP10 品牌 23
图 41：中国彩妆品牌 CR3、CR5、CR10 市占率 23
图 42：彩妆二级细分品类规模及增长气泡图（图中数据均为 2019 年口径） 23
图 43：阿里巴巴营业收入（亿）及增速 27
图 44：阿里巴巴分季度营业收入（亿）及增速 27
图 45：阿里巴巴归属普通投资者净利润（亿元）及增速 27
图 46：阿里巴巴分季度归属普通投资者净利润（亿元）及增速 27
图 47：阿里巴巴中国零售商业收入（亿）及增速 28
图 48：阿里巴巴分季度中国零售商业收入（亿）及增速 28
图 49：阿里巴巴中国零售商业客户管理收入（亿）及增速 28
图 50：阿里巴巴中国零售商业其它收入（亿）及增速 28
图 51：天猫淘宝 GMV（万亿） 29
图 52：天猫 GMV 季度增速（%） 29
图 53：阿里巴巴中国零售市场年活跃用户（百万）及增速 30
图 54：阿里中国零售市场年度活跃用户消费金额及增速 30
图 55：京东营业收入（亿）及增速 30
图 56：京东分季度营业收入（亿）及增速 30
图 57：京东分业务收入（亿） 31
图 58：京东分业务收入增速（%） 31
图 59：京东归普通投资者净利润（亿）及增速 31

图 60：京东分季度归普通投资者净利润（亿）及增速 31
图 61：京东自营分商品 GMV（亿）及增速 32
图 62：京东全平台 GMV（亿）及增速 32
图 63：京东年度活跃账户数量（百万）及增速 32
图 64：京东按自营口径的人均消费金额（元）及增速 32
图 65：拼多多营业收入（亿）及增速 33
图 66：拼多多单季度营业收入（亿）及增速 33
图 67：拼多多归普通投资者净利润（亿） 33
图 68：拼多多单季度归普通投资者净利润（亿） 33
图 69：拼多多 GMV（亿）及增速 34
图 70：拼多多货币化率情况 34
图 71：拼多多年度活跃买家数量（百万）及增速 34
图 72：拼多多年度活跃买家消费金额（元）及增速 34
图 73：直播电商交易规模（亿）及增速 37
图 74：直播电商渗透率（%） 37
图 75：抖音/快手/淘宝直播 GMV 情况（亿） 37
图 76：淘宝直播 GMV（亿）及增速 37
图 77：MCN 机构数量 38
图 78：2020 年电商型 MCN 机构数量（对应平台） 38
图 79：品牌电商服务市场规模及增速 41
图 80：国际品牌与国内品牌对于电商服务商需求对比情况 42
图 81：跨境进口零售电商行业市场规模及增速 42
图 82：天猫国际引入进口品牌数 42
图 83：B2C 平台交易规模占比情况 43
图 84：抖音与快手平台直播电商 GMV 情况 43
图 85：天猫服务商星级划分 46
图 86：星罗 X 华熙生物抖音合作案例 48
图 87：品牌电商服务能力发展矩阵 50
图 88：宝尊电商提供的整合电商服务 51
图 89：壹网壹创运用大数据新品设计开发流程图 51

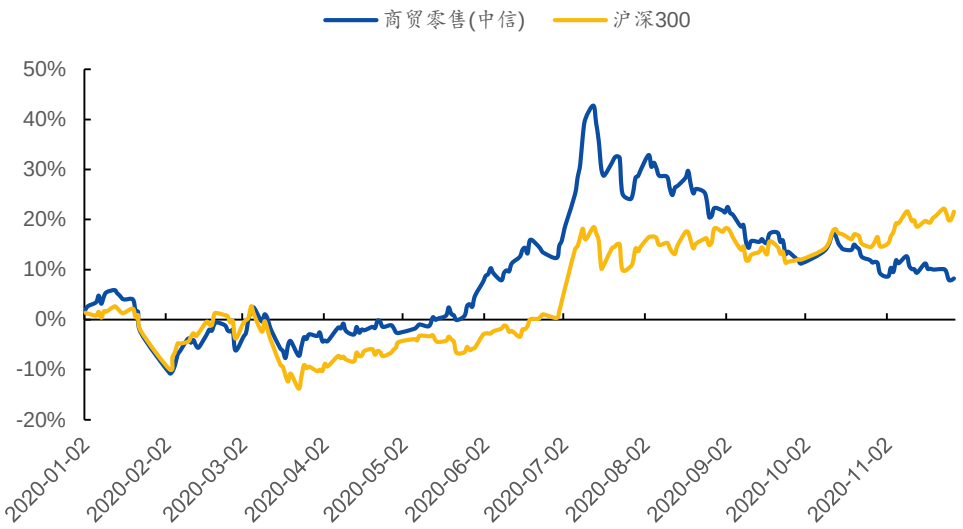
表 1：历年双十一美容护肤成交额 TOP30 店铺 13
表 2：历年双十一彩妆成交额 TOP30 店铺 14
表 3：2020 年主要上市公司分渠道表现 15
表 4：典型功能性护肤品牌情况 21
表 5：2019 年中国彩妆市场销售额 TOP5 品牌 24
表 6：典型中国新锐彩妆品牌 24
表 7：2020Q1-Q3 主要化妆品上市公司财务数据对比 25
表 8：主要电商平台和内容平台直播电商发展进程 36
表 9：2020 年下半年各大直播平台 KOL 带货 TOP15 排行（GMV 单位：亿） 38

表 10：淘宝直播 6-9 月 TOP15 店铺直播带货 GMV 规模（亿元） 39
表 11：店铺直播与达人直播的对比分析 39
表 12：部分省市和地区直播产业相关政策 40
表 13：代运营模式与经销模式对比 44
表 14：国内外知名品牌代运营商概览（品牌按照 2019 年十一月护肤品类排名） 45
表 15：头部代运营商业务模式比较（2019 年数据） 46
表 16：2020 年上半年天猫六星服务商及其覆盖的行业 47
表 17：国产新锐品牌创始团队背景总结 48
表 18：代运营孵化代表品牌 49
表 19：头部代运营商二级市场资本化状况 51
表 20：头部代运营商资本化状况（一级市场） 52
表 21：重点公司盈利预测 53

1、行情及业绩回顾

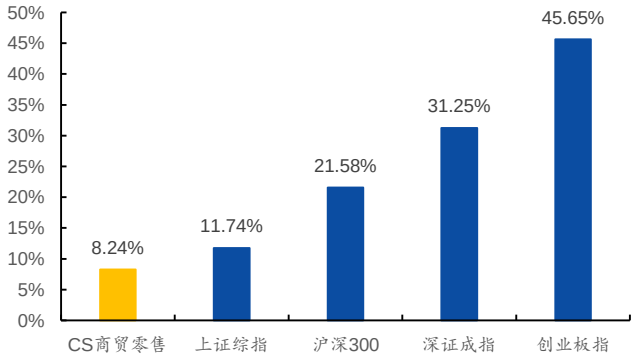
二三季度表现较好，全年未能跑赢大盘。年初至 2020 年 11 月 27 日，商贸零售行业（中信）涨幅 8.24%，其中二三季度表现较好，在 30 个行业中排第 19 位，跑输上证指数 3.51pct，跑输沪深 300 指数 13.35pct。

图 1：商贸零售行业（中信）与沪深 300 涨跌幅对比



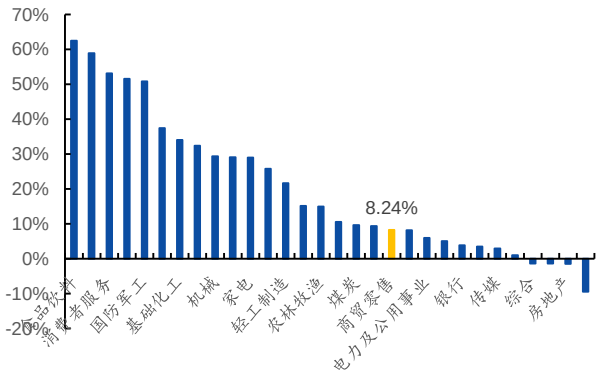
资料来源：wind，国元证券研究所

图 2：商贸零售行业指数和主要指数 2020 年涨跌幅



资料来源：wind，国元证券研究所

图 3：2020 中信一级行业涨跌幅对比

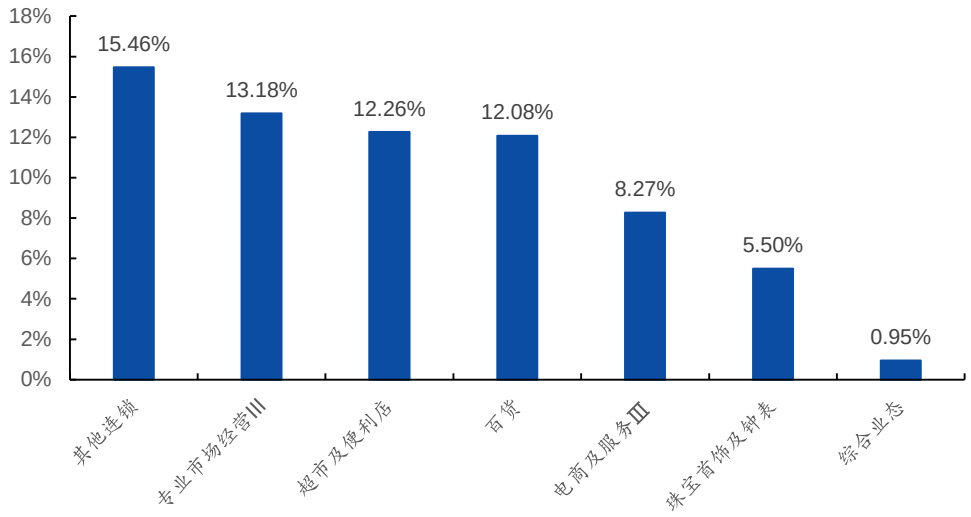


资料来源：wind，国元证券研究所

商贸零售各子版块均实现增长，其中百货、超市、垂直类目连锁经营商等板块增速均超 10%。各子版块中，其他连锁板块涨幅领先，年初至 11.27 日涨幅达 15.46%，其中酒类连锁表现较为亮眼；专业市场经营板块期内上涨 13.18%，受疫情影响，日用品批发业涨幅居前；超市及便利店板块上涨 12.26%，疫情期间必需消费品需求强劲，本地连锁超市获益较多；百货板块上涨 12.08%，其中免税概念股受疫情跨境出游停

滞影响涨幅较好；电商及服务板块上涨 8.27%，其中的电商代运营板块整体涨幅较大，但市值占比较高的苏宁易购下跌拉低板块收益率；珠宝首饰及钟表板块上涨 5.50%，主要由于板块线下销售占比较高受疫情影响较大，涨幅稍有落后；综合业态板块上涨 0.95%，板块内涨跌分化较大。

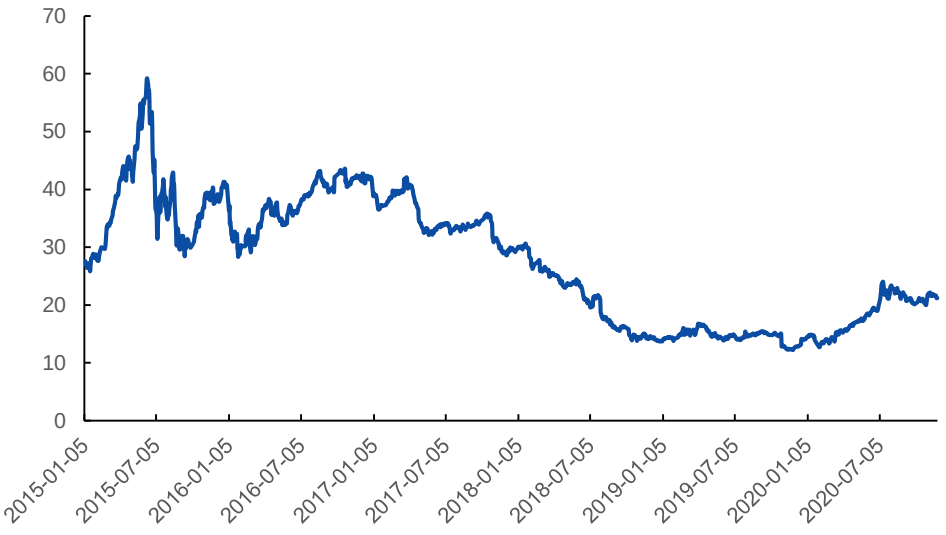
图 4：商贸零售（中信）三级子行业 2020 年涨跌幅对比



资料来源：wind，国元证券研究所

新冠疫情催化零售业转型，叠加疫后消费逐渐恢复，零售板块估值底部回升。截至 2020 年 11 月 27 日，商贸零售板块整体 PE（TTM 整体法 剔除负值）为 21 倍，新冠疫情加速了零售业态的数字化、线上化转型，提升零售效率，叠加疫后多重举措刺激消费，提振市场信心，商贸零售板块整体估值在 19 年末见底后开始修复回升。

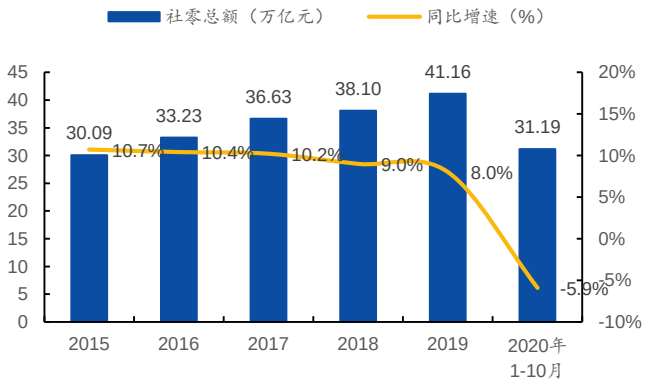
图 5：商贸零售板块 PE（TTM 整体法 剔除负值）



资料来源：wind，国元证券研究所

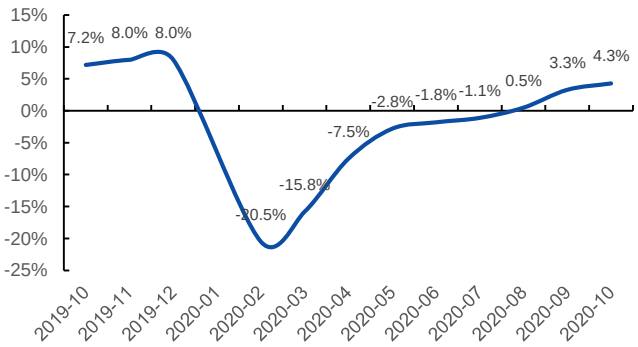
宏观层面，社会消费品零售总额在 2 月增速触底后稳步恢复，10 月当月同比增速恢复至 4.3%。2020 年 1-10 月，国内社会消费品零售总额 31.19 万亿，同比下降 5.9%。逐月来看，2 月受疫情影响社零总额增速触底，此后呈现稳步回升态势，8 月同比增速转正，10 月恢复至 4.3%。

图 6：社会消费品零售总额（万亿）及增速



资料来源：wind，国元证券研究所

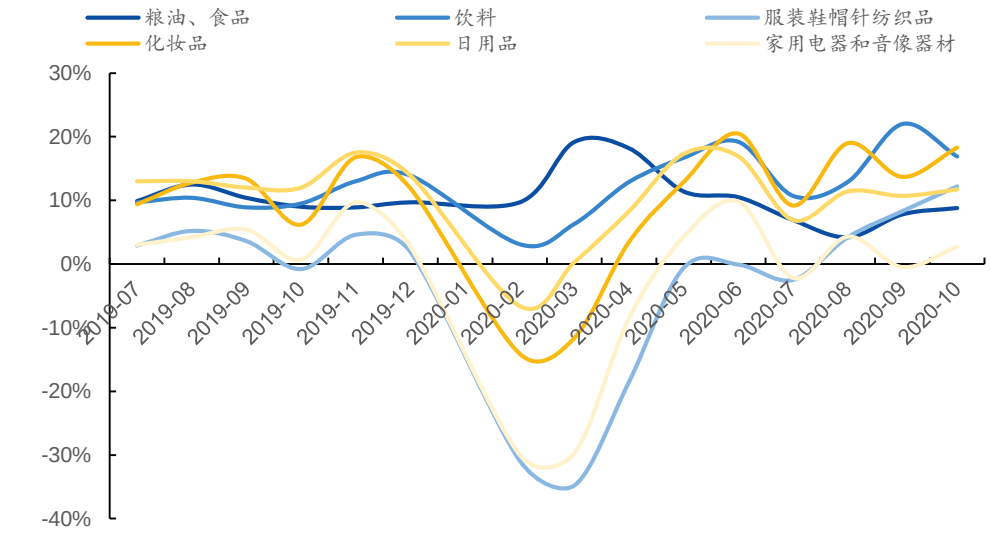
图 7：社会消费品零售总额当月同比增速（%）



资料来源：wind，国元证券研究所

必选消费增速回稳，可选消费强劲复苏。细分行业来看，粮油、食品类必选消费增速在 3 月达到年内峰值，主要由于疫情期间消费者囤货需求强劲而供给相对缺乏，推动食品价格上涨，此后疫情逐渐可控，食品类增速逐步回稳。可选消费受疫情影响均在 2、3 月出现显著下滑，增速达到谷底，但此后逐渐恢复，2020 年 10 月，化妆品、服装等可选消费者零售额增速分别达到 18.3%和 12.2%，较去年同期分别提升 12.1pct 和 13.0pct，可选消费需求逐渐得到释放。

图 8：限额以上消费品零售总额分行业当月同比增速（%）

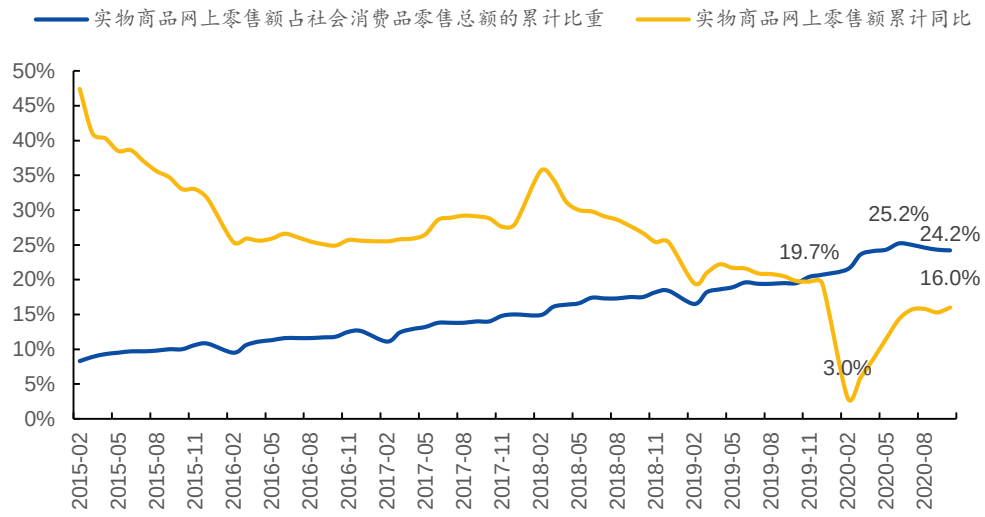


资料来源：wind，国元证券研究所

疫情加速线上零售渗透。2020 年 1-10 月实物商品网上零售额累计同比增长 16.0%，

占社零总额比重 24.2%，同比提升 4.7pct。2019 年年末，实物商品网上零售额占社零比重为 20.7%，疫情期间线下消费受阻，加速培养消费者线上购物习惯，疫后随着复工复产+物流能力恢复，网上零售额占比持续提升，6 月达到 25.2%，10 月回稳至 24.2%，较去年年同期上升 4.7pct，上一次获得 4.7%的渗透增长用了近两年时间（2017 年 11 月-2019 年 10 月）。

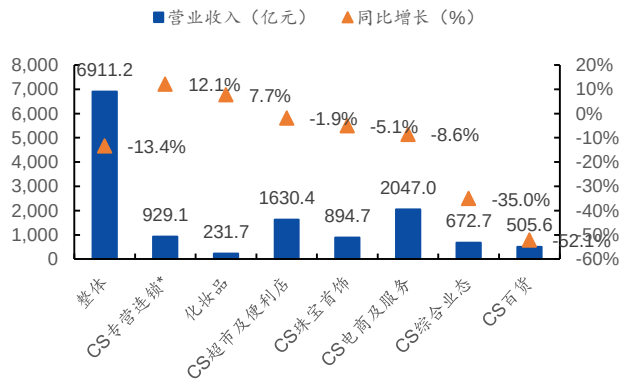
图 9：实物商品网上零售额累计占比及累计同比增速（%）



资料来源：wind，国元证券研究所

板块业绩方面，2020 年前三季度商贸零售板块受疫情冲击较大，营收与归母净利润分别同比下滑 13.4%与 50.2%。其中，专营连锁、化妆品、超市及便利店业绩增速较好，百货、综合业态、电商及服务、珠宝首饰板块不同程度下滑。具体看，**专营连锁板块**营收与归母净利润分别同比增长 12.1%与 33.0%，增速排名第一；**化妆品板块**营收与归母净利润分别同比增长 7.7%与 7.3%，维持良性增长，主要由于板块整体景气度较高，且电商渠道占比较高，受疫情影响程度较小；**超市及便利店板块（中信）**营收同比略有下降，但归母净利润同比增长 13.3%，主要受益于疫情期间消费者居家刚性消费较多，且门店促销减少、商品结构变化，拉动板块盈利能力提升；**珠宝首饰板块**营收略降，同比下滑 5.1%，归母净利润同比下降 7.6%；**百货、综合业态板块**受疫情影响较大，收入与利润均下滑较严重；**电商及服务板块**营收同比下滑 8.6%，净利润同比下滑 82.9%，主要受到营收规模较大的苏宁易购影响，剔除苏宁易购后板块营收同比增长 7.8%，归母净利润同比增长 4.0%。

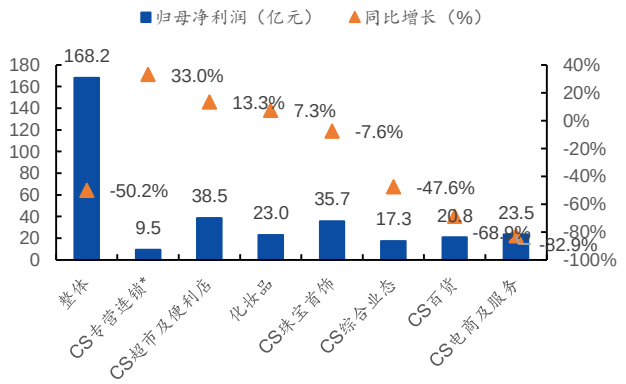
图 10：2020Q1-3 商贸零售子版块营收（亿）及增速



资料来源：wind，国元证券研究所

注：商贸零售板块在中信分类的基础上剔除了 ST 股票，CS 专营连锁*中剔除了黄金珠宝类股票

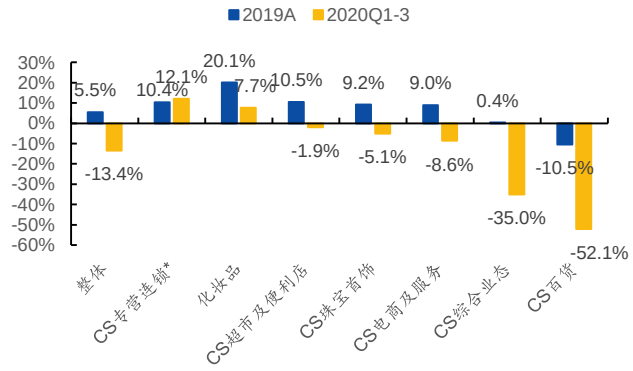
图 11：2020Q1-3 商贸零售子版块归母净利润（亿）及增速



资料来源：wind，国元证券研究所

注：商贸零售板块在中信分类的基础上剔除了 ST 股票，CS 专营连锁*中剔除了黄金珠宝类股票

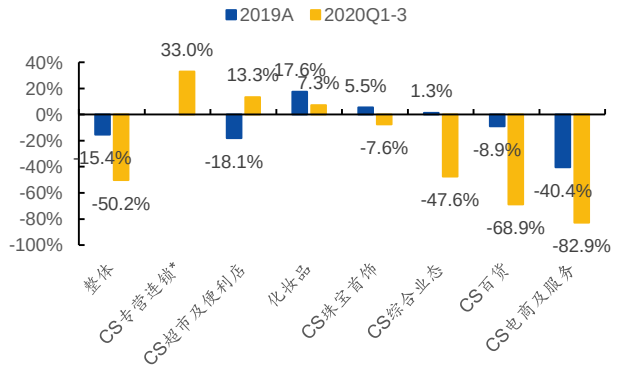
图 12：2019 和 2020Q1-3 板块营收增速对比



资料来源：wind，国元证券研究所

注：商贸零售板块在中信分类的基础上剔除了 ST 股票，CS 专营连锁*中剔除了黄金珠宝类股票

图 13：2019 和 2020Q1-3 板块归母净利润增速对比



资料来源：wind，国元证券研究所

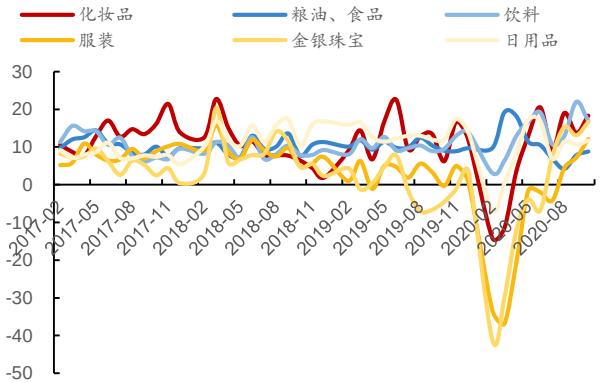
注：商贸零售板块在中信分类的基础上剔除了 ST 股票，CS 专营连锁*中剔除了黄金珠宝类股票

2、子行业—化妆品：新国货崛起，看好细分赛道

2.1 行业整体表现：景气度突出，线上渗透率持续提升

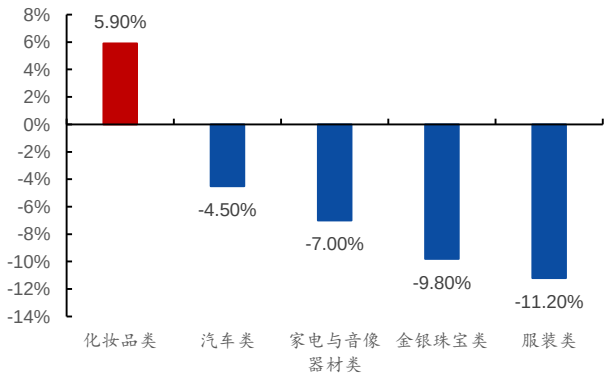
化妆品类景气度在各可选消费品类中突出，2020M1-10 化妆品零售额同比+5.90%。根据国家统计局限额以上批发和零售业零售额数据，自 2017 年 5 月起，我国化妆品消费额同比增速开始进入高位，增长显著快于食品粮油、饮料、烟酒、服装等消费品。2017-2019 年全年零售额累计同比增速分别达到 13.5%、9.6%、12.6%，高于限额以上商品零售总额 5.3pct、3.9pct、8.9pct，保持着较高的景气度。即使是 2020 年新冠疫情期间，化妆品消费也具备一定刚性，2020M1-10 化妆品零售额同比+5.90%，为主要可选消费品类中唯一正增长的类目。

图 14：2017 年起化妆品在各类主要消费者品中增速领先



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

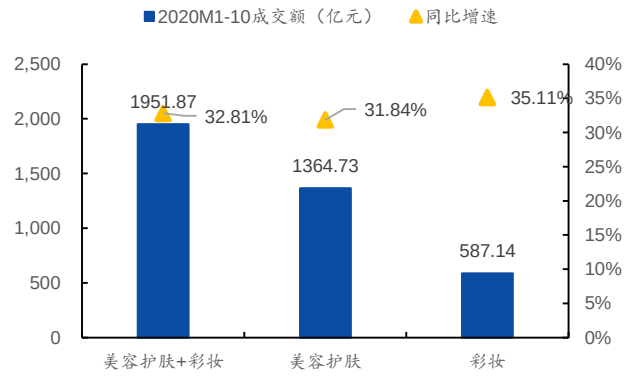
图 15：2020 年 1-10 月化妆品增速领跑可选消费品



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

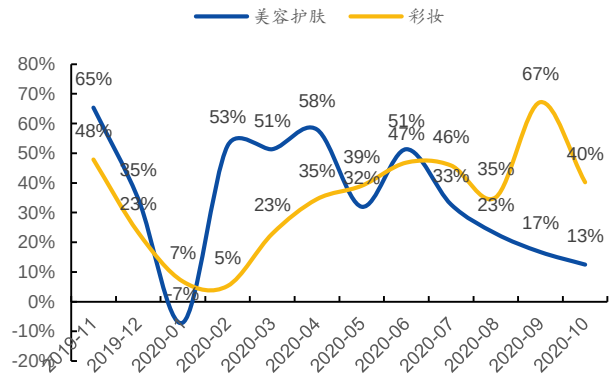
化妆品线上销售经历了 2020 年 1、2 月的低谷后，逐步恢复并持续高增长。根据爬虫数据，淘系平台美容护肤+彩妆类目 2020 年 1-10 月成交额同比增长 32.81%，其中护肤类目同比增长 31.84%，彩妆类目同比增长 35.11%。分月度来看，2020 年 1 月农历春节快递停运叠加新冠疫情爆发，美容护肤与彩妆类目增速均大幅下滑，此后 2-4 月护肤类目受益于线下销售向线上转移，连续 3 个月实现 50%+的增长，彩妆类目由于疫情导致外出减少，整体销售受到压制，至 4 月恢复至正常水平。此后 6 月受到 618 大促的拉动，美容护肤与彩妆类目同比增速均接近 50%，7-10 月美容护肤进入淡季，品牌方纷纷蓄力双十一致使行业增速呈现下滑态势，而彩妆类目从疫情中逐步恢复并持续高增长。

图 16：淘系平台美容护肤品类销售额及增长情况



资料来源：爬虫数据，国元证券研究所

图 17：淘系平台彩妆品类销售额及增长情况



资料来源：爬虫数据，国元证券研究所

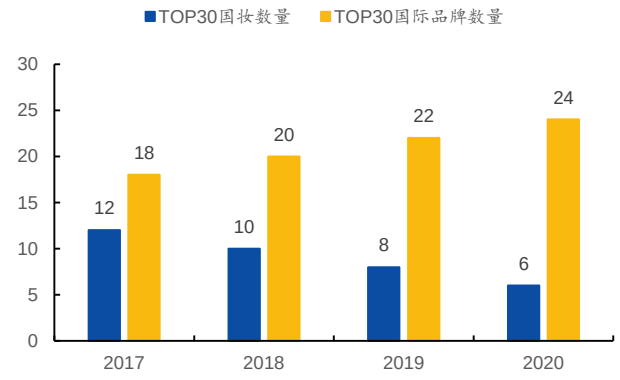
品牌层面，2020 年美容护肤类目中国际品牌线上销售优势显著，国产品牌中仅部分积极把握线上渠道红利的传统品牌及聚焦功能性护肤风口的新锐品牌表现亮眼。具体来看，2020 年双十一期间（11.1-11.11）天猫平台美容护肤类产品成交额 TOP30 中，国货品牌仅有薇诺娜、自然堂、HFP、珀莱雅、百雀羚、玉泽六大品牌入局，其中仅薇诺娜进入前十（排名第九），品牌数量与国际品牌相比存在很大差距。追溯过往天猫平台双十一美容护肤销售额 Top30 榜单，2017-2020 年国际品牌数量逐年上升，国货品牌数量逐年下降，仅有自然堂、珀莱雅、百雀羚 3 个传统国货品牌以及 HFP、薇诺娜 2 个新锐品牌稳居 Top30，部分未能成功转型的传统国货、以及品牌力相对较弱的淘品牌在线上渠道的竞争力逐渐下降。

表 1：历年双十一美容护肤成交额 TOP30 店铺

2020 年双十一成交额 TOP30		2019 年双十一成交额 TOP30		2018 年双十一成交额 TOP30		2017 年双十一成交额 TOP30	
雅诗兰黛	芙丽芳丝	欧莱雅	HR 赫莲娜	olay	后	百雀羚	御泥坊
欧莱雅	自然堂	兰蔻	科颜氏	兰蔻	天猫超市	SK-II	佰草集
兰蔻	法国娇韵诗	雅诗兰黛	天猫超市	SK-II	雪花秀	自然堂	伊丽莎白雅顿
后	黛珂	olay	innisfree	雅诗兰黛	innisfree	olay	阿芙
olay	肌肤之钥	SK-II	WIS	欧莱雅	科颜氏	兰蔻	海蓝之谜
SK-II	希思黎	百雀羚	芙丽芳丝	百雀羚	芙丽芳丝	雅诗兰黛	后
雪花秀	HomeFacialPro	自然堂	阿芙	HomeFacialPro	膜法世家	一叶子	韩后
资生堂	怡丽丝尔	后	珀莱雅	自然堂	法国娇韵诗	欧莱雅	倩碧
薇诺娜	珀莱雅	薇诺娜	娇兰	薇诺娜	倩碧	天猫国际进口超市	雪花秀
海蓝之谜	百雀羚	修丽可	法国娇韵诗	WIS	HR 赫莲娜	膜法世家	欧珀莱
科颜氏	倩碧	HomeFacialPro	黛珂	一叶子	佰草集	HomeFacialPro	珀莱雅
修丽可	欧舒丹	海蓝之谜	欧舒丹	珀莱雅	黛珂	薇诺娜	韩束
HR 赫莲娜	ipsa	伊丽莎白雅顿	辛选 用心选	海蓝之谜	修丽可	innisfree	兰芝
伊丽莎白雅顿	理肤泉	资生堂	希思黎	伊丽莎白雅顿	韩束	资生堂	科颜氏
娇兰	玉泽	雪花秀	怡丽丝尔	资生堂	欧珀莱	天猫超市	MARTIDERM

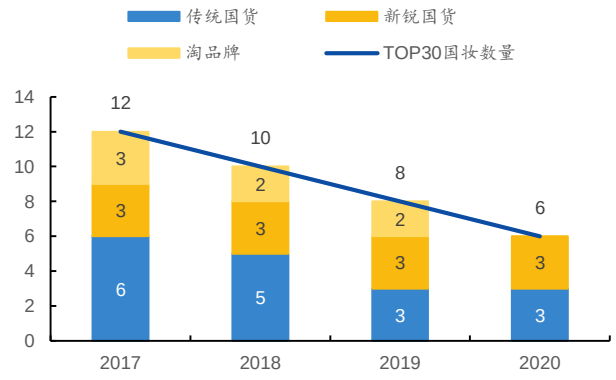
资料来源：爬虫数据，国元证券研究所（注：蓝色底色为国际品牌，黄色底色为线下渠道较强的传统国货品牌，橙色底色为以线上渠道为主的新锐国货品牌）

图 18：天猫双十一护肤类目销售额 TOP30 品牌分布



资料来源：爬虫数据，国元证券研究所

图 19：天猫双十一护肤类目销售额 TOP30 国货品牌分布



资料来源：爬虫数据，国元证券研究所（此处将御泥坊、阿芙、膜法世家、WIS 等归类为淘品牌；将薇诺娜、HFP、玉泽、一叶子等归类为新锐品牌）

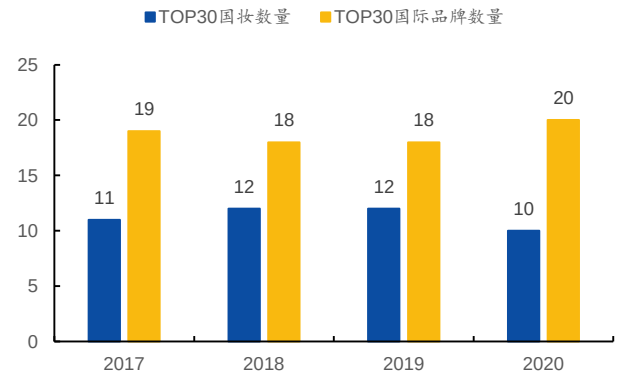
彩妆类目中，虽然进入 TOP30 的国货彩妆品牌数量近几年略有减少，但以完美日记、花西子为代表的新锐国货品牌势头迅猛，超越国际品牌登顶天猫双十一成交额榜。2020 年双十一期间（11.1-11.11）天猫平台彩妆类产品成交额 TOP30 中，新锐国货品牌表现突出，完美日记与花西子力压众多国际大牌分别获得第一、第二名。此外 Colorkey、小奥汀、红地球等品牌也表现突出，均跻身前 20 名。值得关注的是，传统国货品牌珀莱雅的彩妆产品总销售额排名达到彩妆类目第 30 名，跨类目成绩显著。对比过往天猫平台双十一美容护肤销售额 Top30 榜单，2017-2020 年国货彩妆品牌数量变化不大，但其中的格局发生剧烈变化，过往具备强大线下基因的彩妆品牌玛丽黛佳、卡姿兰近几年排名下滑，而 2016 年以后才创立/发力的新锐国货彩妆品牌表现突出，多通过大单品策略在线上实现爆发式成长。

表 2：历年双十一彩妆成交额 TOP30 店铺

2020 年双十一成交额 TOP30		2019 年双十一成交额 TOP30		2018 年双十一成交额 TOP30		2017 年双十一成交额 TOP30	
完美日记	汤姆福特	完美日记	橘朵	魅可	透蜜	魅可	苏菲娜
花西子	红地球	魅可	兰芝	完美日记	兰芝	美宝莲	健美创研
魅可	香奈儿	雅诗兰黛	Colorkey	雅诗兰黛	欧莱雅	玛丽黛佳	美康粉黛
3CE	植村秀	花西子	肌肤之钥	美宝莲	苏菲娜	兰蔻	珀莱雅
兰蔻	AEKYUNG	兰蔻	苏菲娜	稚优泉	健美创研	雅诗兰黛	The Face Shop
雅诗兰黛	苏菲娜	阿玛尼	悦诗风吟	圣罗兰	RealTechniques	悦诗风吟	雪花秀
圣罗兰	橘朵	纪梵希	卡姿兰	纪梵希	自然堂	卡姿兰	阿芙
阿玛尼	NARS	美宝莲	芭比波朗	阿玛尼	蜜丝佛陀	稚优泉	棉森
纪梵希	芭比波朗	圣罗兰	美康粉黛	兰蔻	芭比波朗	自然堂	兰瑟
迪奥	纽西之谜	3CE	欧莱雅	玛丽黛佳	安美	兰芝	肌肤之钥
美宝莲	稚优泉	滋色	植村秀	滋色	透真	蜜丝佛陀	姬芮
Colorkey	卡姿兰	稚优泉	自然堂	美康粉黛	姬芮	伊蒂之屋	得鲜
小奥汀	祖玛珑	汤姆福特	健美创研	悦诗风吟	Vnk	欧莱雅	Barpa
肌肤之钥	娇兰	红地球	玛丽黛佳	卡姿兰	棉森	RealTechniques	露华浓
玫珂菲	珀莱雅	AEKYUNG	玫珂菲	谜尚	雪花秀	芭比波朗	安美

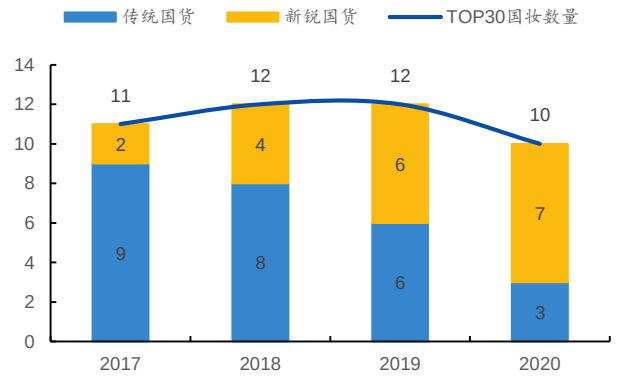
资料来源：爬虫数据，国元证券研究所（注：蓝色底色为国际品牌，黄色底色为线下渠道较强的传统国货品牌，橙色底色为以线上渠道为主的新锐国货品牌）

图 20：天猫双十一彩妆类目销售额 TOP30 品牌分布



资料来源：爬虫数据，国元证券研究所

图 21：天猫双十一彩妆类目销售额 TOP30 国货品牌分布



资料来源：爬虫数据，国元证券研究所

渠道侧，疫情驱使品牌线上化加速，传统线下渠道占比高的品牌积极调整。2020 年上半年新冠疫情导致消费者外出购物大幅减少，抑制线下各渠道消费，尤其是百货、CS、单品牌店等传统线下渠道均受到严重冲击，倒逼过往聚焦线下销售的品牌加快线上化进程。从主要上市公司分渠道增长情况来看，珀莱雅、上海家化、丸美股份 2020 年 Q1-Q3 在线上渠道均维持中高速增长，其中珀莱雅增速最快，达到+40%左右，上海家化线上增长约+25%，丸美股份增长约+19%，其中线上自营增速通常快于线上分销增速，多数品牌仍然倾向于将重点放在直营渠道的建设上。但以华熙生物旗下品牌米蓓尔为代表的部分品牌，也注重淘系分销渠道的建设，根据爬虫数据，其淘系分销与天猫旗舰店销售的比例大约达到 4:6。线下渠道方面，各公司前三季度跌幅均在 20%以上，二、三季度虽然已处于逐步恢复的过程中，但仍未恢复至疫情前水平。不少品牌也因此对线下渠道策略做出调整，如上海家化旗下佰草集主动进行百货缩编，前三季度优化百货柜台 200+；珀莱雅暂时放缓百货专柜拓展进度。

表 3：2020 年主要上市公司分渠道表现

分渠道增速	珀莱雅（2020 半年报情况）	丸美股份（2020 年 Q1-Q3 情况）	上海家化（2020 年 Q1-Q3 情况）
线上	**+43.85%**	**+18.55%**	**+25%**
线上自营	+60.55%	+38.22%	
线上分销	+28.88%	+11.17%	
线下	**-29.69%**	**-24.82%**	
线下百货		-34%	-50%以上
线下 CS	-34.95%	-26%	-20%以上
线下商超	-30%以上		-1%
线下单品牌店	-30%以上		
线下美容院		-2%	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

私域流量运营越来越被品牌方所重视，微信小程序/公众号成为私域流量最主要的承接平台。私域流量主要指可反复触达、低成本运营、相对安全可控的流量。广告主从

公域平台获得流量后，为放大这部分用户的价值，将用户沉淀在私域，再通过多样化的运营与触达引导复购，同时中台应用数据分析提取用户画像，据此进行精准投放，实现流量的裂变，形成流量运营的闭环。在公域流量成本攀升、私域人群需求多样化、数据资产在品牌打造全流程重要度提升的大背景下，私域流量的汇集与运营价值凸显。品牌方多通过线上+线下引流的方式，将消费者导入基于微信平台的会员系统/微信群中，并通过发放优惠券、线上客服等方式进行反复触达。

图 22：商家视角的私域用户引入与运营模型（AARRR 模型）



资料来源：有赞，国元证券研究所

以彩妆品牌完美日记为例，品牌通过产品附带的二维码作为流量入口，利用微信群与个人客服号构建私域流量运营体系，实现了深度消费者沟通。消费者在完美日记首次完成购买后会收到附带的红包卡，引导客户关注完美日记公众号和个人客服“小完子”，品牌方仅需花费 1-2 元红包即可获得一个公众号粉丝、一个个人号好友、一个群成员。完美日记的个人号“小完子”是有独立人设的美妆顾问，她的朋友圈会发美妆教程、素颜自拍、产品图片，同时为客户解答疑问，分享优惠。环环相扣的私域流量运营，使得品牌方对每个粉丝都实现了深度触达，在提升复购率的同时，帮助完美日记塑造了品牌的人格化魅力。

图 23：完美日记私域流量运营体系

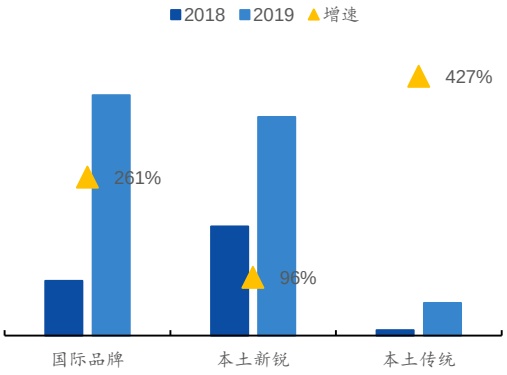


快递携带红包卡　关注公众号后推送个人号　个人号发送小程序码及入群邀请　扫码领红包　个人号小完子的朋友圈人设塑造

资料来源：增长黑盒 Growthbox，国元证券研究所

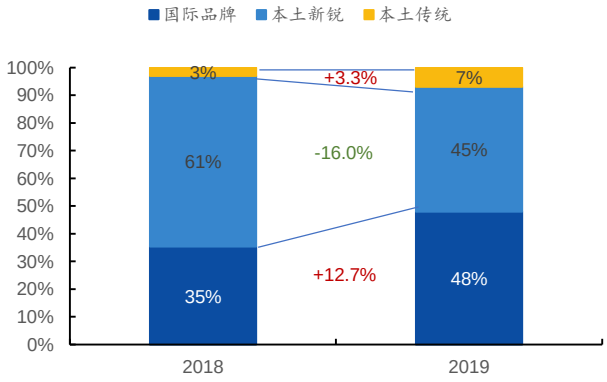
营销侧，短视频成为更加有效的营销投放媒介，此外直播电商、网红带货成为美妆品类重要的营销+销售渠道，而超头主播的资源成稀缺资源。互联网“新旧更迭”，新平台崛起通常可带来流量红利，同时形成与传统平台间的流量成本势能差，这种势能差使品牌得以借渠道之风快速崛起。2018 年以来，以抖音、快手为代表的短视频平台开始加速商业化，成为新兴红利营销媒介，2020 年抖音、快手的 DAU 分别突破 6 亿与 3 亿，成为最普及的内容平台之一，各大美妆品牌纷纷入局，加大在核心短视频平台的投放。2019 年，抖音美妆品牌年度关注量较 2018 年增长了 166%，其中国际品牌与本土传统品牌增长更明显，内容播放量同比增速分别达到 261%与 427%，份额分别提升 12.7%与 3.3%，本土新锐品牌经历了 2018 年爆发增长后基数较大，2019 年增速开始回归，但也实现了+96%的快速增长。

图 24：抖音美妆品牌内容播放量及涨幅



资料来源：巨量算数，国元证券研究所

图 25：抖音美妆品牌内容播放量份额变化

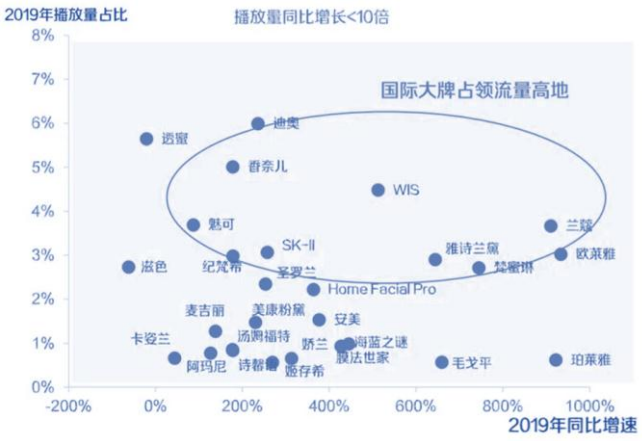


资料来源：巨量算数，国元证券研究所

国际大牌逐渐占领抖音流量高地，本土品牌抢夺流量增长。2019 年抖音美妆关注度排名方面，播放量占比居前的品牌以国际大牌居多，香奈儿、SK-II、MAC、雅诗兰黛、兰蔻等品牌占据着流量高地；而本土品牌则呈现爆发式增长，其中阿芙、花西子、

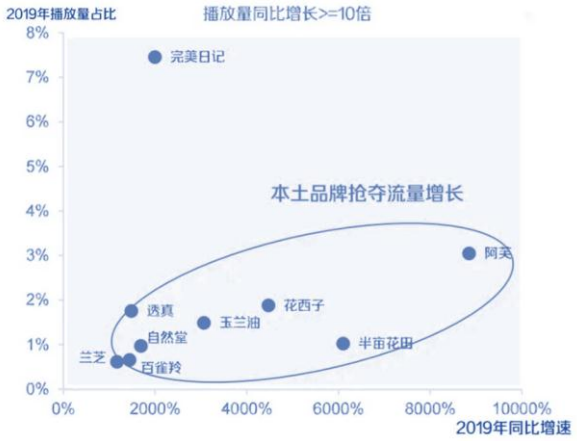
半亩花田、透真、完美日记等都涨势迅猛。

图 26：2019 年抖音美妆品牌关注度矩阵 1



资料来源：巨量算数，国元证券研究所

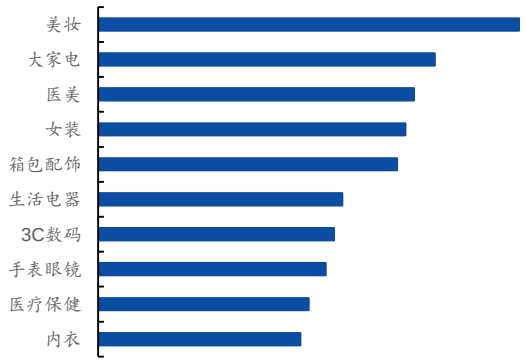
图 27：2019 年抖音美妆品牌关注度矩阵 2



资料来源：巨量算数，国元证券研究所

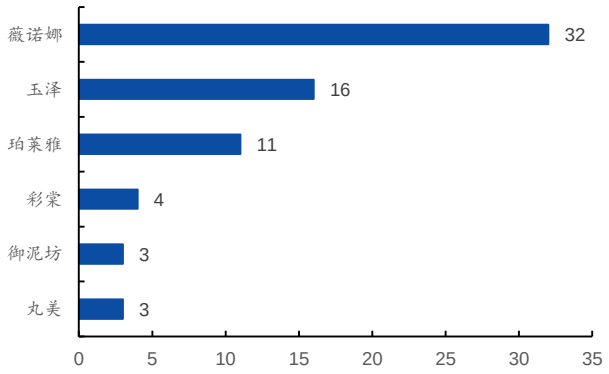
各大品牌纷纷加码电商直播，美妆品类直播渗透率居前。直播电商自 2018 年起逐渐放量，2019 年直播电商整体市场规模达到 4338 亿元，同比增长 210%，根据毕马威与阿里研究院的预测，2020 年直播电商行业规模有望突破万亿，同比增速预计可达为 142%。美妆类目因高毛利、高购买频次、依赖 KOL 种草等特性，天然适合直播销售，2020 年“618”期间美妆类目淘宝直播渗透率在各品类中位居 TOP1。各美妆品牌也纷纷把握行业趋势，加大在电商直播上的投入。据统计，2020 年 1-10 月，薇诺娜、玉泽、珀莱雅、彩棠、御泥坊、丸美分别在两大超头直播间（薇娅&李佳琦）中销售过 32、16、11、4、3、3 次，其中薇诺娜、玉泽、彩棠与头部主播建立了定期直播销售关系，珀莱雅、丸美多选择在大促时期，或新品推出时期进行直播间投放。

图 28：天猫“618”淘宝直播各品类渗透率 TOP10



资料来源：毕马威，阿里研究院，国元证券研究所

图 29：各品牌薇娅、李佳琦直播次数（2020M1-10）



资料来源：淘宝直播，李佳琦公众号，薇娅公众号，国元证券研究所

2.2 细分板块：聚焦皮肤学级及彩妆赛道

从近几年美妆品牌格局变化来看，美容护肤类目中，国货品牌在功能性护肤品，尤其是专业度更高的皮肤学级护肤品板块势头迅猛，薇诺娜、HomefacialPro、玉泽等多个品牌脱颖而出，其中薇诺娜成为了中国皮肤学级护肤品的龙头，市占率超20%。而彩妆类目中，国货品牌依靠极致性价比、中国风文化等差异化切入点打开市场，通过互联网化的运营，及对市场的快速反馈赢得消费者青睐，两大品牌完美日记、花西子在电商平台上均超越国际品牌，成为彩妆类目 TOP2。我们认为，皮肤学级护肤品具有高功效、高壁垒、高复购的特性，且行业增速快、集中度高，头部品牌有望充分享受行业成长红利，保持强者恒强。彩妆类目中，中国具备成熟的供应链体系，而国货品牌对互联网流量的发掘与运营更加擅长、对行业趋势的反应速度也更快，我们看好国货品牌在彩妆赛道上持续快速发展。

2.2.1 皮肤学级护肤品：高功效高壁垒高复购，国货品牌竞争格局优

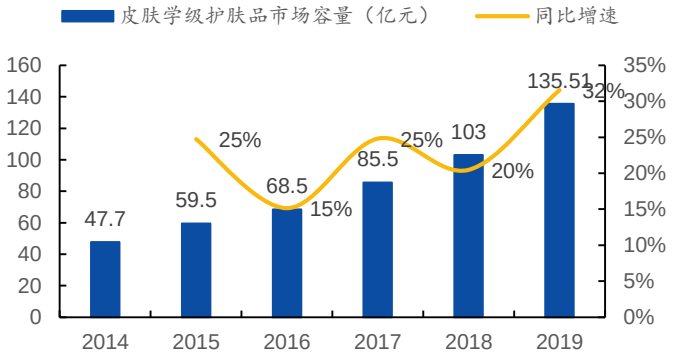
近年来功能性护肤品市场快速崛起，其中细分的皮肤学级护肤品 2019 年增速高达32%。功能性护肤品在中国暂无官方定义，在实际使用中通常指两类产品，一类是有效应对敏感肌、痘痘肌等特定肌肤问题的皮肤学级护肤品，通常成分精简、经临床验证，代表品牌包括雅漾、薇姿、理肤泉、薇诺娜、玉泽等；另一类是以强功能性的化学成分为主打，针对保湿、美白、抗衰等某种强功能诉求的护肤品，代表品牌包括润百颜、夸迪、HFP 等。根据欧睿的定义，皮肤学级护肤品为通过结合化妆品产品和皮肤病学产品的特性来促进皮肤健康、美丽的产品，这些产品适用于敏感性肌肤，且有权威专家、机构或临床试验证明对某些皮肤问题具备功效性（如痤疮、红肿、湿疹、脂溢性皮炎），此外在包装上也通常符合医药产品外观，在渠道上多通过药店进行分销。2019 年中国皮肤学级市场规模达到 135.51 亿元，2014-2019 年均复合增长率 23.2%，增速远高于化妆品行业的整体增速。

图 30：功能性护肤品分类及其中主要玩家



资料来源：国元证券研究所

图 31：中国皮肤学级护肤品市场规模及增速

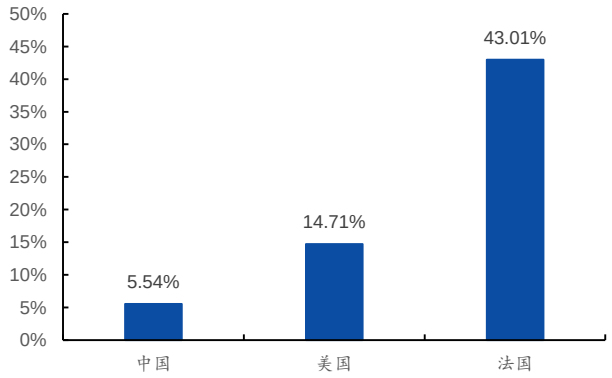


资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

皮肤学级护肤品类目前市场渗透度低，但业内品牌通常需要医药学背景做背书，行业进入门槛高，头部品牌集中度较高。若用“皮肤学级护肤品市场规模/护肤品市场规模”来计算皮肤学级护肤市场渗透率，当前中国处于较低水平，仅为 5.54%，而美国、法国渗透水平均较高，其中雅漾、理肤泉的发源地法国这一比例高达 43.01%。

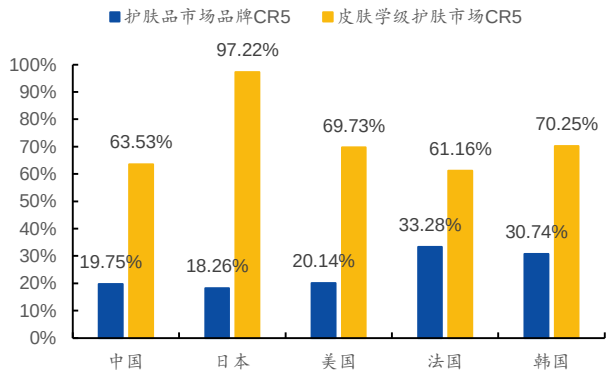
横向对比中国、日本、美国、法国护肤市场，护肤品大类的 CR5 市占率通常在 20-35%，而皮肤学级护肤市场 CR5 市占率通常超 60%，且 TOP1 品牌市占率通常超 20%，集中度显著较高。

图 32：2019 年皮肤学级护肤品市场规模/护肤品市场规模（渗透率）



资料来源：国元证券研究所

图 33：护肤品市场 CR5 市占率与皮肤学级护肤市场 CR5 市占率



资料来源：国元证券研究所

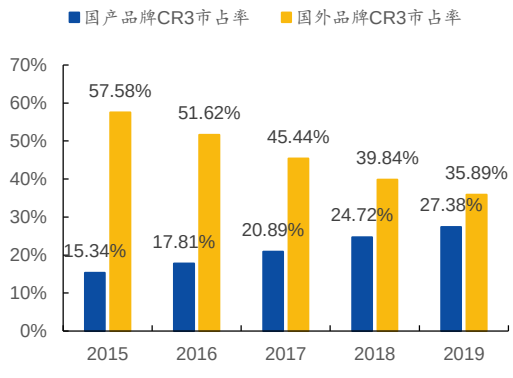
近几年以薇诺娜、玉泽为代表的国产皮肤学级品牌强势崛起，国际头部品牌市占率逐年下滑。2016 年以前 TOP3 功能性护肤品牌由雅漾、理肤泉和薇姿三大国际品牌包揽，CR3 总体市占率超 50%。2017 年起，国产品牌薇诺娜迅速崛起，以 13.08%的市占率超越薇姿、理肤泉，成为第二名，打破了国外品牌主导的市场格局。后续的两年中，薇诺娜市占率稳步提升，至 2019 年超过雅漾升至第一，市占率达 20.54%。从国产品牌 CR3 与国际品牌 CR3 市占率变化来看，国产品牌份额快速提升，国际品牌逐年下滑。

图 34：中国 TOP15 功能性护肤品牌市占率及变化趋势

品牌名称	2015	2016	2017	2018	2019	变化趋势
薇诺娜	6.76%	10.34%	13.08%	17.04%	20.54%	
雅漾	27.84%	25.25%	22.30%	18.22%	14.47%	
理肤泉	13.07%	13.04%	12.52%	12.21%	12.49%	
贝德玛	3.60%	6.83%	9.28%	9.41%	8.93%	
薇姿	16.67%	13.32%	10.63%	9.08%	7.10%	
芙丽芳丝	5.62%	5.32%	5.89%	6.36%	6.31%	
怡思丁	0.99%	1.34%	1.93%	3.02%	5.21%	
修丽可	-	1.22%	1.45%	2.28%	4.63%	
艾维诺	-	0.83%	1.70%	3.05%	4.23%	
比度克	6.99%	5.32%	5.29%	4.87%	4.01%	
施巴	6.68%	6.07%	5.32%	4.71%	3.79%	
丝塔芙	-	-	-	-	3.10%	
玉泽	1.59%	2.15%	2.52%	2.81%	2.83%	
欧缇丽	1.72%	2.01%	2.29%	1.96%	1.65%	

资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 35：国产与国际皮肤学级护肤品牌 CR3



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

头部皮肤学级护肤品品牌均具备坚实的医药类或皮肤科背景，进入门槛较高，预计行业头部格局将趋于稳定。中国头部皮肤学级护肤品牌包括薇诺娜、雅漾、理肤泉、薇姿、修丽可、玉泽等，其中国货品牌仅有薇诺娜、玉泽，薇诺娜最早为滇虹药业联合昆明植物所、昆明医药大学开发的项目，且创始团队具备强大的皮肤科医疗背景；

玉泽产品为上海家化与瑞金医院、华山医院等上海知名医院共同合作研发所得。这类医院、皮肤科背景的可复制性较低，且产品需要较长的开发周期与临床实验，新进入者较难在短时间内涌现，因此头部品牌格局预计将趋于稳定。

总体来看，皮肤学级护肤品市场具有高增长、高壁垒、高行业集中度的特性，我们看好已具备一定体量跟名声的国货头部品牌薇诺娜、玉泽。

表 4：典型功能性护肤品牌情况

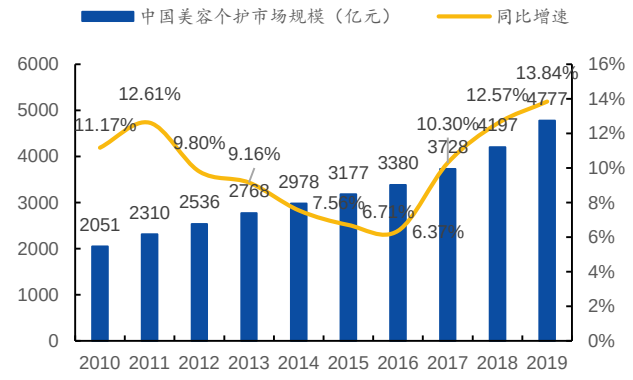
品牌名称	所属公司	创立背景	渠道分布	核心产品	2019 品牌中国地区销售规模
薇诺娜	贝泰妮	2004 年滇虹药业联合昆明植物所、昆明医药大学立项孵化的主要针对敏感肌的品牌。	以电商、药店（OTC）渠道为主，2020 年 6 月起进驻屈臣氏	舒缓保湿特护霜	27.84 亿元
雅漾	皮尔法伯集团	1875 年皮尔法伯对雅漾活泉进行全面的皮肤科学研究。	以电商、百货、屈臣氏为主	雅漾舒缓特护保湿霜	19.61 亿元
理肤泉	欧莱雅集团	1975 年化学家 Rene Levayer 建立实验室，研发富含理肤泉温泉水的皮肤科辅助治疗产品。	以电商、百货、屈臣氏为主，近期撤出药房	理肤泉 B5 修复面霜	16.93 亿元
薇姿	欧莱雅集团	1931 年美容学家 GUERIN 和 VICHY 温泉治疗中心皮肤医生 HALLER 博士共同创立薇姿健康护肤产品。	以电商、药店、屈臣氏为主，近期从百货撤出返回药房渠道	薇姿 89 火山能量瓶	9.62 亿元
修丽可	欧莱雅集团	1989 年美国杜克大学首席皮肤科主任 Sheldon Pinnell 教授发现精纯左旋维 C 的配方参数，被授予杜克抗氧化专利。	以电商、百货、专业诊所（美容诊所）等为主	修丽可色修精华	6.27 亿元
玉泽	上海家化	2003 年上海家化与瑞金医院合作共同研究解决因皮肤屏障受损引起的肌肤屏障问题	以电商、药店、屈臣氏渠道为主	玉泽屏障修复面霜	3.83 亿元

资料来源：品牌官网，Euromonitor，国元证券研究所

2.2.2 彩妆：行业处于扩容期，热点快速更迭利好国货品牌

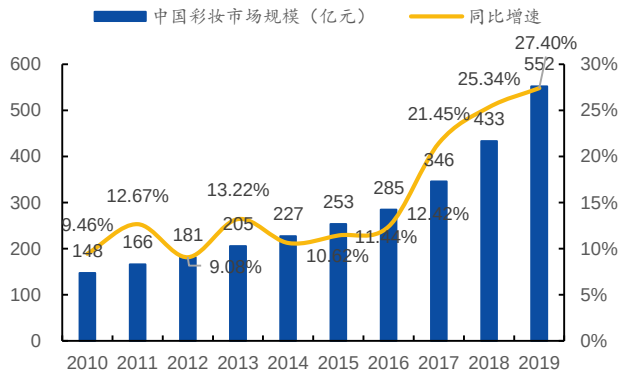
2017 年以来中国彩妆市场进入快速发展期，2017-2019 年 CAGR 高达 26.4%。2019 年中国美容个护市场规模为 4777 亿元，同比增长 13.8%，同年彩妆市场规模为 552 亿元，占美容个护市场规模的比例为 11.55%，同比增长 27.40%，增速显著快于美容个护大盘。2017 年起彩妆类目增长开始提速，主要由于：1）彩妆目标群体不断扩容，在 90 后、00 后年轻人群中的渗透率越来越高；2）化妆步数增加，消费者的彩妆品类配货越来越全面；3）社交媒体、短视频、直播等“可视化”强的媒介兴起，有利于彩妆产品的传播与“种草”，此外电商体系的成熟，也为新锐彩妆品牌的崛起奠定了基础，在多方因素的驱动下，彩妆市场步入高增长期，且增速逐年提升。

图 36：中国美容个护市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

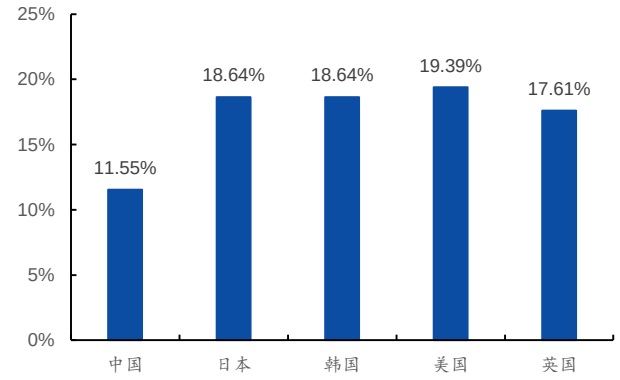
图 37：中国彩妆市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

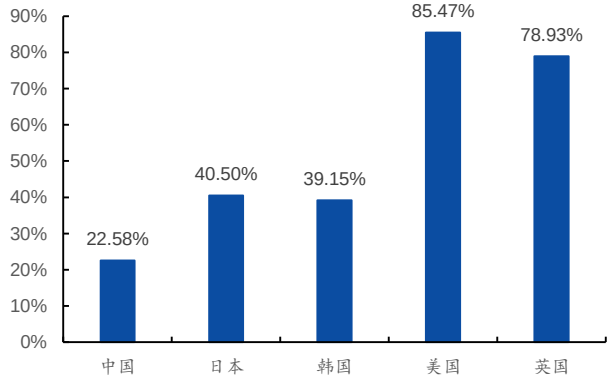
与美妆类目成熟的国家相比，中国目前彩妆品类渗透率仍处于低位，未来成长空间大。2019 年中国彩妆市场在整体美容个护市场的渗透率仅为 11.55%，对标美国、英国、日本、韩国等美容护肤市场相对成熟的国家，这一渗透率基本在 18%左右，显著高于中国当前水平。若将彩妆与护肤市场相比，中国目前彩妆市场规模不到护肤市场规模的 1/4，而亚洲邻国日本、韩国这一比例均在 40%左右，欧美国家这一比例更高，美国、英国彩妆市场规模分别为护肤市场规模的 85%与 79%。整体看，中国彩妆市场仍处于扩容期，距离成熟市场还有广阔空间，未来几年增长潜力与成长空间仍然很大。

图 38：2019 年彩妆市场规模/美容个护市场规模



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 39：2019 年彩妆市场规模/护肤市场规模



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

竞争格局上，2010-2019 年中国彩妆行业头部品牌集中度呈下降态势，以完美日记为代表的新锐国货彩妆品牌异军突起。自 2010 年以来，中国彩妆市场始终由国际品牌领衔，美宝莲与欧莱雅两大品牌十分强势。2013 年以来，头部品牌集中度开始呈下降趋势，CR5 市占率由 2012 年的 44.4%下降至 2019 年的 31.0%，其中传统大众品牌美宝莲、欧莱雅市场份额下滑明显。在此期间，一方面高端国际彩妆品牌迪奥、YSL、MAC 增长迅速；另一方面，自 2018 年起，以完美日记为代表的新锐国货品牌崛起迅速，至 2019 年，完美日记已升至彩妆类目第 6 名。2020 年线上渠道持续高

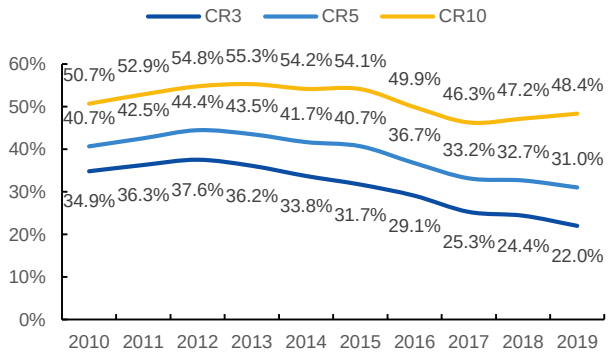
增长，叠加线下受新冠疫情影响严重，以美宝莲为代表的传统国际彩妆品牌开始撤柜百货渠道，而以花西子、完美日记、colorkey 为代表的一波新锐国货品牌陆续崭露头角，预计国货新锐彩妆品牌未来有望在中国彩妆市场占据更重要的地位。

图 40：2015-2019 年中国彩妆品类 TOP10 品牌

2015	2016	2017	2018	2019
美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲	美宝莲
欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	迪奥
卡姿兰	卡姿兰	迪奥	迪奥	欧莱雅
梦妆	梦妆	卡姿兰	圣罗兰	圣罗兰
蜜丝佛陀	迪奥	梦妆	卡姿兰	魅可
迪奥	蜜丝佛陀	蜜丝佛陀	魅可	完美日记
玫琳凯	韩束	悦诗风吟	兰蔻	阿玛尼
韩束	悦诗风吟	兰蔻	香奈儿	兰蔻
香奈儿	玫琳凯	香奈儿	梦妆	卡姿兰
玛丽黛佳	玛丽黛佳	玛丽黛佳	悦诗风吟	香奈儿

资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

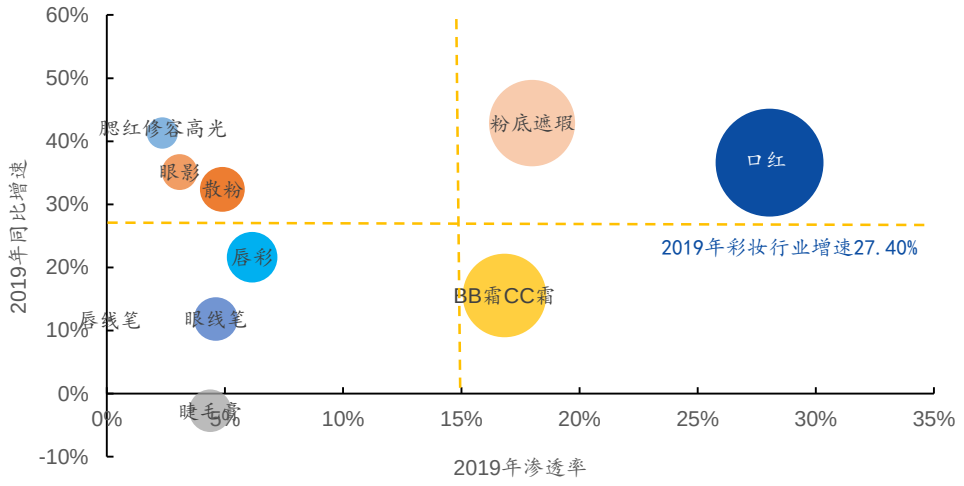
图 41：中国彩妆品牌 CR3、CR5、CR10 市占率



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

分品类看，在中国，口红、粉底遮瑕产品是彩妆行业的明星细分品类，二者合计约占彩妆市场一半的份额；散粉、眼影和腮红修容高光等品类增速快，发展潜力大。将彩妆品类进行细分，可分为面部彩妆、唇部彩妆、眼部彩妆及美甲产品等大类，其中面部彩妆与唇部彩妆为彩妆市场最重要的组成部分，2019 年二者分别占彩妆类目的比例达到 47.44%与 34.31%。进一步细分，唇部产品中的口红、面部产品中的粉底遮瑕类产品为彩妆板块中的明星产品，具有高渗透率+高增速的特性，2019 年口红类目占比达到 28.05%，同比增速高达 36.61%；粉底遮瑕类目占比 17.99%，增速高达 42.86%。值得关注的是，面部产品中的 BB 霜和 CC 霜为 2008 年起新兴起的底妆品类，在经过 2009-2013 年的高增长后，增速逐渐趋缓，目前品类规模与粉底遮瑕类接近，但 2019 年增速仅为 15.55%。此外，散粉、眼影、腮红修容高光三大细分品类目前规模虽然有限，但在 2019 年均实现了超 30%的快速增长，为高潜力品类。

图 42：彩妆二级细分品类规模及增长气泡图（图中数据均为 2019 年口径）



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

头部品牌在口红、粉底遮瑕等明星品类中占据优势，新锐品牌多聚焦眼影、散粉、腮红、修容、高光等高增速高潜力品类。对比中国彩妆市场中的传统强势品牌与新锐国货品牌，传统强势品牌多为国际品牌，均有超过 30 年的历史，多聚焦口红、粉底等规模大、高需求的品类；而国货新锐彩妆品牌多通过高增长的细分品类切入市场，依靠爆品策略成长至一定规模后，开始发力覆盖多品类，并尝试在以口红、粉底液为代表的明星品类中占据一席之地。例如完美日记自 2017 年创立以来，通过眼影盘与口红两大高增长品类为大众熟知，在 2019 年已达到约 30 亿的销售规模，2020 年品牌在巩固自身眼影、口红优势的同时，积极发力粉底液、粉饼等品类；花西子 2019 年成功在散粉类目中做到头部位置，此后于 2020 年开始发力打造口红、粉底液、蜜粉饼等品类。而正处于成长期的 colorkey 选择了唇部细分的高增长赛道唇釉作为切入点、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，为品牌建立基础。

表 5：2019 年中国彩妆市场销售额 TOP5 品牌

彩妆市场 2019 年 TOP5 品牌	创立时间	主打品类	主打产品	2019 年品牌销售规模（亿元）
美宝莲	1917	粉底遮瑕、口红、睫毛膏	fitme 粉底液、橡皮擦持久遮瑕	50.20
迪奥	1947	口红、粉底	烈艳蓝金唇膏、锁妆凝脂恒久气垫	36.38
巴黎欧莱雅	1907	粉底、口红	吸油棒粉底液、小钢笔印迹唇釉	35.06
圣罗兰	1978	口红、粉底	哑光复古小金条、黑管唇釉、恒颜无暇恒久粉底液	27.47
魅可	1985	口红、粉底	尤雾弹唇膏、定制无瑕粉底液、子弹头口红	22.22

资料来源：Euromonitor，品牌官网，天猫，国元证券研究所

表 6：典型中国新锐彩妆品牌

典型新锐国货彩妆品牌	创立时间	主打品类	主打产品	2020 年销售规模预估（亿元）
完美日记	2017	口红、眼影	天鹅绒金丝绒唇釉口红、动物眼影盘	约 30
花西子	2017	散粉	空气散粉、蚕丝蜜粉饼	约 30
colorkey	2018	唇釉、眉笔	空气唇釉、小黑镜唇釉、小金筷眉笔	约 10
橘朵	2018	眼影、腮红	七巧板玩趣眼影盘、单色腮红	5-10
彩棠	2013/2020 再次发力	高光修容、粉底液	大师高光修容盘、燕窝粉底液	约 1

资料来源：品牌官网，天猫，爬虫数据，国元证券研究所（品牌规模根据公开资料、及爬虫数据追踪的品牌 2020M1-11 月销售额估算）

2.3 重点上市公司 2020 年回顾及展望

上市公司层面，行业整体韧性较强，受疫情影响较弱，个别线上渠道强劲的公司业绩表现亮眼。大众护肤品龙头珀莱雅践行大单品+小爆品并行的战略，实现稳定的中高速增长；线下渠道占比较高的上海家化与丸美股份收入与利润均出现一定程度的下滑，但整体下滑幅度有限；以线上渠道为主、且今年加大力度拓展代运营业务的御家汇在去年的低基数下实现显著的业绩反转，收入与利润均实现高增长；以上游原料玻尿酸起家的华熙生物持续大力发展打造 TO C 的护肤品品牌，化妆品业务实现高速增长，但销售费用的高增长使得公司利润增速慢于收入增速；上游生产企业青松股份旗下的化妆品代工业务受益于同样实现良好的收入与业绩增长。

表 7：2020Q1-Q3 主要化妆品上市公司财务数据对比

公司名称	营业收入（亿元）	营业收入同比增速	归母净利润（亿元）	归母净利润同比增速	毛利率	净利率	销售费用率
珀莱雅	22.91	10.14%	2.85	18.74%	61.72%	12.05%	35.73%
上海家化	53.62	-6.51%	3.12	-42.25%	61.50%	5.82%	45.24%
丸美股份	11.37	-6.13%	3.38	-5.88%	67.44%	29.71%	33.04%
御家汇	23.41	48.53%	0.72	862.76%	53.87%	3.01%	43.65%
青松股份	27.53	43.32%	3.58	6.70%	27.40%	13.28%	3.02%
华熙生物	15.96	23.96%	4.38	5.12%	80.88%	27.38%	40.43%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

珀莱雅：2020 年以来，主品牌珀莱雅践行“大单品+小爆品”的策略，在实现品牌良性增长的基础上进行品牌力的打造与提升。年初至今，公司陆续推出红宝石精华、双抗精华、双抗眼霜等三款大单品，并签约头部年轻偶像蔡徐坤进行代言，实现品牌声量与销量双丰收。同时，公司在平销中注重打造小爆品，成功打造睡眠面膜、insbaha 粉底液等百元以内的单品，连续多月实现平均 10W+的销量。此外，2020 年公司加大对彩棠、印彩巴哈等新锐彩妆品牌的投入力度，一方面自 5 月起发力打造合资品牌彩棠，成功打造出高光修容盘、粉底液两大单品，月销售额最高达到 3000 万元左右，全年销售额预计突破 1 亿元；另一方面公司内部孵化的彩妆品牌 insbaha 开始独立运营，推出了第一套系列产品，未来有望在彩妆类目中继续高增长。除自有品牌外，公司持续拓展国际品牌代理业务，陆续承接了圣歌兰、欧树等优质国际品牌中国区的代理业务，平台化、集团化布局初见成果。我们持续看好公司主品牌的塑造与增长，以及多品牌的布局与发展。

上海家化：2020 年 5 月管理层换帅，由前欧莱雅集团高管潘秋生先生担任公司新 CEO。新管理层就任后，积极对公司旗下品牌、渠道、组织架构进行梳理，制定了全新的发展战略。品牌端，公司根据品类盈利能力及细分行业增速将旗下对应品牌进行归纳与重定位，例如高毛利、高增长的美容护肤品牌（包括佰草集、玉泽、典萃、双妹）匹配高速增长策略，集团方将给予更多资源助力其成长；细分赛道冠军品牌（包括六神、启初、汤美星、高夫）匹配稳步发展策略，在巩固现有行业龙头地位的同时，进行品类拓展、品牌升级；细分行业领先品牌（美加净、家安）匹配聚焦发展策略，持续巩固现有品类优势。渠道端，公司计划对现有渠道与品牌交叉点过多的现状进行改善，精简部分品牌的渠道，使各品牌聚焦自身优势渠道，整体趋势上做到：1）拥抱智慧零售；2）优化线下效率；3）加速电商增长；4）拓展特殊渠道。组织端，公司积极进行人员调整，引入新的电商负责人、研发负责人、首席技术官等，同时从内部提拔新的佰草集、典萃品牌负责人，优化高管人员配置。2020 年 10 月公司推出股票激励计划，激励对象以中高层管理人员为主，彰显公司长期发展信心。长期看，公司有望依托成熟的多品牌矩阵，在更加积极灵活的组织架构下，重焕活力。

丸美股份：2020 年公司积极进行数字化转型，增加电商中心、社媒中心、数据中心等新部门人员配置，同时更换天猫直营店 TP 为壹网壹创，并联合天猫小黑盒推出小红笔、钻光瓶、小紫弹等多款电商新品，深入捕捉成分党、年轻群体。其中“小红笔眼霜”创新性的将眼霜与按摩头结合在一起，并邀请年轻偶像朱正廷进行代言，同时

辅以跨界 IP 合作，多方触达年轻群体，成功帮助品牌进行电商平台招新，截至 2020 年 9 月小红笔眼霜线上线下共售出 30 余万支，成为品牌核心单品之一。此外，公司积极筹备国际品牌代理、新品牌孵化等事宜，并在在上海松江新建丸美创新中心，计划用于新锐品牌孵化，同时涵盖 MCN、运营等职能，为未来平台化、集团化运营打下基础。

青松股份： 2020 年，诺斯贝尔一方面积极承接新冠疫情爆发带来的口罩、湿巾等防疫用品需求，另一方面积极布局并捕捉泡罩式睡眠面膜、冻干面膜等新兴红利产品，实现业务的良性增长，其中由公司代工的纽西之谜温泉水咋弹面膜成为电商大爆品，月销超 100 万份；此外，公司借助自身在护肤板块的生产研发优势，向彩妆周边产品拓展，陆续推出卸妆湿巾、卸妆水、粉底液等新产品，拓展增量市场。品牌客户方面，公司在稳定合作屈臣氏、自然堂、植物医生等传统客户的同时，积极拓展完美日记、纽西之谜、花西子等新锐品牌客户，同时成功开拓 OLAY、丝芙兰等国际品牌客户，进一步夯实市场地位。我们认为，未来在电商环境下，新锐化妆品品牌对代工厂的需求强劲、且具备较强的爆发力，公司作为国内化妆品 ODM 头部企业有望充分受益于此；同时公司 2020 年成功承接国际头部护肤品品牌 OLAY 冻干面膜的代工，未来有望与其进行更多产品合作，打开国际品牌市场。

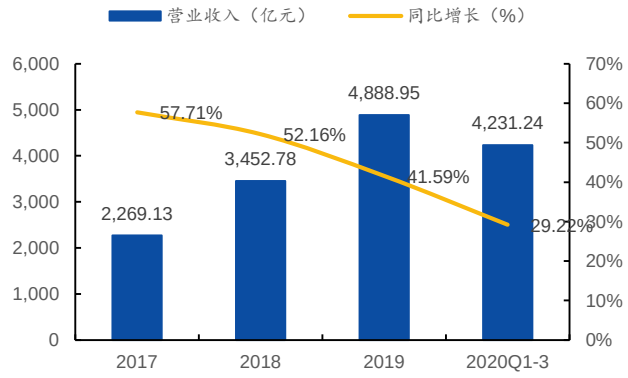
御家汇：2020 年公司底部反转，自有品牌止跌转涨，代运营业务持续放量，基本面持续向好。自有主品牌御泥坊采取“爆品打造+品牌升级”的战略，成功打造月销 50 万+的爆品氨基酸泥浆面膜，同时推出中高端产品九法泥浆面膜，1-9 月营收同比增长 41%，其中单 Q3 增速高达 80%。同时，御泥坊主品牌盈利能力逐渐优化，前三季度的毛利提升约 10pct，预计全年净利润率有望达到 10%左右。代运营业务方面，公司 2019 年起陆续接手了强生旗下大部分品牌，并于 2020 年下半年起拓展强生集团在淘外的店铺运营，业务规模显著提升。此外，公司还承接了一些国际小众护肤品牌在中国地区的孵化与运营，成功助力法国贵妇级面膜品牌伊菲丹（EVIDENS）完成中国市场 0-1 的成长，在 2020 年双十一期间品牌天猫旗舰店销售额突破 5000 万元。未来随着代运营业务规模持续增长、逐渐进入成熟收获期，利润端也有望逐渐释放。

3、子版块—电商平台：头部玩家强者恒强，直播成新风口

3.1 阿里巴巴——零售业务迅速恢复，手淘改版，特价版迅速下沉

受疫情影响，阿里巴巴集团整体收入增速在 Q1 有所下滑，后迅速恢复。2020 年 1-9 月阿里巴巴累计营收 4231.24 亿元，同比增长 29.22%，主要受中国核心商业市场及云计算业务收入增长驱动，GAAP 下归属普通投资者净利润 795.22 亿元，Non-GAAP 净利润 1088.49 亿元，同比增长 29.96%。2020 年一季度疫情期间，集团核心商业市场业务受到影响导致增速有所下滑，但二季度起迅速恢复，Q2、Q3 集团营收增速均达到 30%+。

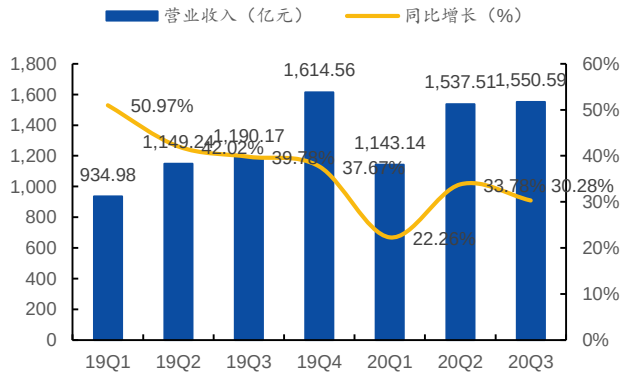
图 43：阿里巴巴营业收入（亿）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：为方便同业比较，此处按自然年调整

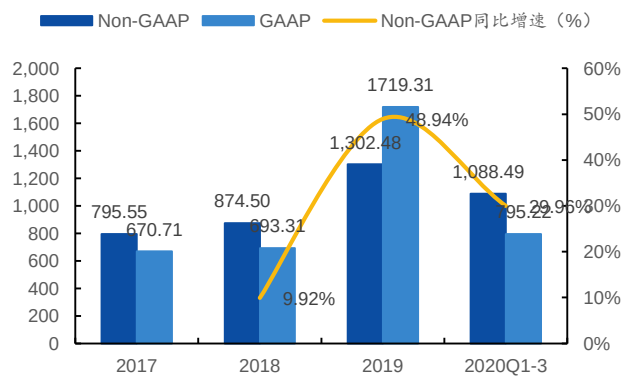
图 44：阿里巴巴分季度营业收入（亿）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：按自然年调整

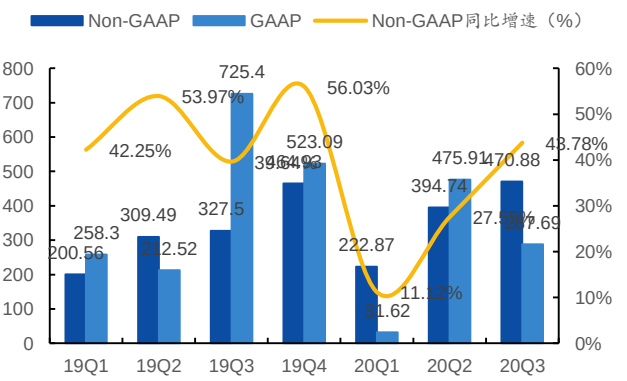
图 45：阿里巴巴归属普通投资者净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：为方便同业比较，此处按自然年调整

图 46：阿里巴巴分季度归属普通投资者净利润（亿元）及增速



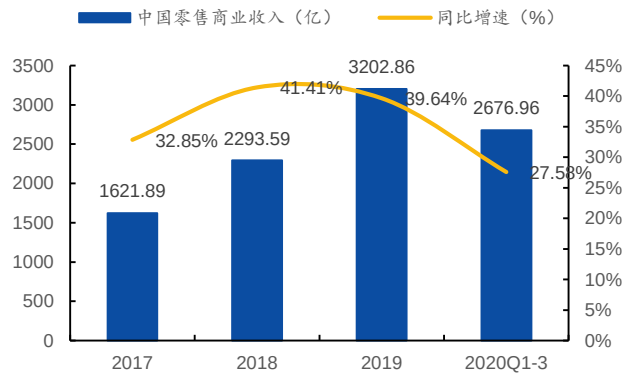
资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：按自然年计算

中国零售商业收入 Q1 受疫情影响增速有所放缓，Q2Q3 增速反弹。2020 年前三季

度，阿里中国零售商业收入合计 2676.96 亿，占总收入比例 63%，同比增长 27.58%，Q1 受疫情封城影响，国内大多数省市的物流遭遇中断，平台内商家广告投放意愿降低，整体零售市场收入增速触底；封锁期间，盒马、淘鲜达坚持不断货营业，收入同比增速超过 100%，但整体收入占比较小。Q2 随着供应链和物流配送能力恢复，国内零售市场业务健康复苏。2020 年单三季度，中国零售市场收入 954.70 亿，同比增长 25.97%，新零售业务保持了较快增长，客户管理收入方面，付费商家数量和平均支出均有增长，推荐信息流收入占比达到了 10%+。

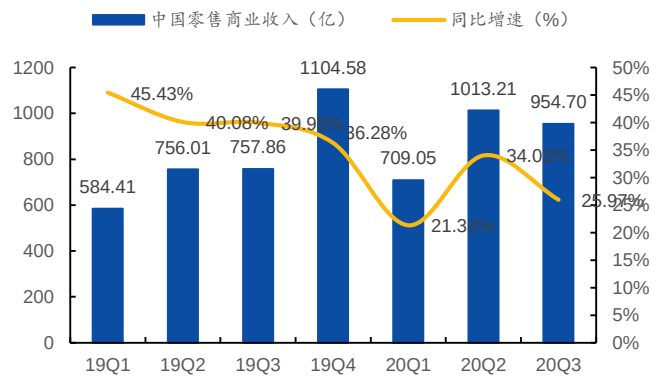
图 47：阿里巴巴中国零售商业收入（亿）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：为方便同业比较，此处按自然年调整

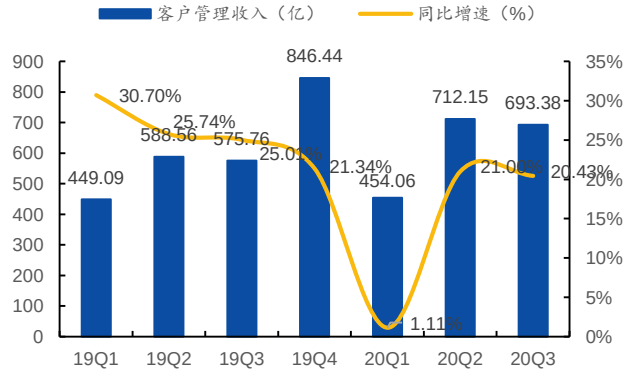
图 48：阿里巴巴分季度中国零售商业收入（亿）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：按自然年计算

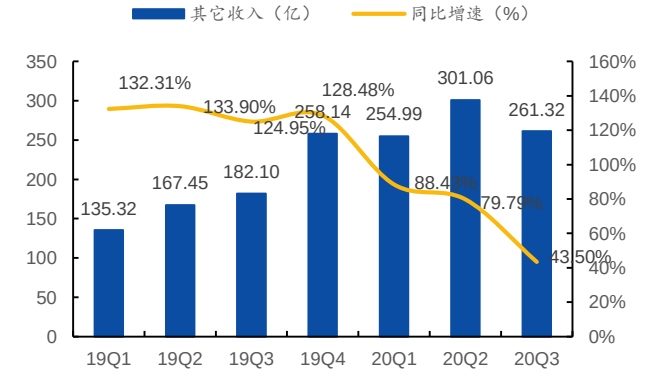
图 49：阿里巴巴中国零售商业客户管理收入（亿）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：2020 年 Q2 以前数据已按新口径调整，客户管理收入合并了佣金收入

图 50：阿里巴巴中国零售商业其它收入（亿）及增速



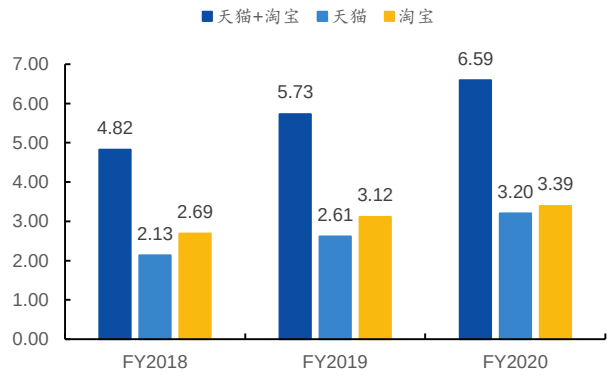
资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：其它收入包括新零售和直营业务，来自盒马、银泰、天猫超市、天猫国际等，包括商品销售收入、交易佣金、软件服务费

天猫 GMV 恢复情况良好，2020 双十一期间创三年来最高增速；天猫国际持续扩张，增速亮眼。在 2020 财年（2019 年 4 月-2020 年 3 月），阿里中国零售市场 GMV 合计达到 6.59 万亿元（+15.05%），淘宝 GMV3.39 万亿（+8.73%），天猫 GMV3.20 万亿元（+22.59%），天猫成为 GMV 主要增长驱动。2020 年分季度看，Q1 疫情封

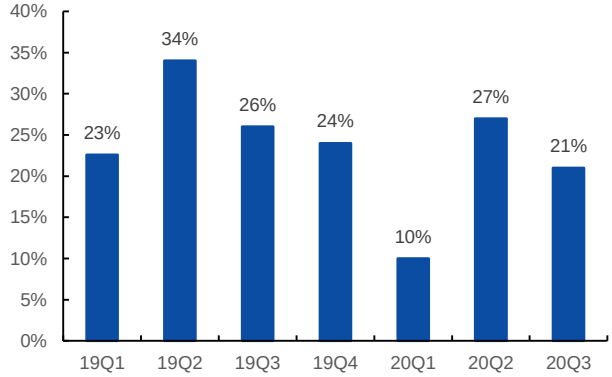
城期间，天猫 GMV 增速降至 10%，其中可选消费品服饰、家装出现负增长，消费电子、快消品出于居家隔离、居家烹饪需求而增长强劲；Q2 天猫平台 GMV 强劲复苏，ARPU 值和消费频次均在增长，服装品类增速回升至 19 年底水平；Q3 天猫增速略有放缓，其中数码家电板块由于部分手机品牌新品发布推迟，同比增速放缓；Q4 双十一期间，天猫 GMV 同口径下增长 26%，录得三年来最高增速。同时，由于跨境旅游受疫情影响接近停滞，天猫国际成为国内消费者购买海外商品的重要平台，Q2 和 Q3 天猫国际 GMV 增速分别达到 40%+和 37%，截至 9 月底的入驻品牌数量同比实现两位数增长，平台优势地位有望进一步加深。

图 51：天猫淘宝 GMV（万亿）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 52：天猫 GMV 季度增速（%）

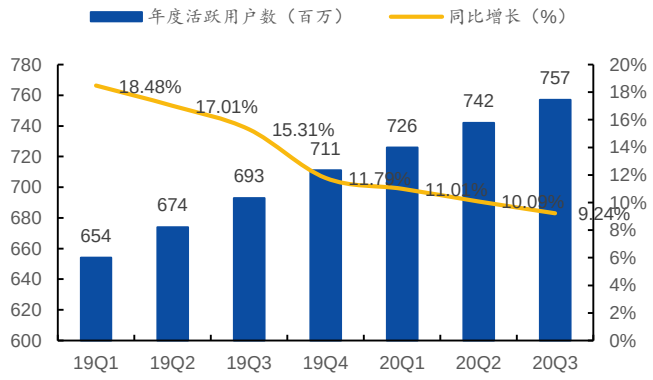


资料来源：公司公告，国元证券研究所

淘宝用户量保持领先，淘宝特价版 MAU 增长较为强劲。截至 2020 年 9 月阿里中国零售市场年度活跃用户达到 7.57 亿（+9.24%），环比提升 1500 万，保持领先。2020 年 3 月，阿里针对低端市场推出淘宝特价版新版本，引入了产业带和阿里批发市场商家，提供高性价比产品，一方面满足价格敏感用户需求，一方面用于应对激烈的下沉市场用户争夺。2020 年 9 月淘宝特价版移动端 MAU 超过了 7000 万，环比增加 3000 万，截至 10 月年度活跃购买用户突破 1 亿，增长强劲。

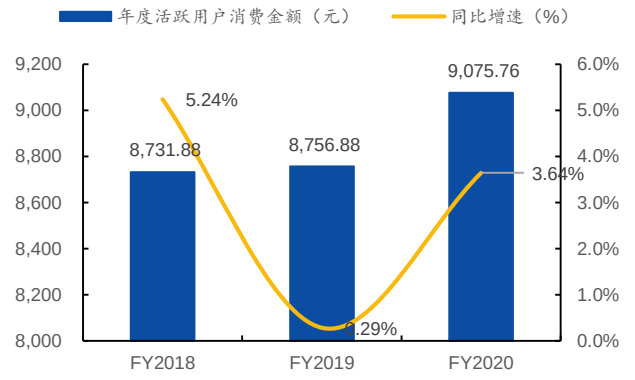
人均消费金额增速有所趋缓。2020 财年阿里平台活跃用户消费年均消费 9075.76 元（+3.64%），未来随着消费频次增加，以及高端品牌的相继入驻，平台人均消费有望继续上升。2020 年 11 月阿里与 Farfetch、历峰集团达成合作，在天猫平台开设奢侈品购物渠道，并助力 Farfetch 在中国实现全渠道零售整合，此举有望补充阿里在奢侈品领域供应链资源，进一步丰富天猫品牌矩阵，满足不同层次消费需求。

图 53：阿里巴巴中国零售市场年活跃用户（百万）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 54：阿里中国零售市场年度活跃用户消费金额及增速



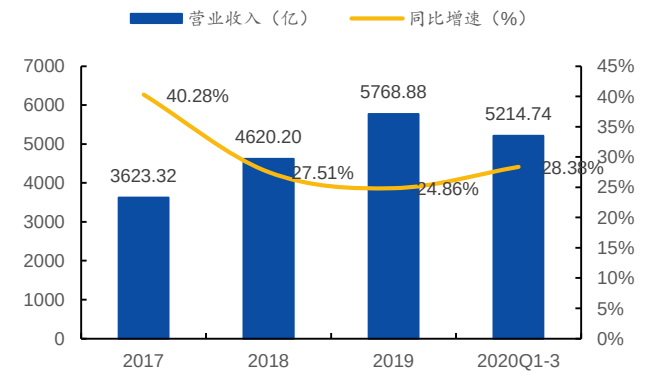
资料来源：公司公告，国元证券研究所

持续通过投资、并购、孵化等方式探索新的零售业态，并进入免税赛道。2020 年 10 月，阿里投资 36 亿美元获得了高鑫零售控股权，进一步融合其遍布全国的实体网络优势，与现有业务形成高度互补。同时，10 月阿里宣布投资国际免税零售商 Dufry，成立中国合资公司，借助其免税供应链，在中国尤其海南自由贸易港开拓旅行零售和免税市场。自主孵化方面，盒马的小店业态盒马 mini 以较低的投入成本和较高的坪效，盈利能力能到初步验证，据年内将再进行 1-2 家门店测试，在未来的规划中，盒马 mini 业态有望贡献盒马业务近一半收入。

3.2 京东——连续三季度超预期，下沉市场初见成效

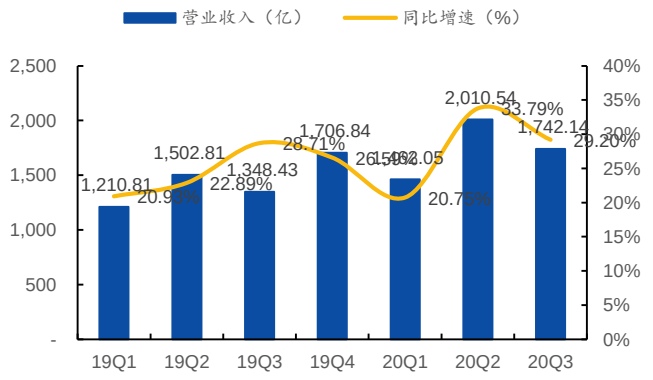
京东连续三个季度业绩超预期，利润端大幅改善。2020 年前三季度，京东实现营收 5214.74 亿，同比增长 28.38%，GAAP 下净利润 250.80 亿，Non-GAAP 净利润 144.41 亿，同比增长 145.30%，业绩与利润高增长，零售和物流的规模效应逐渐实现。得益于全品类全渠道+物流基础设施的搭建，疫情之下京东表现出更强的稳定性，在疫情封锁最严重的 Q1，零售收入逆势增长，服务收入在增速触底后快速反弹。利润端，单三季度 Non-GAAP 净利润同比高增 80.11%至 55.58 亿元，主要得益于京东零售和物流盈利能力的提升，以及广告收入的增长。

图 55：京东营业收入（亿）及增速



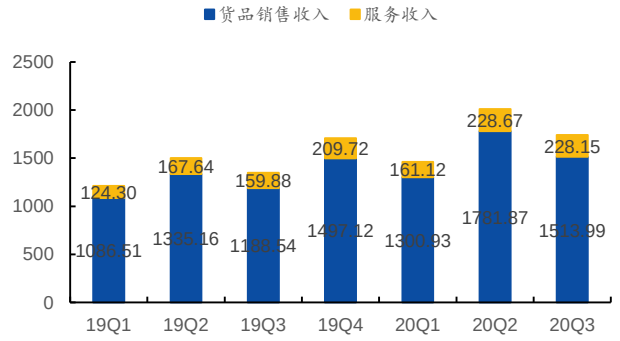
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 56：京东分季度营业收入（亿）及增速



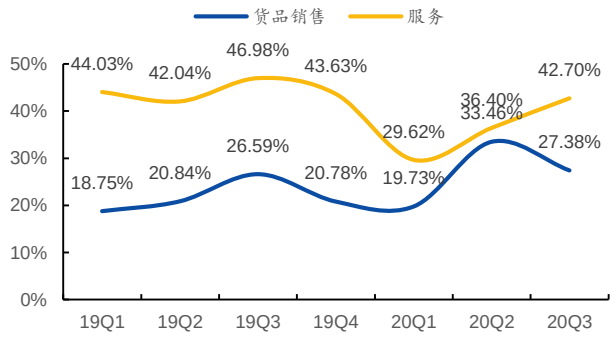
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 57：京东分业务收入（亿）



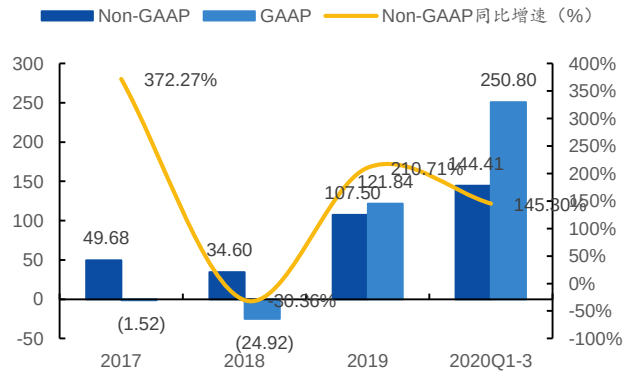
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 58：京东分业务收入增速（%）



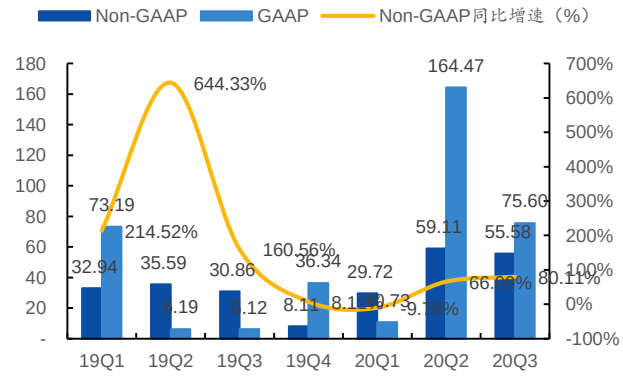
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 59：京东归普通投资者净利润（亿）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

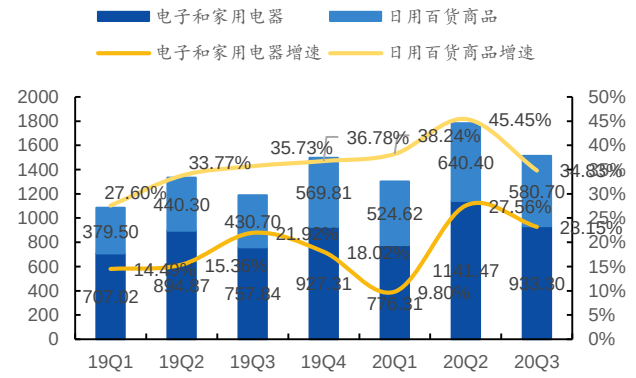
图 60：京东分季度归普通投资者净利润（亿）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

疫情之下，京东自营 GMV 快速增长，日用百货商品表现亮眼。2020 年单三季度，京东自营 GMV 达到 1513.99 亿，同比增长 27.38%，其中电子产品 933.30 亿，同比增长 23.15%，日用百货商品 580.70 亿，同比增长 34.83%。疫情影响下，快消品、居家、食品和健康品增长强劲，京东凭借供应链优势取得出色的销售额增长。

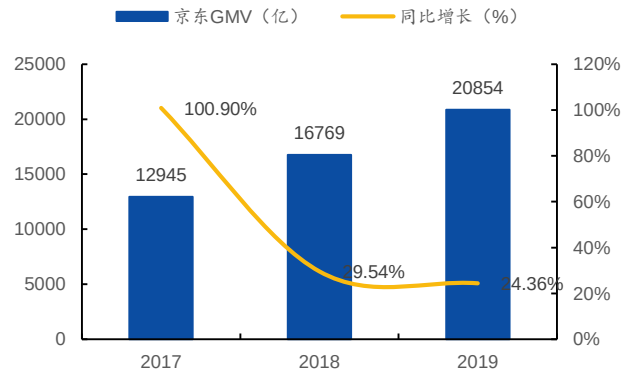
图 61：京东自营分商品 GMV（亿）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：京东自营 GMV 取京东商品销售收入

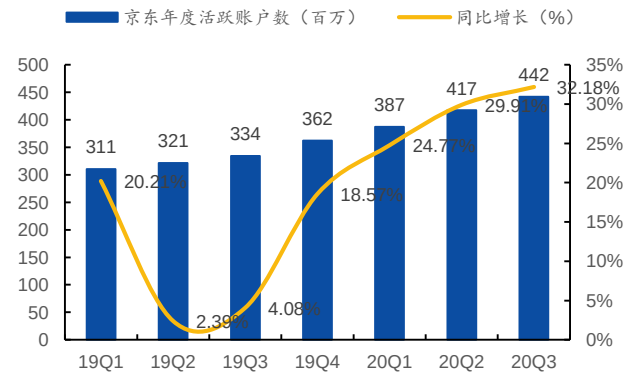
图 62：京东全平台 GMV（亿）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

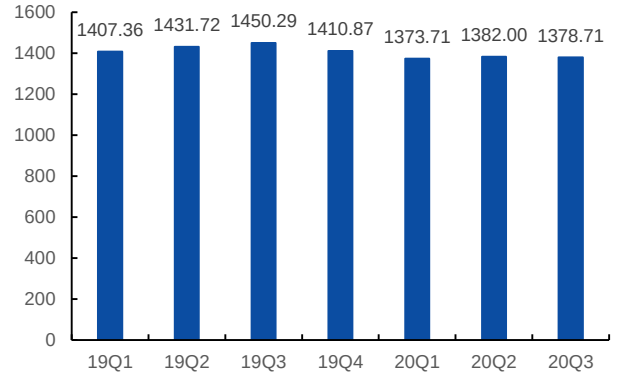
GMV 增长主要受用户量增长驱动，下沉市场获客能力显著提升。截至 2020 年 9 月，京东平台年度活跃账户数达到 4.42 亿，同比增长 32.18%，增速创 3 年来新高，其中近 80%新增用户来自下沉市场。19 年来，京东陆续推出京喜、京东极速版满足下沉市场用户对高性价比的需求，打通了微信、QQ 流量入口，并在 2020 年 5 月与快手合作进一步获得流量资源，快手用户在快手小店无需跳转便能够直接购买京东自营商品，成功为京东拓展下沉市场用户。不计第三方商家 GMV，以京东自营口径计算的年度活跃买家人均消费金额在强劲的用户增长情况下仍保持了较高水平。

图 63：京东年度活跃账户数量（百万）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 64：京东按自营口径的人均消费金额（元）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

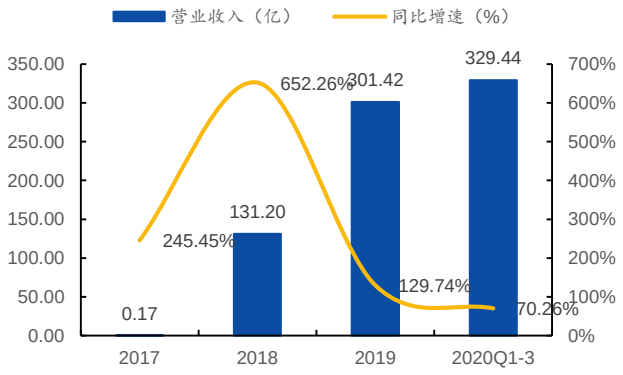
注：这里用商品销售收入/年度活跃买家数量

未来，公司拟继续通过下沉市场获客、基础设施建设、全渠道布局等方式，夯实自身优势。过去的一年里，京东在焕活老用户的同时获得了大量下沉市场的新增用户，一方面通过在线上加强对京喜、京东极速版等平台的建设，同时加深与快手的合作，触及更多低线城市消费者；另一方面继续布局线下京东专营店以及相应的物流配送网络，以提升在低线市场物流的时效性。此外，公司也积极测试线下生鲜超市 7Fresh、社区团购和仓库配送等新模式，力图发展大商超品类。

3.3 拼多多——增长强劲，农产品成战略突破品

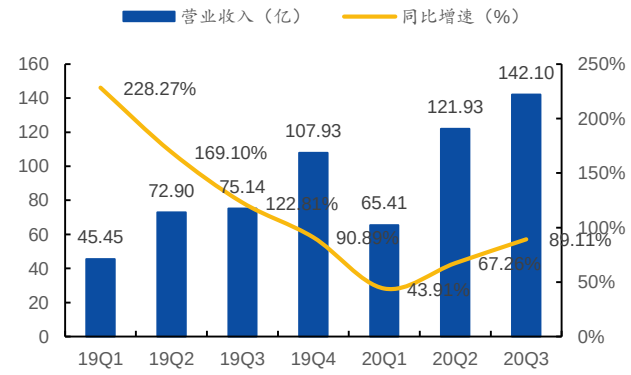
拼多多营收增速维持高位，2020 年 Q3 Non-GAAP 净利润首次转正。2020 年前三季度，拼多多营业收入 329.44 亿元，同比增长 70.26%，增速维持高位，GAAP 下净亏损 58.03 亿，同比收窄 5.87 亿，非 GAAP 归母净利润亏损 27.80 亿元，同比收窄 6.71 亿。2020 年单三季度，拼多多营收 142.10 亿，同比增长 89.11%，增速较前两个季度持续回升，GAAP 下净亏损 7.85 亿，同比收窄 15.50 亿，非 GAAP 净利润 4.66 亿元，首次实现盈利。2020 年前三季度公司销售费用分别为 72.97 亿、91.14 亿和 100.71 亿，占营收比重分别为 112%、75%、71%，主要支持百亿补贴。

图 65：拼多多营业收入（亿）及增速



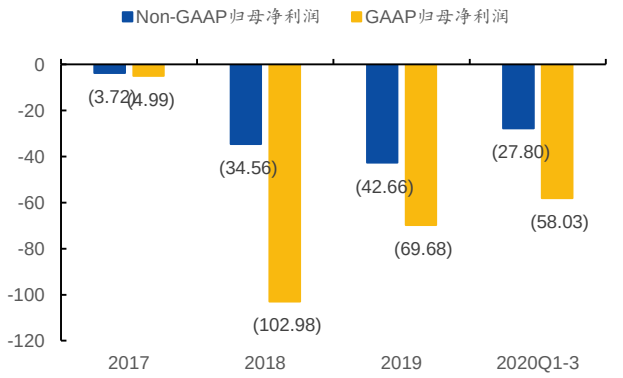
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 66：拼多多单季度营业收入（亿）及增速



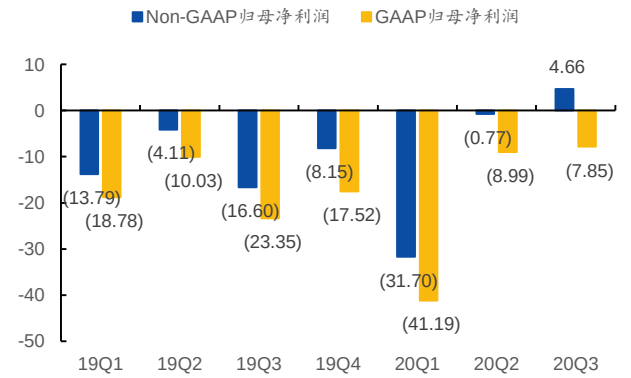
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 67：拼多多归普通投资者净利润（亿）



资料来源：wind，国元证券研究所

图 68：拼多多单季度归普通投资者净利润（亿）

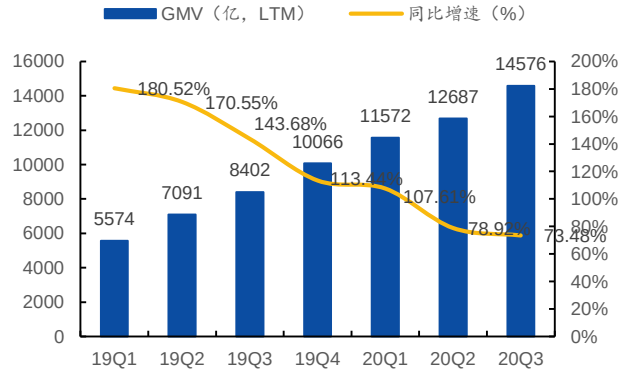


资料来源：wind，国元证券研究所

疫情之下 GMV 仍保持高增长，农产品有望成为今年增长最快品类，平台货币化率已恢复至正常水平。截至 2020 年 Q3 过去 12 个月，拼多多平台 GMV 总和 1.46 万亿，同比增长 73.48%，货币化率 3.00%，环比增长 0.08pct，同比提升 0.02pct，Q1 疫情期间商家广告投放意愿降低，外加公司免费向医疗、农产品等急需品倾斜流量、对部分商家免佣，货币化率有所下降；Q2 起货币化率逐渐恢复正常水平。品类方面，2020 年农产品有望成为平台增速最快的品类，2019 年农产品 GMV1369 亿元，2020

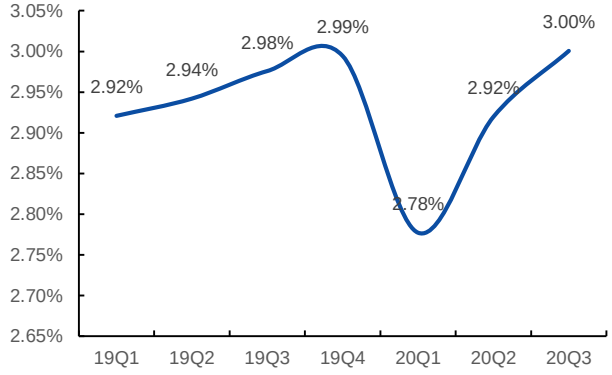
年全预计达到 2500 亿，同比增速预计约达 83%，其中一季度平台新增涉农商家数量超过 2019 年全年。

图 69：拼多多 GMV（亿）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 70：拼多多货币化率情况

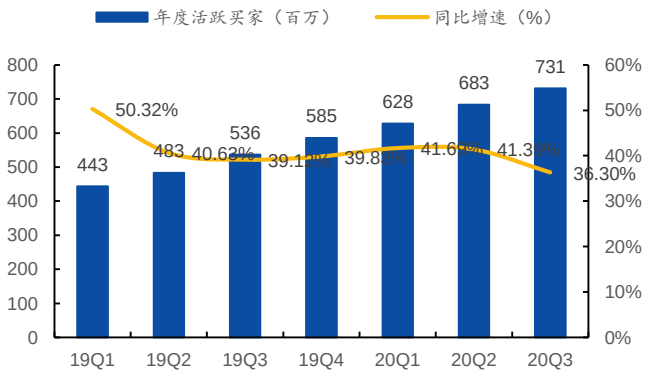


资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：*此处 take rate 按营业收入（TTM）/GMV（LTM）计算

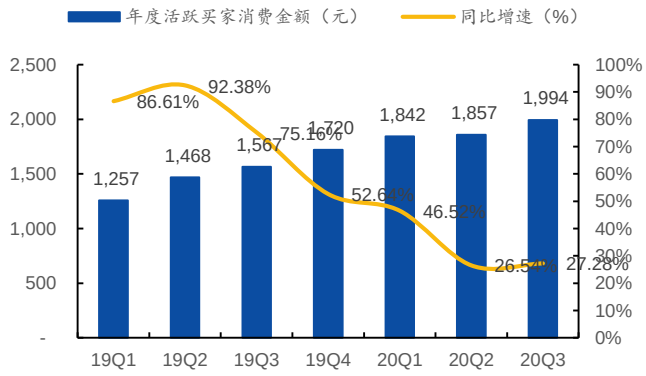
用户量持续迅猛增长，至 Q3 已突破 7 亿，叠加平台人均消费提升，推动 GMV 快速上升。截至 2020Q3 拼多多年度活跃买家数量达到 7.31 亿，同比增长 36.30%，年活跃买家平均消费金额 1994 元，同比增长 27.28%，共同推动 GMV 快速上升。目前拼多多年度用户量与阿里仅相差 2600 万，而人均消费金额相差约 4.5 倍，提升空间尚大。

图 71：拼多多年度活跃买家数量（百万）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 72：拼多多年度活跃买家消费金额（元）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：此处年度活跃买家消费金额=GMV（LTM）/年度活跃买家数

用户消费频次提升或是平台下一步重点，农产品成战略突破品。平台用户规模已接近阿里后，单用户价值提升将成为平台下一个主要增长驱动，消费频次是重要影响因素，拼多多将农产品作为重要战略品。2019 年，平台农产品 GMV 占比 13.4%，超过 38%的年度活跃用户购买了农产品，平均复购率达到 70%，拼多多已经成为领先的农产品线上销售平台。疫情的到来更加深了拼多多农产品在消费者心中的认知，618 期间平台农产品订单量同比增长 136%，超过 3/4 来自一二线城市。为加深农产

品领域优势，拼多多继续加大后端供应链投资，涵盖人才培训、技术创新、供应链、食品安全等，未来 5 年内，拼多多计划在云南等 8 个省及自治州落地 1000 个多多农园示范项目。此外，8 月公司正式推出多多买菜业务，以拼多多传统的拼购方式向消费者提供物有所值的农产品，有望与公司已有农产业业务形成协同效应。

3.4 内容及平台加速渗透，直播电商高增长

内容电商化和电商内容化成大趋势，两者加速渗透。电商侧，淘宝不断加大内容投入，淘宝首页改版为信息流推送，Q3 新首页上线后用户使用淘宝 APP 的时长、浏览商品和内容的数量都有所增强，另一重要的内容化产品淘宝直播 2019.10-2020.9 期间 GMV 破 3500 亿，2020 年前两个季度同比增速连续超过 100%，店播占比大幅提升。其他平台中，拼多多的“多多直播”1 月正式上线，作为营销工具助力商家卖货，京东则将直播作为 2020 年核心战略进行发力，顺应用户结构，内容侧重专业性，并将继续加强与 MCN 机构的合作。

抖音、快手等内容平台电商化加速，小红书开启直播带货。以抖音、快手为核心的内容平台向加大电商领域的布局，从过去的导流、广告模式逐渐向自建电商闭环过渡，双十一期间，抖音宠粉节 GMV 破 187 亿，快手头部主播辛选团队 GMV 破 88 亿。2020 年，小红书将直播入口调至一级界面，同时平台内谨慎测试淘宝外链。目前挂外链仅对部分红人和优质天猫旗舰店开放，测试点逐渐从直播间推向笔记。小红书依靠强劲的内容种草属性，当前直播呈现高客单价、高复购率的特征，据官方透露平台直播平均客单价超过 350 元，复购率高达 48.7%，“小助理”付鹏 10 月 26 日小红书直播首秀中，总观看人数约 74 万，最高观看人数破 17 万，刷新平台记录。此外，微博 2020 年上线微博小店 1.0，截至 8 月微博小店用户增长至 50 万；哔哩哔哩宣布 B-brand 计划，扶持 UP 主建立自有品牌。

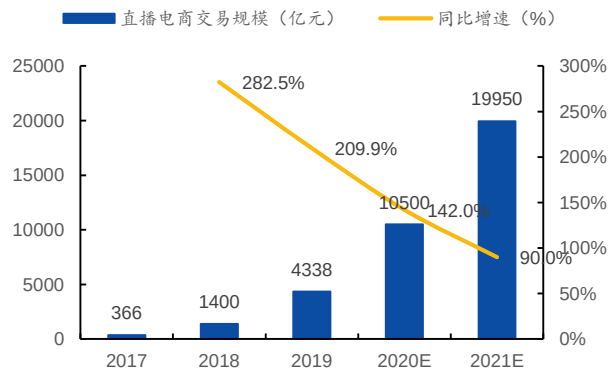
表 8：主要电商平台和内容平台直播电商发展进程

平台	直播电商发展进程
	电商平台
淘宝	2016 年切入直播，2018 年成交额超 1000 亿， 2019 年成交额约 2500 亿，同比增速超 150%，其中双十一成交额近 200 亿，预计 2020-2021 年可能突破 5000 亿。头部主播薇娅 2018 年引导成交额 27 亿元，2019 年约 70 亿。李佳琦 2019 年成交额约 50 亿。
京东	2016 年切入直播，一直表现平平，2020 年针对直播商家和机构推出“全面降扣、流量护航、专项补贴、0 服务费”和针对主播“现金补贴和公域流量扶持”的“4+2”扶持政策，希望持续推进起直播业务，5 月与快手达成战略合作，同时也不断加强与其它 MCN 机构的合作
拼多多	2019 年开始与快手合作，打通系统后台，引进部分快手直播资源，打开新的流量入口。2019 年 11 月，拼多多正式试水直播，2020 年 1 月，“多多直播”正式上线。
蘑菇街	2016 年切入直播，2019 年 5 月建立第一个全球美妆供应链池，为品牌商匹配主播资源，同时为主播打造选品库。2019 财年直播 GMV 41 亿元，目前平台合作主播 2.4 万个，平台内头部主播“小甜心”2019 年 GMV 超 10 亿元。
	内容平台
抖音	2018 年开启电商化，抖音上线购物车功能，支持跳转淘宝，2019 年 4 月与京东、考拉、唯品会等电商平台打通，支持红人带货，推出小程序电商，5 月上线商品搜索功能；2020 年 3 月上线“团购”工具，帮助中小商家完成线上售卖/预售，4 月引入罗永浩进行直播带货，首场成交额 1.1 亿，4 月招募内容、电商和品牌服务商，布局自有电商生态；6 月字节跳动正式成立电商以及部门，9 月搭建供应链、品控支持团队，10 月全面封禁第三方平台商品链接，推出抖音罗盘电商数据产品，11 月双十一期间 GMV 破 187 亿
快手	2018 年 6 月上线快手小店，打通淘宝、有赞，支持主页、直播、短视频带货；10 月推出快手营销平台；12 月发布麦田计划，打通快手电商和其他生态形式，介入淘宝、天猫、有赞和无敌掌柜等第三方平台；2019 年 4 月启动福苗计划，通过图片、视频、直播等方式销售贫困地区农产品；6-8 月与拼多多、京东打通，推出“靠谱好货节”；11 月开启 116 快手购物街，实现在产业带运营模式创新，12 月直播 DAU 超 1 亿，全年 GMV 约 1000 亿；2020 年 5 月宣布与京东战略合作，快手小店可直接购买京东自营商品；6 月 6 和 9 月 9 与京东联合推出两场双百亿补贴；8 月宣布百亿补贴常态化；9 月上线快手电商学院，发力商家培训；11 月双十一期间辛选团队直播 GMV 超 88 亿，同比增长 2.8 倍。
小红书	2014 年正式上线跨境电商“福利社”，从社区升级电商，完成商业闭环；2017 年转向一般电商，推出 “明星 KOL”入驻；2018 年推出“小红书商城”品牌；2020 年 2 月精选部分品牌商家开通直播功能；8 月内测部分红人直播间添加淘宝链接；10 月内测部分红人笔记添加淘宝链接； 与有赞合作系统互通；引入小助理付鹏直播带货，刷新平台人气纪录
微博	2010 年上线“微橱窗”为电商企业展示产品；2013 年与阿里合作，上线微博淘宝版；2015 年联合阿里、微卖等，逐步建立以兴趣为导向的移动社交电商体系，打出“微电商”战略；2016 年与网红电商火热，电商企业、网红 MCN 扎堆进场，上线“微博内容导购平台”；2019 年与推出电商服务平台、打通直播；2020 年上线微博小店，合作电商服务平台小店铺、投资网红 MCN。
哔哩哔哩	2018 年 12 月与淘宝在内容电商以及 B 站自有 IP 的商业化运营方面达成战略合作；2019 年 4 月上线“势能榜种草机” 电商小程序；2020 年 6 月布局直播带货：视频和直播间可挂淘宝链接；8 月发布 B-Brand 新品牌成长计划，p 平台提供营销定位分析、品牌数据沉淀、投放策略指导。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

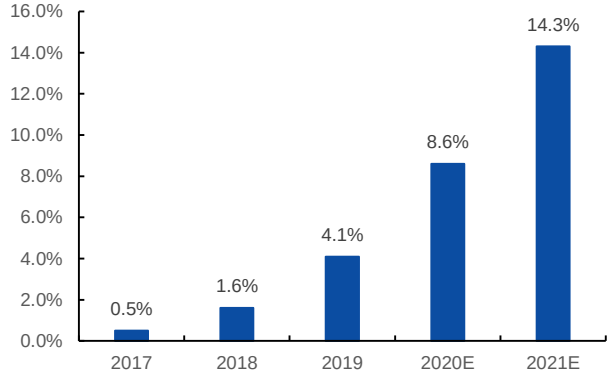
2019 年直播电商的规模达到 4338 亿，同比增速达到 209.9%，2020 年预计至少翻倍。毕马威联合阿里研究院预测，2020 年，直播电商市场规模将破万亿，占电商总成交额比重由 2019 年的 4.1%翻倍至 8.6%，到 2021 年，直播电商市场规模有望达到 19950 亿元，在电商市场中的渗透率约达 14.3%。

图 73：直播电商交易规模（亿）及增速



资料来源：毕马威，中消协，阿里研究院，国元证券研究所

图 74：直播电商渗透率（%）

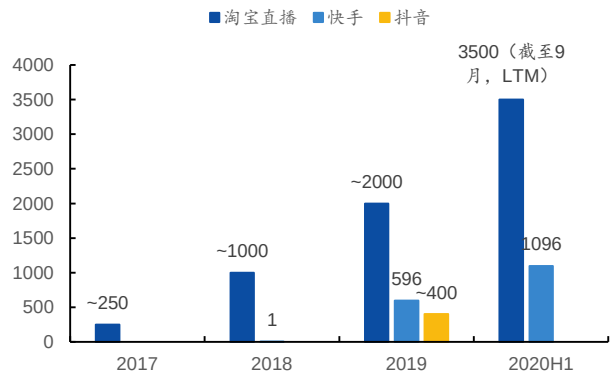


资料来源：毕马威，阿里研究院，国元证券研究所

注：渗透率=直播电商 GMV/电商总 GMV*100%

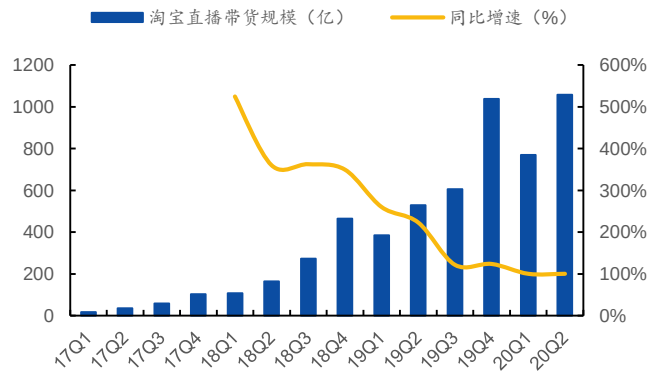
淘宝直播先发优势明显，抖音、快手电商 GMV 快速增长。淘宝直播截至 2020 年 9 月过去 12 个月 GMV 超过 3500 亿元，业内领先，预计 2020 年全年有望达到 5000 亿。二季度淘宝商家自播的 GMV 占比超过 60%，店铺直播开始进入常态化+高质量运营。快手 2020 年 8 月电商订单量超过 5 亿，过去 12 个月累计订单总量仅次于电商平台三巨头，位列第四。同时，快手电商消费者粘性极强，月均复购率超过 60%，预计 2020 年全年 GMV 有望达到 2500 亿。2020 年双十一期间，快手头部主播团辛选团队 GMV 累计超过 88 亿，去年同期为 38 亿，同比增长 132%。抖音方面，2020 年 1-8 月抖音 GMV 同比增长 6.5 倍，抖音双十一宠粉节期间（10.30-11.11）GMV 破 187 亿，全年直播引导成绩额目标 2000 亿元。

图 75：抖音/快手/淘宝直播 GMV 情况（亿）



资料来源：快手，虎嗅，淘宝直播，国元证券研究所

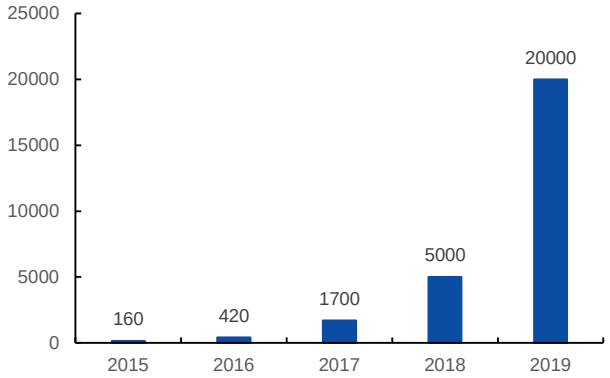
图 76：淘宝直播 GMV（亿）及增速



资料来源：淘宝直播，国元证券研究所

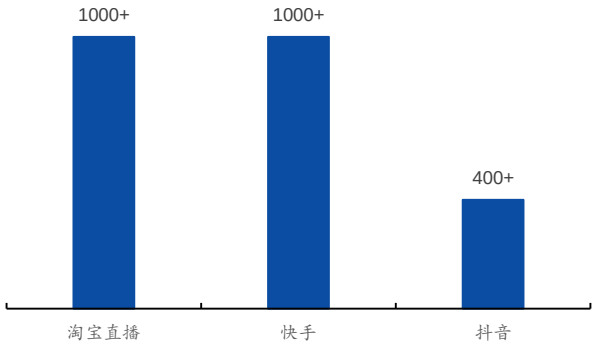
MCN 机构数量激增，围绕淘宝直播、快手的 MCN 数量超过 1000 家。据克劳锐统计，2019 年国内 MCN 机构数量达到 2 万家，是 2018 年的 4 倍，发展迅猛，从各直播平台最新数据看，淘宝直播、快手对应的电商型 MCN 机构数量分别超过 1000 家，抖音超过 400 家。

图 77：MCN 机构数量



资料来源：微盟，虎啸，克劳瑞，国元证券研究所

图 78：2020 年电商型 MCN 机构数量（对应平台）



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

注：淘宝直播截至 2020 年 4 月，快手截至 2019 年 6 月，抖音截至目前

头部主播格局较为稳定，二八分化明显。2020 年下半年各月主播带货榜上，淘宝直播主播薇娅、李佳琦以领先的带货规模稳定榜首，雪梨、烈儿宝贝、陈洁、ANNAITISAMAZING 等常驻榜单，淘宝直播主播格局基本稳定。快手方面，辛选团队头部地位稳定。抖音罗永浩、衣哥连续上榜。合计来看，2020 年 6 月至最近双十一期间（未剔除 10.21-10.31 重复部分），薇娅直播 GMV 合计超过 266 亿，全网第一，李佳琦以 183 亿 GMV，位居第二，二者合计占所有上榜淘宝主播累计 GMV（534 亿，32 人次）的 80%+。此外，快手主播累计 GMV244 亿（48 人次），抖音主播累计 GMV24 亿（11 人次）。

表 9：2020 年下半年各大直播平台 KOL 带货 TOP15 排行（GMV 单位：亿）

	6 月		7 月		8 月		9 月		10 月		双 11 期间	
排名	主播	GMV	主播	GMV	主播	GMV	主播	GMV	主播	GMV	主播	GMV
1	薇娅	25.25	薇娅	21.03	薇娅	24.65	薇娅	27	薇娅	80.1	薇娅	87.6
2	散打哥	16.35	李佳琦	14.03	李佳琦	12.92	李佳琦	13.4	李佳琦	58.8	李佳琦	70.6
3	李佳琦	13.06	辛有志	5.26	辛有志	9.24	雪梨	6.2	雪梨	14.1	辛有志	36.5
4	辛有志	8.37	蛋蛋小朋友	3.98	雪梨	5.55	蛋蛋小朋友	5.8	蛋蛋小朋友	12	雪梨	15.1
5	小沈龙	6.73	时大漂亮	1.99	蛋蛋小朋友	3.67	猫妹妹	3.6	辛有志	10.3	蛋蛋小朋友	11.6
6	猫七七姑娘	5.75	雪梨	1.97	罗永浩	3.29	瑜大公子	3.2	时大漂亮	5.9	时大漂亮	9.3
7	李宣卓	4.69	烈儿宝贝	1.93	烈儿宝贝	2.58	辛有志	2.9	烈儿宝贝	5.6	瑜大公子	6.5
8	贺冬冬 921	3.83	陈洁 kiki	1.85	陈洁 kiki	2.33	罗永浩	2.7	驴家小胖	4.4	赵梦澈	5.6
9	周周	3.8	爱美食的猫妹妹	1.69	时大漂亮	1.95	驴家小胖	2.5	陈洁 kiki	3.9	罗永浩	4.7
10	雪梨	3.65	韩国媳妇大璐璐	1.39	大狼狗郑建鹏&言真夫妇	1.91	徐婕	2.3	安九	3.6	二驴的	4.6
11	陈先生	3.08	ANNAITISAMAZING	1.36	韩国媳妇大璐璐	1.8	烈儿宝贝	2.2	祖艾妈	3.4	猫妹妹	4
12	玩家就是玩 777	2.79	Timor 小小疯	1.17	爱美食的猫妹妹	1.79	陈洁 kiki	1.9	瑜大公子	3.4	羊姐	3.6
13	初瑞雪	2.36	朱瓜瓜	1.11	张庭	1.46	ANNAITISAMAZING	1.9	赵梦澈	3.3	烈儿宝贝	3.5
14	烈儿宝贝	1.93	玉匠人	1.07	衣哥	1.44	六月来了	1.7	爱美食的猫妹妹	3.1	陈洁 kiki	3
15	倚后传奇	1.93	石家庄蕊姐	0.94	小沈龙	1.42	衣哥	1.5	罗永浩	3.1	陈先生	2.5

资料来源：胖球数据，国元证券研究所，GMV 数据为下限（注：双十一期间指 10.21-11.11，蓝色为快手，红色为淘宝直播，黑色为抖音主播

品牌店播销售额持续增长，购物节期间整体带货规模胜过主播。相对邀请头部主播带货而言，商家店播的单场成本较低，并且有利于积累私域流量，但由于商家自身可能缺乏直播带货经验技巧，前期需要招募代播团队，更适合有一定粉丝基础、有丰富 SKU 的成熟品牌实现规模经济。据 wemedia 统计，2020 年 7-9 月，淘宝直播 TOP15 店铺销售额合计分别达到 17.22 亿、29.29 亿和 59.27 亿，店播带货规模不断增长，6 月适逢 618 购物节，TOP15 店铺带货规模达到 70.59 亿，超过了当月 TOP15 主播带货规模总和，据淘宝官方数据，今年 618 期间，淘宝开直播的商家数同比增长 160%，商家自播占天猫直播总场次超过了 90%，在淘宝 15 个过亿直播间中，有 9 个为商家自播，包括苏宁、华为、海尔、小米等，以数码家电品牌居多。

表 10：淘宝直播 6-9 月 TOP15 店铺直播带货 GMV 规模（亿元）

	6 月		7 月		8 月		9 月	
排名	店铺名称	销售额	店铺名称	销售额	店铺名称	销售额	店铺名称	销售额
1	天猫超市	10.94	天猫超市	2.28	小米官方旗舰店	5.56	小米官方旗舰店	10.07
2	苏宁官旗	8.90	苏宁官旗	2.27	苏宁官旗	3.36	olay 官方旗舰店	7.58
3	华为终端	7.03	淘宝吃货官方账号	1.94	Pulchra-护肤讲师	3.51	pulchra 旗舰店	6.46
4	格力电器	6.30	荣耀官方旗舰店	1.62	ZLCA 植露翠岸旗舰店	2.37	华为官方旗舰店	5.60
5	Pulchra-护肤讲师	5.99	小米官方旗舰店	1.59	天猫超市	2.09	天猫超市	4.62
6	Media 美的旗舰店	5.97	聚划算百亿补贴官方	1.57	Media 美的旗舰店	1.87	苏宁易购官方旗舰店	4.39
7	海尔官方旗舰店	5.47	格力电器	1.04	聚划算百亿补贴官方	1.47	三只松鼠旗舰店	3.79
8	荣耀官方旗舰店	3.77	天猫国际进口超市	0.78	天猫国际进口超市	1.43	蓝小岚珠宝品牌点	2.46
9	聚划算百亿补贴官方	3.58	百草味家的小味	0.75	荣耀官方旗舰店	1.40	芝华仕官方旗舰店	2.34
10	天猫国际进口超市	2.32	Perfectdiary 旗舰店	0.63	DBR 旗舰店	1.16	SHISEIDO 官方旗舰店	2.33
11	小米官方旗舰店	2.30	华为终端	0.62	海尔官方旗舰店	1.14	美的官当旗舰店	2.08
12	PG 生活家	2.29	DBR 旗舰店	0.57	华为终端	1.09	植露萃岸旗舰店	1.99
13	欧莱雅旗舰店	1.97	花西子	0.57	PG 生活家	1.09	来伊份官方旗舰店	1.92
14	老板电器旗舰店	1.89	松鼠饲养员	0.51	Perfectdiary 旗舰店	0.91	海尔官方旗舰店	1.84
15	全棉时代棉粉团	1.87	聚划算	0.49	李宁官方网店	0.83	百雀羚旗舰店	1.79
当月 TOP15 店铺销售额合计		70.59		17.22		29.29		59.27
当月 TOP15 主播销售额合计		64.80		-		66.22		68.48

资料来源：wemedia，国元证券研究所

表 11：店铺直播与达人直播的对比分析

直播形式	KOL 混播	KOL 专场	商家自播
单场成本	较高	高	较低
适合直播的商品	适合折扣力度大的爆款的曝光	品牌需要有较丰富的 SKU，体验感较强的商品矩阵，且需要优惠信息促进转化	由于需要招募代播团队，适合有一定粉丝基础且有较丰富 SKU 的成熟店铺实现规模经济
私域流量转化	从公域流量到私域流量的转化有折损	适合私域流量的积累，不会流失	适合私域流量的积累，不会流失

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

国内多个省市推出直播产业政策，鼓励直播行业发展。2020 年上半年，包括杭州、

广州、深圳在内的多个大城市和产业带聚集地政府推出政策支持，涉及直播企业场地补贴、税率补贴和人才补贴，并设定直播产业发展目标及定位，发力主播培养、网红 MCN 机构建设、网红品牌孵化、产业带升级等多个方面，有利于完善直播产业链生态，提升行业组货能力、基础电商运营能力和直播服务能力。2020 年包括品牌商、MCN 机构以及代运营商等，纷纷开启直播基地建设，主要围绕店播展开业务。以淘宝为例，目前淘宝对应的代播服务商已经超过 200 家，另有服饰基地 100 家、珠宝基地 17 家。

表 12：部分省市和地区直播产业相关政策

城市	相关政策	发布时间	发展目标	发展定位
深圳	关于进一步激发消费活力促进消费增长的若干措施	2020.07	培育 1000 名网红主播；打造 10 个 100 亿级直播基地	形成行业集聚效应
青岛	青岛市直播电商发展行动方案（2020-2022 年）	2020.06	构建一批直播电商产业集聚区、扶持一批具有示范带动作用的头部直播机构；培育 10 家有影响力的 MCN 机构；孵化 100 个网红品牌；培训 1000 名带货达人	中国北方直播电商领先城市
杭州	余杭区直播电商政策（直播电商 12 条）	2020.06	中国（杭州）直播电商产业基地，扶持 10 家具有示范带动作用的头部直播机构；培训 5000 名带货达人；实现 1000 亿元的成交总额	直播经济第一区
广州花都	广州市花都区扶持直播电商发展办法（2020-2022）	2020.06	到 2022 年建成 10 大在国内有影响力的直播电商基地；打造 100 家直播示范店；培训和引入 1000 名以上带货达人（带货网红、“网红老板娘”等）；全区电商网络零售额超 1000 亿元的目标	直播电商名都
义乌	义乌市加快直播电商发展行动方案	2020.06	3 年内建成 10 个直播电商产业带；培育 100 家具有示范带动作用的直播机构；打造 1000 个网红品牌、培养 10000 名带货达人；2022 年直播电商交易额突破 1000 亿元的目标	全国知名的网红产品营销中心网红达人“双创”中心网红直播供应链主体集聚中心
济南	大力发展电商经济打造直播经济总部基地的实施方案	2020.06	打造一批直播经济基地；建设一批产业直播经济集群；培育引进 20 家以上全国知名的直播、短视频经济总部；100 家以上具有影响力的 MCN 机构；300 个以上网红品牌；5000 个以上直播间；10000 名以上直播电商带货网红达人	全国著名的直播经济总部基地
重庆	重庆市加快发展直播带货行动计划	2020.05	到 2022 年打造 20 个以上产地直播基地；至少发展 100 家具有影响力的直播电商服务机构；孵化 1000 个网红品牌、培育 10000 名直播带货达人；力争实现直播电商年交易额突破百亿元	直播应用之都、创新之城
菏泽	菏泽市直播电商发展行动方案（2020-2022 年）	2020.05	到 2022 年建 10 个直播电商产业集聚区；扶持 50 家具有示范带动作用的 MCN 公司；孵化 100 个网红品牌；培育一批网红带货达人	长江以北知名的直播电商发展高地
四川	品质川货直播电商网络流量新高地行动计划（2020-2022 年）	2020.04	到 2022 年 10 个特色产业直播电商网络流量基地；100 个骨干企业；1000 个网红品牌；10000 名网红带货达人	全国知名的区域直播电商网络流量中心
广州	广州市直播电商发展行动方案（2020-2022 年）（直播电商 16 条）	2020.03	到 2022 年构建 1 批直播电商产业聚集区；扶持 10 家具有示范带动作用的头部直播机构；培育 100 家有影响力的 MCN 机构；孵化 1000 个网红品牌；培育 10000 名带货达人	全国著名的直播电商之都

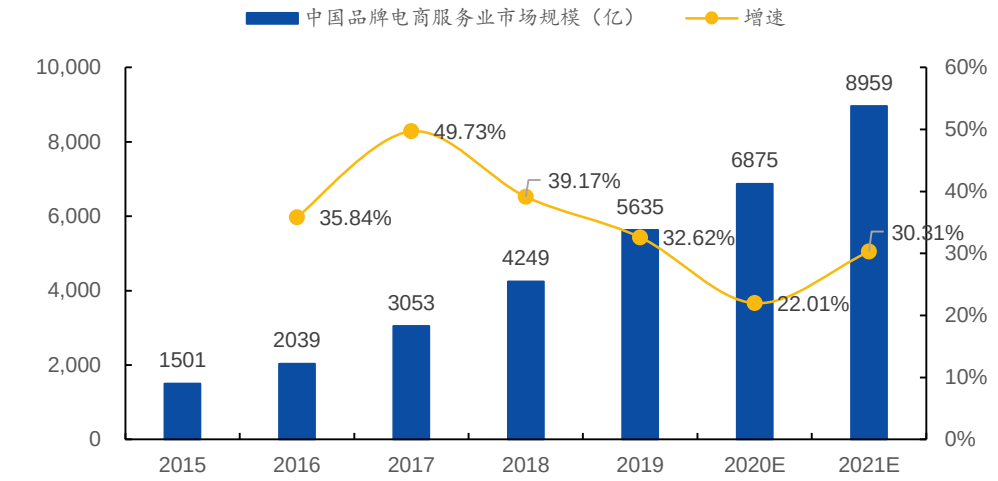
资料来源：淘宝直播，虎嗅，国元证券研究所

4、子行业—电商代运营：乘电商红利，伴品牌成长

4.1 受益于跨境电商、新型电商发展，代运营行业增长空间较大

依托于 B2C 电商，品牌电商服务市场规模快速增长，2019 年交易规模达到 5635 亿亿元，4 年复合增速高达 39.19%，对于 B2C 电商渗透率 10.50%。根据艾瑞数据，预计 2025 年品牌电商服务行业规模有望达 2.04 万亿，渗透率提升至 13.7%。2020 年新冠疫情加剧了线上对于线下渠道的替代，品牌加速数字化转型，完善线上渠道铺设，为品牌电商服务市场扩容奠定基础。

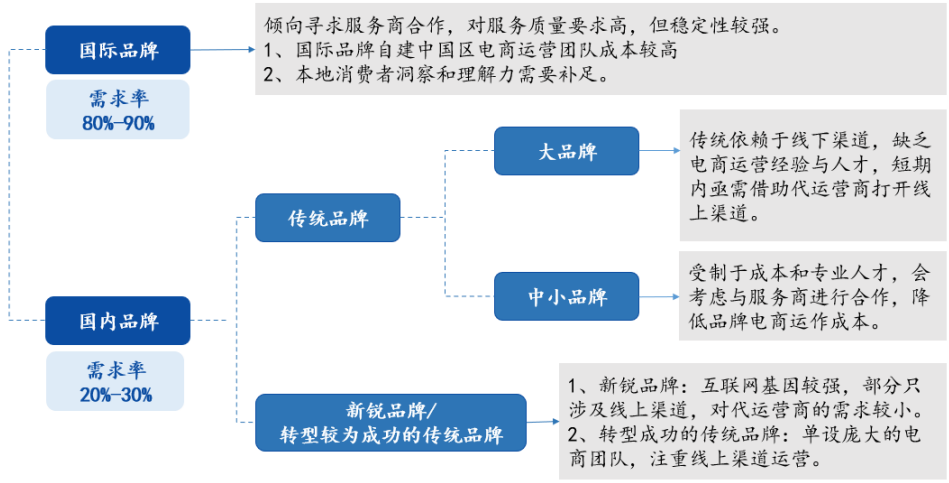
图 79：品牌电商服务市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，宝尊公告，国元证券研究所

国际品牌对于代运营商需求率高达 80%-90%，而国内品牌中传统国货品牌对电商服务商依存度高。根据艾瑞的数据，2019 年国际品牌对于服务商需求比率达到 80%-90%，主要由于 1）国际品牌组建国内电商团队成本较高，外包具有成本优势；2）借助品牌服务商对于本地消费者的洞察和理解，可帮助国际品牌更好在中国落地运营。同时由于国际品牌对服务质量要求高，大品牌所需的服务团队规模较大，因此更倾向于选择过往具备品牌运营经验的服务商合作。国内品牌方面，对于品牌服务商的需求比例约在 20%-30%。不同类型的国产品牌对服务商的需求有所差异：1）传统国货品牌：在渠道变革中线上转型较慢、产品老化或处于下坡期的传统国货品牌，可借助电商服务商实现快速转型，补足线上渠道能力，对 TP 需求较大；2）国产中小品牌：主要受制于组建电商团队的成本效率考虑，可能寻求与服务商的合作；3）新锐品牌或转型成功的传统品牌：这类企业非常注重线上渠道，具备一定互联网基因，线上渠道能力成为了品牌的核心竞争力之一，通常会选择自建电商运营团队，对 TP 需求小。

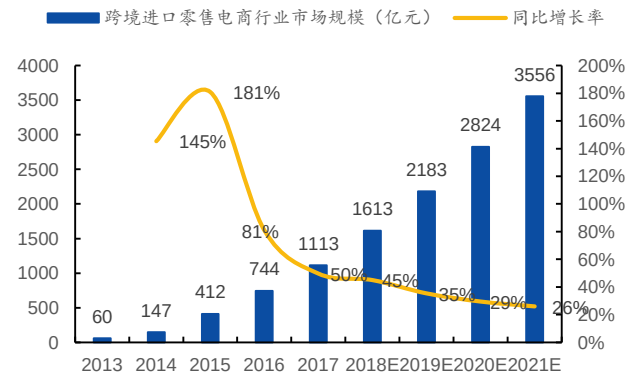
图 80：国际品牌与国内品牌对于电商服务商需求对比情况



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

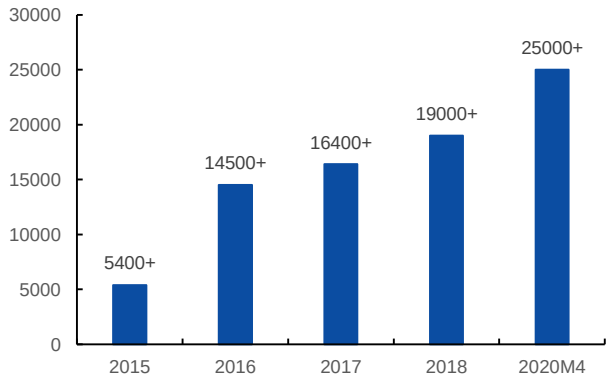
跨境进口电商处于高增长期，2020 年阿里计划持续发力引入进口品牌，品牌电商服务行业下游需求持续扩容。2017 年我国跨境进口零售电商行业市场规模为 1113 亿元，同比增速高达 50%，预计到 2021 年达到 3556 亿。天猫国际自 2016 年起加速品牌引入，截至 2020 年 4 月已有全球 92 个国家和地区的 25000 多个海外品牌入驻天猫国际，2020 年天猫进出口事业群总裁刘鹏在天猫国际商家大会上宣布，将通过加速海外品牌入驻、打造国际商家孵化中心、推出进口旗舰店 1.0 三大策略，孵化更多海外品牌的“数字化首店”，全力推进阿里巴巴 5 年 2000 亿美元大进口战略。2020 年 1-5 月，天猫国际引入新品牌增速同比增长 64%； 618 期间，海外品牌成交同比增长 43%，超 4000 个海外品牌同比增长翻倍。小众进口品牌的优质表现有望促使越来越多的国际品牌进入中国市场，这类品牌对代运营商的依赖度高，跨境品牌电商代运营服务需求预计将持续扩张。

图 81：跨境进口零售电商行业市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

图 82：天猫国际引入进口品牌数

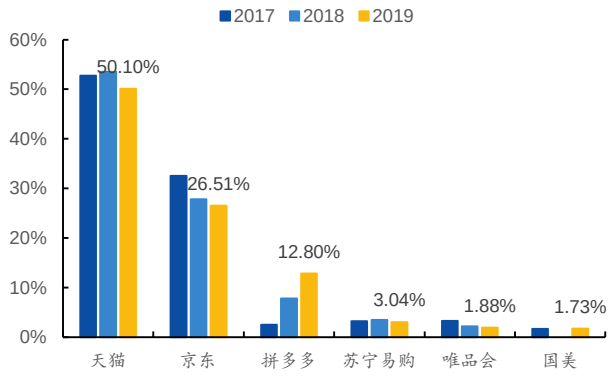


资料来源：CBNData，天猫国际，国元证券研究所

除天猫、京东两大传统强势平台外，拼多多、抖音、快手等新兴电商体系的崛起为代

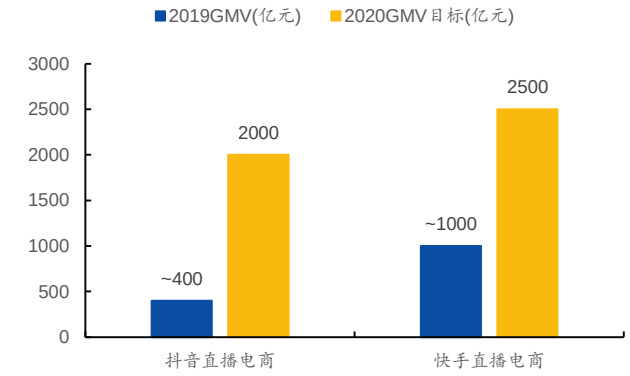
运营商提供新机会。2019 年拼多多平台交易规模破万亿，占 B2C 平台的比例已达到 12.8%；根据网经社的数据，2020 年抖音与快手平台直播电商 GMV 目标分别达到 2000 亿与 2500 亿，预计将为电商零售市场带来大额增量。品牌商多元化的渠道布局，为代运营商多平台拓展带来新机遇。此外，“网红带货”、“直播电商”、“私域流量运营”等新电商零售模式提高了电商运营的复杂度，例如品牌商与内容平台、KOL、MCN 等机构的接洽、使用平台付费工具精准触达目标客户、捕捉消费者需求偏好及变化、快速对消费者进行识别与画像等都给品牌方带来巨大挑战，成熟代运营商的价值愈发凸显。我们认为，新流量格局和新电商零售业态下，品牌运营需求有望进一步拓展，赋予了电商代运营行业新的增量机会。

图 83：B2C 平台交易规模占比情况



资料来源：网经社，国元证券研究所（注：国美 2018 年交易规模未进入前列）

图 84：抖音与快手平台直播电商 GMV 情况



资料来源：网经社，国元证券研究所

4.2 头部成熟品牌倾向服务费模式，新兴品牌以及有销量需求的品牌倾向经销模式

品牌方与代运营商的合作模式有经销模式和服务费模式两种，日常经营中，经销模式重资金投入、服务费模式重人力，两种模式适用于不同阶段品牌。从盈利模式上看，经销模式的毛利主要是商品进出货差价加品牌返利，费用主要是服务商在平台销售相关的销售费用投入。服务模式的收入通常是基础服务费+GMV*佣金率构成，佣金率随 GMV 增长会有所降低。经销模式下，服务商自垫资金购买商品，承担库存风险和平台的销售推广中产生的销售费用，对于资金要求较高。但在这种模式下服务商的单品牌天花板不明显，可以充分享受品牌线上渠道高增长带来的红利，同时 TP 在新品开发、销售策略和投放策略等多维度话语权更强。从品牌的角度看，经销模式下服务商可帮助品牌方消化销售增长压力，且存在一定的压货空间，在销售达成上更具确定性，适合新进入中国市场的海外品牌以及有确定销售增长需求的品牌。而服务模式下，TP 不承担库存风险，资金占用较少，风险较小，服务更偏服务者的角色，但相对而言对于品牌的话语权较低，同时不能充分享受品牌高增长带来的完整红利，通常服务费增速低于品牌 GMV 增速。从品牌的角度看，服务费模式适合相对成熟的头部品牌。

表 13：代运营模式与经销模式对比

	服务费模式	经销模式
合作方式	服务商不拥有商品，帮助品牌方代为销售	服务商自垫资金购买品牌商的货物，并进行销售
盈利方式	基础服务费（通常根据人员需求确定）+ 销售提成（销售额*佣金率，可能为梯度式）	商品买卖价差-公司支付的销售与管理费用
适合什么样的品牌	在中国有完整电商团队的品牌； 自身品牌力、营销能力强的品牌	新进入中国市场的海外品牌； 有较高的销售达成需求
服务商优势	**不承担库存、资金占用较少； 更偏服务者的角色，风险较小**	**收入天花板不明显，随品牌方 GMV 线性增长； 对品牌销售的参与度更深、影响力更强、绑定更紧密**
服务商劣势	**随 GMV 增长佣金率会下滑，单品牌收入有一定天花板**	**资金占用量大，存在较高的存货跌价风险**
代运营商话语权	话语权较低，以品牌方为核心，通过提案方式给出建议	话语权较高，体现在新品制定、销售策略、投放策略等多维度

资料来源：天猫，国元证券研究所

美妆头部品牌更倾向于自营或服务费模式，但部分中腰部欧美、日韩品牌仍以经销模式为最优选择。我们统计了去年双十一排名前三十的品牌与服务商合作的情况，其中服务费模式占比超 50%，其次是自营模式，占比 37%，经销模式占比 10%。头部品牌特别是海外头部品牌服务模式诉求强烈，除欧莱雅由于早年在中国收购了百库，旗下品牌多为自营模式外，大部分头部海外品牌均选择服务费模式。我们认为大型美妆品牌选择服务费模式，主要还是基于与第三方合作性价比及效能更优。同时近年来，海外头部品牌天猫旗舰店高增长，经销模式下转移给 TP 的毛利空间和确定性较大，品牌方做经销模式的诉求不强。但部分欧美、日韩中腰部品牌，由于在中国尚不具备自建成熟电商团队的条件，且具有较强的销售达成诉求，与 TP 采取经销模式合作仍为其最优选择。

表 14：国内外知名品牌代运营商概览（品牌按照 2019 年十一月护肤品类排名）

品牌	所属集团	运营主体	代运营模式
欧莱雅	欧莱雅集团	自营	由经销转自营
兰蔻	欧莱雅集团	自营	由经销转自营
雅诗兰黛	雅诗兰黛集团	杭州悠可	服务费模式
OLAY	宝洁集团	壹网壹创	服务费模式
SK-II	宝洁集团	杭州悠可	服务费模式
百雀羚	百雀羚集团	壹网壹创	2020 年 10 月将由经销转为服务费模式
自然堂	珈蓝集团	自营	自营
后	LG 生活健康	丽人丽妆	服务费模式
薇诺娜	贝泰妮	自营	自营
修丽可	欧莱雅集团	自营	自营
HomeFacialPro	广州蚕壳网络	自营	自营
海蓝之谜	雅诗兰黛集团	乐其电商	服务费模式
伊丽莎白雅顿	伊丽莎白雅顿	壹网壹创	服务费模式
资生堂	资生堂集团	乐其电商	服务费模式
雪花秀	爱茉莉太平洋集团	丽人丽妆	经销模式
HR 赫莲娜	欧莱雅集团	自营	自营
科颜氏	欧莱雅集团	自营	自营
悦诗风吟	爱茉莉太平洋集团	上海联恩	服务费模式
WIS	广州慕可生物科技	自营	自营
芙丽芳丝	佳丽宝集团	丽人丽妆	经销模式
阿芙	阿芙	自营	自营
珀莱雅	珀莱雅	自营	自营
娇兰	LVMN 集团	乐其电商	服务费模式
娇韵诗	娇韵诗	杭州悠可	服务费模式
黛珂	高丝集团	杭州悠可	服务费模式
欧舒丹	欧舒丹	杭州悠可	服务费模式
希思黎	希思黎	2020 年从丽人丽妆转到杭州悠可	经销转服务费模式
怡丽丝尔	资生堂集团	上海联恩	服务费模式
倩碧	雅诗兰黛集团	杭州悠可	服务费模式
兰芝	爱茉莉太平洋集团	丽人丽妆	经销模式

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

丽人丽妆是业内少有的以经销模式为主的 TP，其经销收入占比达到 96%，宝尊电商、壹网壹创近年来主要以服务模式拓展业务。对比目前国内的头部 TP，宝尊电商公司主要合作模式为非经销模式，2019 年其非经销模式 GMV/收入占比分别达到 91%/53%；壹网壹创截至 2019 年收入仍以品牌线上营销服务（经销模式）为主，但近年来占比显著下降，2016-2019 年由 72.39%降至 52.16%，2020 年 10 月起经销模式大客户百雀羚将转为服务费模式，这一比例预计将进一步下降；若羽臣侧重于母婴行业，以经销与分销模式为主，2019 年公司经销+分销模式占比分别达到 36.84%与 44.01%。

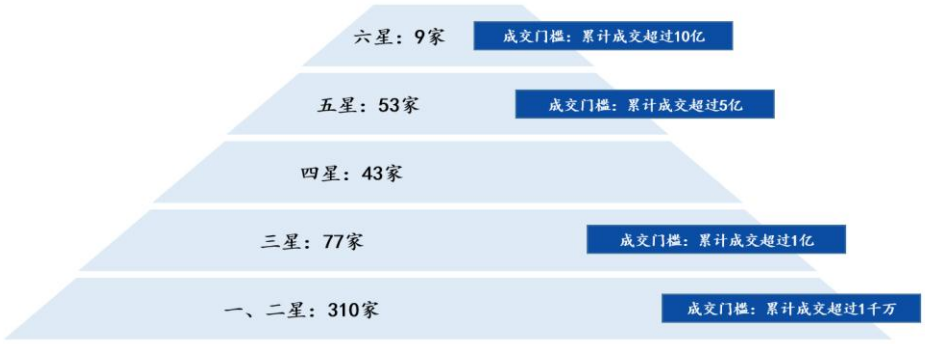
表 15：头部代运营商业务模式比较（2019 年数据）

公司	丽人丽妆	若羽臣	宝尊电商	壹网壹创
公司特质	线上化妆品营销零售服务商	快消品运营、分销、品牌营销策划	IT 系统、物流仓储能力出色，一站式全品类服务	专注于美妆品类的垂直型电子商务服务运营商
业务构成	**电商零售业务 95.50%** 品牌营销运营服务 3.39% 其他 1.11%	**线上代运营零售模式 36.84%** 渠道分销业务 44.01% 线上代运营服务模式 12.48% 品牌策划业务 6.68%	**经销模式 47%** 非经销模式 53%	**品牌线上营销服务 52.16%** 品牌线上管理服务 20.59% 线上分销 27.07% 内容服务 0.18%

资料来源：招股说明书，国元证券研究所（注：红色字体为经销模式，电商零售业务、线上代运营零售模式、品牌线上营销模式为经销模式的不同表述；蓝色为服务费模式的不同表述；紫色为 TO B 分销模式，丽人丽妆、宝尊电商未对这一模式进行拆分。）

全行业公司数量众多，综合性服务商宝尊及垂直领域的头部公司展现出专业度高、资源丰富，有望不断强化头部优势。2020 年上半年，天猫认证服务商 1086 家，其中根据店铺运营能力、品牌营销能力、消费者运营能力、渠道运营能力、新零售运营能力、数据运营能力和承接店铺规模，天猫评选出星级服务商 492 家。其中六星服务商 9 家（门槛累计成交超 10 亿），五星服务商 53 家（成交门槛值 5 亿），四星 43 家，三星 77 家（门槛值 1 亿），一二星级 310 家（门槛值 1 千万）。对于高星级服务商，天猫给予更多的资源倾斜（数据资源，对接资源）。

图 85：天猫服务商星级划分



资料来源：天猫，国元证券研究所

头部公司不断拓展细分品类、合作品牌数量，继续扩大竞争优势，有望进一步增强产业壁垒。2020 上半年 6 星级服务商包括宝尊电商、凯诘电商、兴长信达、青木科技、丽人丽妆、百秋网络、壹网壹创、碧橙网络、上佰电商。其中宝尊电商是综合性代运营商代表，共涉及包括快消、3C、服饰鞋履、汽车和家电等 8 大细分品类，截止 2020 年二季度服务品牌数达到 250 个；其它六星代运营商多深耕垂直品类做细分市场的拓展，如丽人丽妆从美妆个护拓展至母婴、纸品、食品等品类，壹网壹创收购上佰电商进军家电品类，同时签约泡泡玛特、盐津铺子等进军潮玩、食品等类目，近几年合作品牌数均不断增长。

表 16：2020 年上半年天猫六星服务商及其覆盖的行业

公司名称	合作品牌数	美妆个护	食品饮料	母婴	保健品	3C	服饰鞋履箱包	汽车	家电	家居建材
宝尊电商	250	o	o		o	o	o	o	o	o
凯诘电商	30	o	o	o						
兴长信达	54		o	o		o	o	o	o	o
青木科技	30+						o			
碧橙网络	18+	o		o	o			o	o	
上海百秋	41						o			
丽人丽妆	65	o	o	o			o			
壹网壹创	40+	o	o						o	
上佰电商（被壹网壹创收购）	14+								o	o

资料来源：天猫服务商官网，公司公告，公司官网，国元证券研究所

4.3 未来看点：积极拓展多电商平台、孵化自有品牌，寻找新增长点

1）横向拓展新型电商平台

2020 年起，疫情加速线上化趋势，直播电商与私域电商成为新风口，抖音、快手两大内容平台加快电商化布局，同时以微信小程序为代表的私域电商体系也崭露头角。这一过程中诞生出一系列内容平台的服务运营商，例如值得买旗下的星罗平台成为华熙生物在抖音平台的服务商，帮助华熙规划每个月在内容平台的投放达人合作计划、协助对接达人及直播合作，并提供售前、售中和售后服务；微盟旗下的红人电商服务平台盟眺成为首批快手品牌生态服务商，帮助新品牌官方入驻快手平台，为品牌提供账户运营、内容制作、广告投放、网红合作分销等在内的服务，并且面向品牌账号提供短视频、直播等培训，赋能品牌“短视频+直播电商”营销。

现有 TP 向新型电商拓展难度较低，同时有望催生出对新生态零售理解透彻的综合电商平台服务商。在各电商平台与内容平台中，淘系的算法、投放系统逻辑复杂度处于高水平，相应代运营商的能力也较高，因此深谙淘系玩法与规则的头部 TP，在其他新兴平台同样可能复制类似打法。同时，新生态零售背景下更加注重利用数据、科技、场景、体验、社群等新的概念和玩法满足消费者的需求，头部 TP 在数据、技术等方面均有深厚积累，同时对零售本质与“人货场”的理解具备一定经验，在向新平台的拓展中具备资源与经验优势。

图 86：星罗 X 华熙生物抖音合作案例



资料来源：公司官网，国元证券研究所

2）向上游拓展，孵化自有品牌

近几年崛起的互联网品牌创始人多有电商运营背景，自有品牌孵化有望成为代运营公司的第二成长曲线。以完美日记、花西子、橘朵为代表的一众新锐国产化妆品品牌在近几年迅速崛起，这些具有互联网基因的品牌只用了 2-3 年，就走完了传统品牌 5-10 年甚至更长时间才能走完的销售额增长和公司价值增长之路，2019 年双 11 期间，完美日记与花西子均跻身天猫双 11 彩妆 TOP10，完美日记更是超过一众国际品牌位居榜首。这类新锐品牌的创始团队的共通之处是，多具备丰富的电商运营经验，例如，完美日记创始人黄锦峰曾在淘品牌御泥坊担任 COO（首席运营官）、花西子创始人花满天曾在壹网壹创担任百雀羚的运营总监、橘朵创始人郑自跃曾在老牌电商品牌稚优泉担任操盘手，电商运营能力已成为新锐国货品牌的核心竞争力之一。代运营公司凭借多年与国内外知名品牌的合作已具备出色的运营、营销能力，擅长利用淘系数据分析工具进行市场洞察与目标消费者触达，为自有新品牌孵化打下了坚实的基础。

表 17：国产新锐品牌创始团队背景总结

品牌	创始团队及背景	创立时间	营销红利	明星单品	2020H1 淘系销售额
完美日记	创始人黄锦峰为御泥坊前 COO	2016 年	小红书	动物眼影	12 亿+
花西子	创始人花满天为百雀羚旗舰店前运营总监	2017 年	直播、抖音	蚕丝蜜粉	10 亿+
橘朵	创始人郑自跃曾在稚优泉担任过操盘手，任职高管	2016 年	小红书	单色腮红	3 亿+
半亩花田	创始人亓金亮具备多年电商从业经验	2010 年	抖音	猫爪手膜	6 亿+
color key	创始人李琴娅原为卡姿兰集团副总经理兼市场总监，市场总监谭征嵩为前 MCN 机构快美商业化总监	2018 年	小红书、抖音	空气唇釉	4 亿+
WIS	创始人黎文详为软件工程专业出身	2011 年	微博	玻尿酸极润面膜	4 亿+

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

代运营公司品牌孵化能力已崭露头角，多个代运营商曾助力小众国际品牌完成中国市场 0-1 的突破。以丽人丽妆、杭州高浪、御家汇等为代表的具备代运营能力的公司，均在自有品牌/辅助国际小众品牌孵化上有所尝试，且小有成就。例如，丽人丽妆于 2014 年就创立了自有品牌，主打“萌”美妆工具的 momoup，曾进驻天猫、屈臣氏等主流渠道；2018 年丽人丽妆获得美国老牌护肤品牌奥伦纳素的代运营权，协助品牌开拓中国市场，通过帮助品牌构造“小红书 KOL 种草+红人微电影宣传+直播间承接”营销闭环，助力品牌体量从 2018 年的 1000-2000 万，上升至 2019 年 1.4 亿，截至 2020 年上半年品牌销售额已经达到约 1.5 亿。同时，御家汇也通过品牌代运营的方式，推动法国贵妇品牌伊菲丹爆发式增长，自 2019 年下半年承接业务后伊菲丹实现了半年销售额约 7000 万的成绩。2020 年 10 月，壹网壹创公告定增预案，计划募集 11 亿资金，其中 5.34 亿用于孵化美妆、零食、轻家电等领域自有品牌，并开展线上店铺直播、视频平台代运营和 IP 号打造等内容电商服务，有望形成新的利润增长点，并加深公司壁垒。

表 18：代运营孵化代表品牌

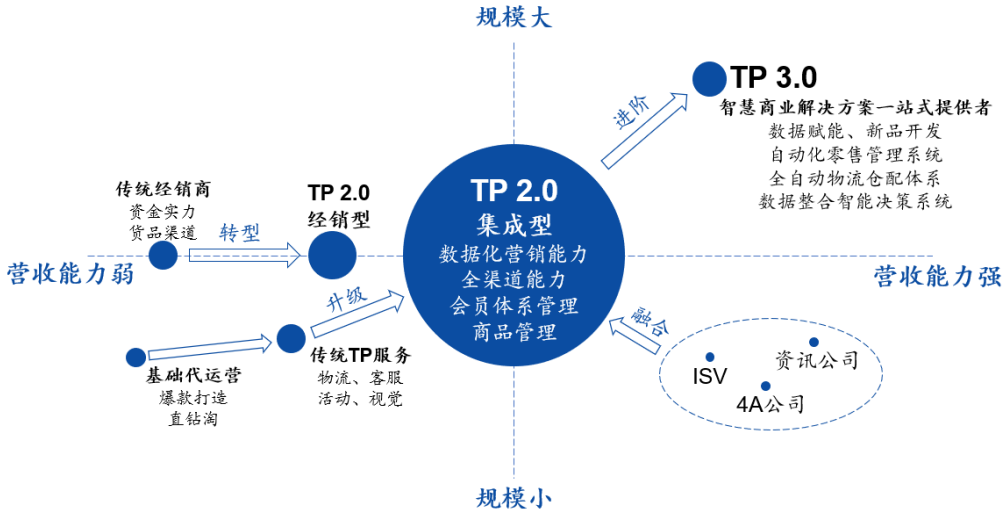
品牌图示	品牌名称	代运营商	成长轨迹
	奥伦纳素	丽人丽妆	2020 年 3 月丽人丽妆开始代运营奥伦纳素，品牌体量从 2018 年的 1000-2000 万上升至 2019 年 1.4 亿，截至 2020 年上半年品牌销售额已经达到约 1.5 亿；2020 年 5 月 25 日天猫 618 预售首日，天猫奥伦纳素爆品冰白面膜成交增长 1346%，品牌整体增长 146%，涂抹面膜行业第二，眼膜行业第一。
	伊菲丹	御家汇	2019 年 7 月御家汇开始承接伊菲丹，2019 年下半年起品牌开始爆发式增长，半年销售额超 7000 万；2020 年 6 月伊菲丹旗舰店月度销售额超 1700 万元，其中明星产品超级面膜 JOUR（1600 元/50ml）月销 4000+，焕颜修护礼盒（1800 元/超级面膜 50ml+精华面膜 30ml）月销 6000+。
	SNP	杭州高浪	2014 年高浪开始运营 SNP，不到两年助力 SNP 成为进口美妆面部护肤 TOP3 品牌；2017 年初助推 SNP 完成韩国本土 IPO，618 销售额超 300 万元；2019 年 12 月单月销售额超 1 亿元，位列天猫护肤 TOP10。
	sesderma	杭州高浪	2017 年 6 月高浪引入 sesderma，成功打造焕白身体乳、白藜芦醇精华等爆品，仅用半年便突破亿元销售大关；2018 年进入天猫国际美妆双十一进口消费榜 TOP10；2019 年 8 月爆品白藜芦醇精华在天猫海外旗舰店总销量 15 万+；2019 年双十一天猫品牌销售额约达 900 万元。
	bblab	杭州高浪	2017 年高浪引入 Bb lab，打造爆品复活草面膜，迅速成为天猫国际涂抹式面膜 No.1；2017 年 618 销售额超 54 万元；2019 年 11 月复活草面膜天猫总销量 28 万+，品牌销售额近 4500 万元，年销售额过亿；2020 年 3 月品牌销售额再创新高，超 5000 万元。

资料来源：公司官网，爬虫数据，国元证券研究所

3）向下游拓展，为品牌提供咨询、广告、MCN 等全链路服务

代运营商从传统劳动力密集的“服务外包商”，逐渐融合 ISV、咨询公司、4A 公司等业务能力，向更具价值创造性的“品牌综合服务商”转型，未来有望拓展至更多营销类职能。根据天猫品牌电商服务商能力矩阵图，早期代运营商更偏线上经销商或传统人力堆积型服务商，负责的业务相对单一，对品牌的影响力较小。随行业的发展，大部分头部代运营公司拓展自身能力矩阵，向 TP2.0 升级，成为具备整合营销能力、全渠道能力、会员体系管理能力的集成型运营商。近年来，头部 TP 凭借多年积淀的对品牌、消费者的深入了解、丰富的数据积累、以及运营服务过程中的技术积累，逐渐融合 ISV（独立软件开发商）、4A 公司、咨询公司、MCN 机构等多种类型的业务，成长为可帮品牌提供从“业务咨询”到“销售落地”的一站式商业解决方案的综合服务商。

图 87：品牌电商服务能力发展矩阵



资料来源：壹网壹创，国元证券研究所

头部 TP 均广泛拓展业务矩阵，兼具电商能力、营销能力、技术能力的品牌综合服务商。例如，宝尊电商目前的服务涵盖店铺运营、数字营销、客户服务、供应链物流、IT 技术服务等全流程，其中数字营销服务包含电商策略制定、媒体投放、内容营销、创意制作、CRM、大数据营销等，具备媲美 4A 公司、创意公司、以及新兴 MCN 公司的能力；壹网壹创也为品牌提供品牌定位咨询、产品策略、新品开发、整合营销、礼盒定制等多项延伸服务，创意设计与营销策划能力业内领先。此外，杭州高浪已成功从一家从事海外品牌代理、线上经销商、代运营的公司，转型为海外小众品牌孵化平台、品牌资产管理公司，不仅负责品牌的终端销售，同时还承接品牌的营销策划，兼具电商公司和 4A 公司的双重属性。

图 88：宝尊电商提供的整合电商服务



资料来源：宝尊电商官网，国元证券研究所

图 89：壹网壹创运用大数据新品设计开发流程图



资料来源：壹网壹创招股说明书，国元证券研究所

行业资本化加速，有望助力整合。自 2019 年壹网壹创成功登陆 A 股创业板后，头部公司上市进程加速，2020 年 9 月丽人丽妆与若羽臣分别登陆上交所主板与深交所中小板；同时优趣汇在港交所提交上市招股书，宝尊电商公告回港二次上市，11 月凯淳股份进入创业板上市发行审核。与此同时，一级市场头部玩家持续获得融资，上佰电商与壹网壹创完成并购或开启行业整合。2019 年 12 月，时尚垂直领域的百秋电商完成 4.94 亿元战略投资融资，投资方为峰尚资本、红杉资本中国、智诚海威；2020 年 5 月，食品、母婴品类的阿里系代运营商乐其电商完成 B+轮融资，投资方为 CMC 资本（华人文化产业投资基金）；8 月，碧橙电商启动创业板上市辅导；此外，2020 年 5 月壹网壹创以 3.62 亿人民币对价收购浙江上佰电商，开启行业整合。未来代运营行业在资本加成下，有望加速整合，头部公司有望实现强者恒强。

表 19：头部代运营商二级市场资本化状况

代运营商	成立时间	TP 星级	主要合作品类	主要合作品牌	资本化状况
宝尊电商	2007	6	服饰、3C、食品	耐克、zara、微软	2015 年纳斯达克上市，**2020 年在港股二次上市**
壹网壹创	2012	6	美妆、个护、潮玩、食品	百雀羚、宝洁、OLAY、雅顿、泡泡马特、盐津铺子	2019 年 11 月创业板上市
丽人丽妆	2007	6	美妆、个护	雪花秀、后、兰芝、雅漾	**2020 年 9 月 29 日上交所主板上市**
若羽臣	2011	5	母婴、食品、小家电	美赞臣、合生元、善存、swisse、美迪惠尔	**2020 年 9 月 25 日深交所中小板上市**
优趣汇	2010	5	美妆、个护、健康产品、母婴	尤妮佳、苏菲、小林制药	**2020 年 6 月提交招股书，拟港交所上市**
凯淳股份	2008	5	日化、美妆、轻奢饰品、食品	施华洛世奇、卡诗、帕尔马之水、馥蕾诗、联合利华	**2020 年 11 月进行创业板上市发行审核**
杭州悠可	2012	5	美妆	雅诗兰黛、倩碧、SK-II	2017 年 3 月被青岛金王全资收购，后 2019 年 4 月被中信资本收购

资料来源：公司公告，国元证券研究所（加粗字体为头部公司 2020 年资本化状态）

表 20：头部代运营商资本化状况（一级市场）

代运营商	成立时间	TP 星级	主要合作品类	主要合作品牌	资本化状况
乐其电商	2009	5	母婴、美妆个护、食品保健品	卡夫、雀巢、芭比波朗、悦木之源	**2020 年 5 月 B+轮，CMC 资本为单一最大股东**
上佰电商	2011	6	家具家电	小天鹅、美的、松下、联想	**2020 年 5 月被壹网壹创收购 51%股权**
百秋电商	2011	6	鞋服、国际时尚	MCM、swatch、New Balance	2019 年 12 月获 4.94 亿元战略投资融资，投资方为峰尚资本、红杉资本中国、智诚海威
杭州高浪	2012	4	美妆、个护	SNP、sesderma、BbLABORATORIES	2019 年 11 月完成数千万美元 B 轮融资，投资方为 C 资本（C Ventures），
碧橙电商	2013	6	消费电子、母婴、美妆、保健	索尼、西门子、HACCI、妮飘	**2020 年 3 月与 7 月，完成股权融资，投资方包括彬复资本、兴富资本等，8 月启动创业板上市辅导**
ecMAX 极易电商	2015	AAA（京东最高级）	商超、3C、美妆个护、食品保健、家居	沃尔玛、佳能、香蕉船、故宫文创	**2020 年准备报纳斯达克（红筹架构）上市，京东科技为第二大股东**

资料来源：华映资本，国元证券研究所（加粗字体为头部公司 2020 年资本化状态）

5、投资建议

展望 2021，零售行业线上渠道加速渗透，同时在渠道、媒介的快速变革下，催生出新的平台、品牌商、服务商机会，我们给予行业“推荐”评级。建议重点关注两条投资主线：

1、**化妆品：**行业持续高景气，未来成长空间大、高增长确定性强。1）电商为化妆品板块中占比最高、增速最快的渠道，重点推荐率先完成线上转型/布局、组织架构灵活、多品牌布局初步成型的化妆品品牌商**珀莱雅、御家汇**，同时建议关注积极推进线上化转型的**丸美股份**。2）功能性护肤已成为当前美妆消费的风口之一，行业具备高增长、高壁垒、高集中度的特性，预计在消费者代际切换、美妆消费持续升级的情况下，仍将保持快速增长。建议关注拥有行业头部品牌的**贝泰妮（拟上市）、上海家化**；3）中国彩妆市场自 2017 年起加速增长，同时国货品牌依靠国内成熟的供应链体系、通过对互联网流量的发掘与运营、实现对行业趋势的精准捕捉，在短时间内快速成长。建议关注国内新锐互联网彩妆集团**逸仙电商（完美日记母公司）**。4）化妆品上游代工企业同样受益于行业高增长红利，且兼具稳定性与成长性，未来在电商环境下，新锐化妆品品牌对代工厂的需求强劲、且具备较强的爆发力，建议关注国内 ODM 龙头企业**青松股份**。

2、**电商平台及相关服务商：**新冠疫情促使品牌商与消费者均加速向线上转移，叠加各大电商平台与内容平台的政策倾斜，预计电商渠道将持续高增长。1）电商代运营商作为链接品牌、平台、消费者的关键环节，有望持续受益于电商零售行业增长红利，且当前头部企业资本化进程加快，有望在资本加持下率先进行行业整合，提升行业集中度，建议关注已上市的头部代运营商**壹网壹创、丽人丽妆、宝尊电商**。2）当前时点电商内容化、内容电商化趋势凸显，各大电商平台、内容平台竞争加剧，第三方导流平台有望依托其价格筛选能力及内容能力，在消费者购物决策环节发挥重要作用，建议关注电商导购龙头平台**值得买**。3）电商平台下沉加速，消费者对于线上高性价比的必选消费品需求增加，建议关注兼具品牌力、供应链整合能力、电商流量运营能力的**南极电商**。

表 21：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS			PE		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603605	珀莱雅	买入	163.00	32782.06	1.96	2.34	2.86	83.16	69.66	56.99
600315	上海家化	买入	38.63	25930.33	0.83	0.62	0.86	46.54	62.31	44.92
603983	丸美股份	增持	58.01	23262.01	1.37	1.32	1.55	42.34	43.95	37.43
300740	御家汇	增持	15.89	6531.75	0.07	0.29	0.39	227.00	54.79	40.74
300132	青松股份	买入	22.69	11721.22	0.96	1.06	1.25	23.68	21.41	18.15
300792	壹网壹创	增持	113.00	16300.27	1.52	2.31	3.68	33.53	48.92	30.71
605136	丽人丽妆	增持	33.99	13596.34	0.71	0.84	1.03	47.54	40.46	33.14
300785	值得买	增持	102.41	8252.64	1.49	1.98	2.63	68.58	51.79	38.92
002127	南极电商	增持	16.40	40259.87	0.49	0.63	0.81	33.38	25.86	20.17

资料来源：Wind，国元证券研究所

6、风险提示

疫情出现反复，经济增速下行，消费景气度下滑；品牌端竞争加剧，新品牌/新项目孵化不达预期。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188