开源证券

从完美日记，看DTC模式如何打造彩妆“国货之光”

姓名 黄泽鹏（分析师）

证书编号：S0790519110001

邮箱：huangzepeng@kysec.cn

姓名 符超然（联系人）

证书编号：S0790120080062

邮箱：fuchaoran@kysec.cn

2020年11月20日

摘要

1.“颜值经济”时代，化妆品彩妆赛道持续高景气；新生代美妆消费者积极拥抱“国货之光”

受益于颜值经济时代消费者对“美”的追求，我国化妆品行业近年来持续高景气，其中彩妆细分赛道三年CAGR达25%，增速更高。从消费人群看，Z世代和千禧年已成为化妆品消费主力军（根据CIC数据，二者人口合计占比30%，但化妆品消费贡献接近60%）。新生代美妆消费者的一大突出特征是对国货接受程度提高，而完美日记正是彩妆优质国货品牌的代表。2020年11月19日，完美日记母公司逸仙电商正式在纽交所挂牌上市，首日收盘价18.40美元，总市值达到122亿美元。逸仙电商通过DTC模式高效运转，仅用4年打造出彩妆领域“国货之光”完美日记，成为行业典型案例。

2.逸仙电商（完美日记）：高速成长的国产多品牌化妆品龙头，DTC模式打造彩妆类目NO.1

逸仙电商2019年销售总额35亿元，同比增长363.7%；2020前三季度销售总额38亿元，同比增长70.2%。公司通过旗下完美日记、小奥汀、完子心选、Galénic四大品牌涵盖彩妆、护肤类目，其中完美日记品牌连续两年双十一位居彩妆类目销售第一名。逸仙电商创始团队具备丰富电商&消费领域运营经验，在公司发展历程中，高瓴资本、真格基金等明星一线投资机构持续加码。

3.DTC商业模式：依托强数据中台支撑，为企业带来供应链、产品、营销、渠道等全方位竞争优势

DTC （direct-to-consumer）即“直接面向消费者”商业模式，采用DTC运营的企业通过强数据中台模式，创造多方面的竞争优势。以逸仙电商为例，公司数据中台由超200名IT工程师（在总部人数占比超20%）组成，通过数据中台将数据加工成市场研究数据、销售数据、用户行为数据三种，为公司带来覆盖供应链、产品、营销、渠道等四方面的全方位竞争优势。

1）供应链：高效供应链运营能力，新产品从概念定义到发布，时间缩短至6个月，显著低于国外品牌7-18个月水平。**2）产品：**DTC模式直接面向消费者，通过分析消费者行为，更好把握消费者需求；2019年完美日记单品包揽眼影品类冠亚军，也是国内唯一在天猫实现每月GMV均超1亿元的彩妆品牌。**3）营销：**逸仙电商通过公域流量（小红书、微博）获取新用户实现成交，通过私域流量运营提升用户生命周期完成复购，形成消费闭环。**4）渠道：**DTC模式下渠道缩短、效率提升，同类产品完美日记价格仅为海外品牌一半左右，构成极致性价比；此外，通过渠道管理（强中台供应链和仓储管理分析），存货周转率显著高于行业。

4.风险提示： 1）行业竞争加剧；2）线下渠道恢复不及预期；3）宏观经济风险。

目 录

CONTENTS

1 颜值经济时代彩妆赛道高增长，新生代消费者拥抱“国货之光”

2 逸仙电商（完美日记）：高速成长的国货化妆品龙头

3 DTC模式：依托强中台，构筑供应链、产品、营销、渠道优势

4 风险提示

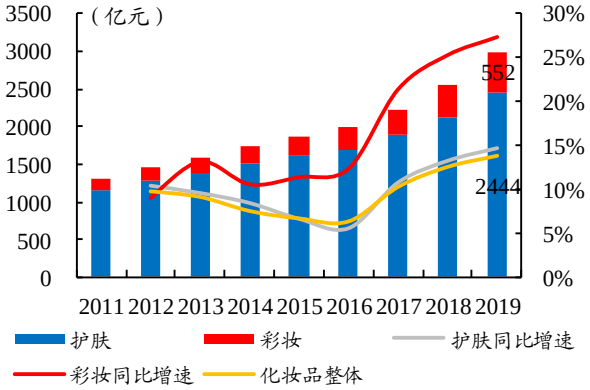
1.1 化妆品行业：彩妆细分赛道高景气，国货品牌在大众彩妆赛道表现优异

彩妆细分赛道在化妆品行业领跑。根据Euromonitor数据，2019年我国广义化妆品（Beauty and personal care）市场规模达4777亿元，其中护肤、彩妆品类规模分别为2444亿、552亿元。其中，彩妆细分赛道近年来保持高增长，2019年同比增长27%，2016-2019年CAGR达24.7%，在行业中领跑。

我国彩妆消费在化妆品消费占比中仍较低。2019年我国彩妆消费在广义化妆品中占比为11.5%，相比日本、韩国、美国等相对成熟市场而言仍然较低，未来随着消费者对变美追求的提升，我们认为彩妆赛道有望持续高景气。

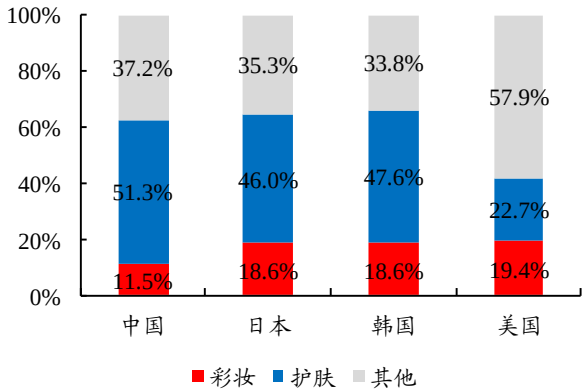
大众彩妆市场，国货品牌表现优异。根据Euromonitor数据，2019年我国大众、高端类别在彩妆品类中占比分别为50.8%/49.2%，其中国货品牌在大众彩妆细分品类表现优异，完美日记、稚优泉市占率近年来明显上升。

图1：彩妆细分赛道增速在化妆品行业领跑



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图2：我国彩妆消费在化妆品消费占比仍较低（2019）



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图3：大众彩妆市场国货品牌表现优异，市占率上升（%）

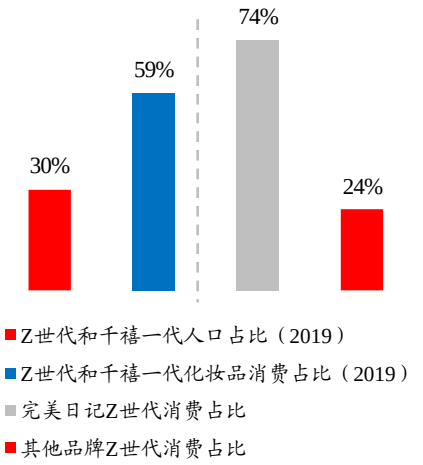
排行	品牌	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	美宝莲	26.1	23.9	22.5	20.4	19.8	17.9
2	欧莱雅	13.5	12.9	12.2	12.0	12.4	12.5
3	完美日记	-	-	-	2.7	4.2	7.8
4	卡姿兰	6.4	6.9	7.0	7.0	7.1	6.8
5	悦诗风吟	0.8	2.4	4.0	4.4	4.6	4.5
6	梦妆	6.9	6.5	6.1	5.3	4.7	4.2
7	蜜丝佛陀	-	-	4.0	4.5	4.5	4.1
8	稚优泉	0.2	0.3	0.6	1.2	2.4	4.1
9	滋色	-	-	-	1.4	2.1	3.5
10	玛丽黛佳	2.8	3.0	3.4	3.8	4.1	3.4

数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

1.2 消费群体：新生代美妆意识觉醒，成为“颜值经济”主力军

Z世代和千禧一代成为化妆品消费主力军。根据CIC数据，截至2019年，我国Z世代和千禧年人口分别为1.7亿和2.3亿，合计占总人口不到30%，而他们贡献了58.5%的化妆品消费。逸仙电商消费群体以Z世代为主（逸仙电商的消费群体74%是Z世代，远高于24%的行业平均水平）在Z世代成为主力化妆品消费主力军的背景下，有望显著获益；从消费偏好来看，根据用户说数据，外资大牌消费者也会购买国货新锐品牌（如完美日记），为国货新锐彩妆品牌提供了机会，而完美日记消费群体则主要青睐国货新锐品牌。

图4：完美日记Z世代消费占比高



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图5：完美日记用户群体偏好国货



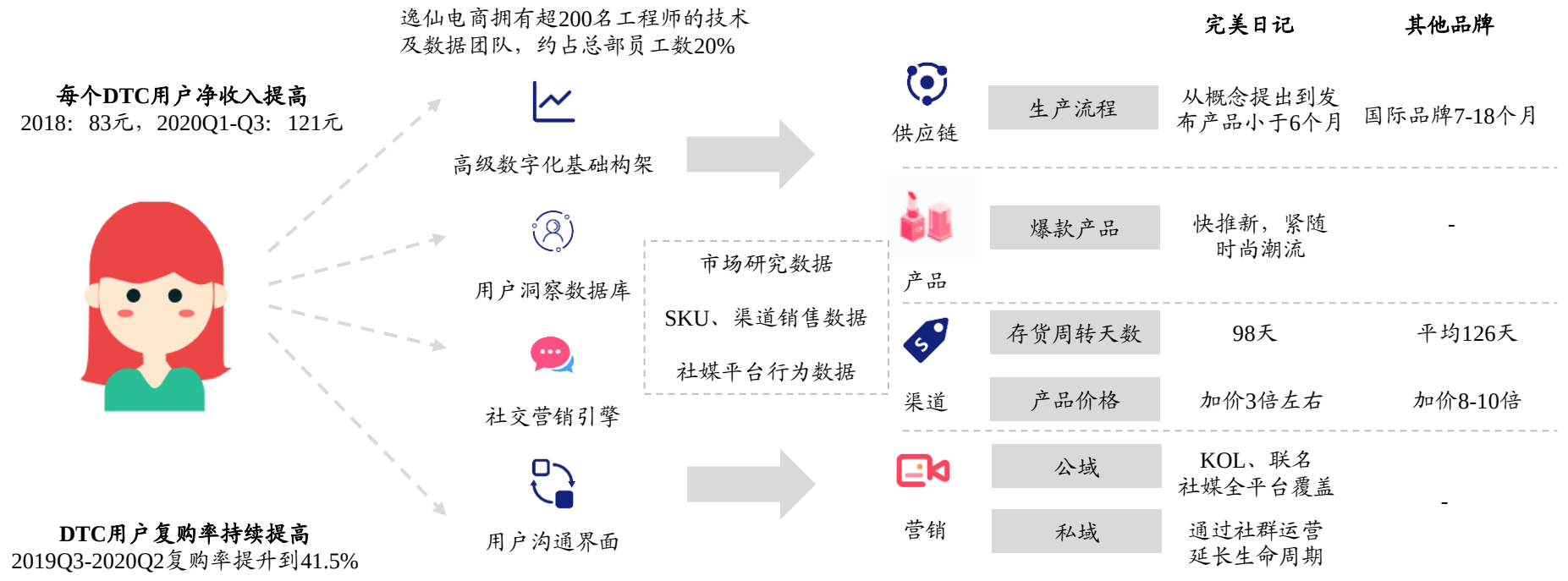
偏好指数=品牌用户购买其他品牌的人数占比*100

资料来源：用户说、开源证券研究所

1.3 完美日记DTC模式：强技术中台构筑竞争优势、打造“国货之光”

DTC（direct-to-consumer）模式近年来在消费品领域备受关注，采用DTC模式运营的企业通过强数据中台模式，可以为公司带来供应链、产品、营销、渠道等方面竞争优势。逸仙电商在DTC模式高效运转，仅用4年打造出彩妆领域“国货之光”完美日记，具备较强研究价值。我们将在本报告第三章以逸仙电商为例，对DTC商业模式进行解析。

图6：DTC模式下，逸仙电商强中台带来技术和数据支撑，整个供应链高效运转



资料来源：招股说明书、聚美丽、未来消费、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 颜值经济时代彩妆赛道高增长，新生代消费者拥抱“国货之光”

2 **逸仙电商（完美日记）：高速成长的国货化妆品龙头**

3 DTC模式：依托强中台，构筑供应链、产品、营销、渠道优势

4 风险提示

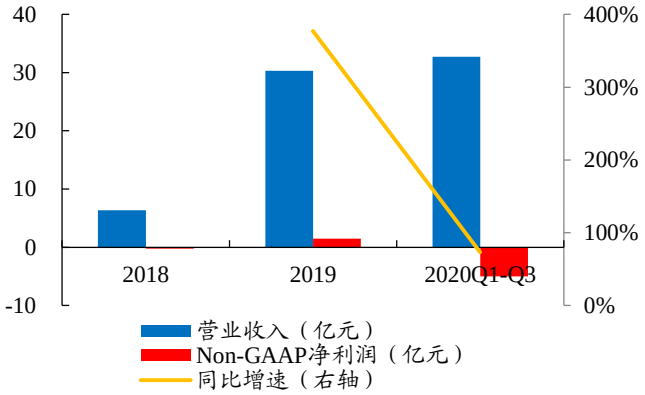
2.1 逸仙电商概览：营收高增长，完美日记品牌领跑彩妆行业

逸仙电商营业收入高速增长。2019年逸仙电商净收入达到30.3亿元，同比增长377.1%，2020前三季度净收入32.7亿元，同比增长73.2%。2019年逸仙电商Non-GAAP净利润达到1.5亿元，实现盈利；2020年前三季度，受疫情和公司战略调整（加大营销投入，推进小奥汀和完子心选品牌宣传和建设）影响，公司出现亏损（Non-GAAP净利润为-5亿元）。

毛利率稳定，销售费用率提升明显。逸仙电商2018、2019、2020前三季度毛利率分别为63.5%、63.6%、63.1%，保持稳定。费用率方面，公司销售费用率、管理费用率（股份支付、行政及管理人员增加）上升较为明显，仓储及物流费用小幅下降。

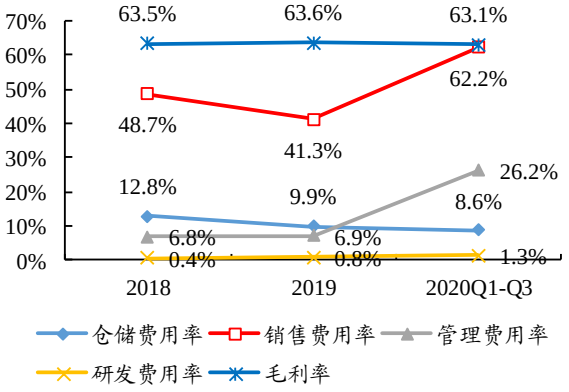
完美日记品牌在彩妆领域市占率提升，连续两年双十一领跑彩妆类目。完美日记品牌自2017年成立以来，两年时间市占率从1.7%增至4.0%。2020年双十一，截至11月11日00:31，完美日记销售额突破5亿元，整个双十一期间位居彩妆类目销售第一名。

图7：公司营业收入保持高速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：公司毛利率保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：完美日记2020年双十一蝉联彩妆销售额第一名

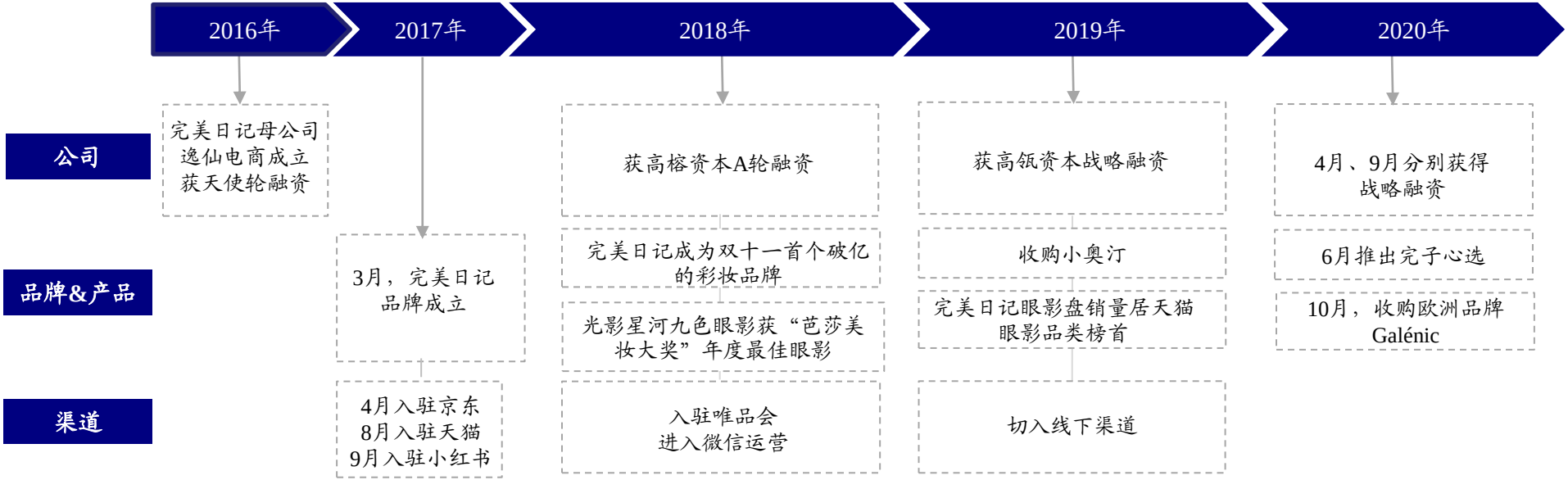


资料来源：亿邦动力网

2.2 发展历程：历时4年，形成多品牌、全渠道发展

逸仙电商历时4年发展时间，形成多品牌、全渠道布局。品牌方面，逸仙电商形成了完美日记、小奥汀、完子心选、Galénic等多品牌布局；产品方面，逸仙电商打造了探险家十二色动物眼影盘、天鹅绒金丝唇釉等明星产品，其光影星河九色眼影获“芭莎美妆大奖”年度最佳眼影，2019年眼影盘销量居天猫眼影品类榜首；渠道方面，逸仙电商从线上渠道切入，2019年布局线下体验店，目前已覆盖线上+线下全渠道。

图10：逸仙电商发展迅速，不断扩张



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

2.3 品牌：以完美日记为主要品牌，多品牌矩阵逐渐形成

逸仙电商以完美日记为主要品牌，多品牌矩阵逐渐形成。逸仙电商以完美日记品牌起家，截至2020年9月30日，完美日记占营业收入比重将达79.8%，完美日记也是国内唯一一个在天猫实现每月GMV均超1亿元的彩妆品牌。除此以外，基于完美日记积累的经验和资源，逸仙电商于2019年收购小奥汀品牌，2020年推出完子心选，并收购皮尔法伯（雅漾母公司）旗下高端护肤品牌Galénic，逸仙电商多品牌矩阵逐渐形成，品类也从彩妆延伸至护肤。

图11：逸仙电商以完美日记为主要品牌，多品牌矩阵逐渐形成



完美日记（2017）

- 品牌定位：时尚彩妆、大牌平替
- 主要产品：彩妆
- 价格带：30元-100元
- 截至2020Q3上架SKU：1363



小奥汀（2019，收购）

- 品牌定位：成分安全自然的时尚彩妆
- 主要产品：彩妆
- 价格带：50元-150元
- 截至2020Q3上架SKU：402



完子心选（2020）

- 品牌定位：时尚彩妆、大牌平替
- 主要产品：水、面霜、眼部护理等
- 价格带：70元-140元
- 截至2020Q3上架SKU：594



Galénic（2020，收购）

- 品牌定位：高品质、无刺激
- 主要产品：面霜、乳液、精华等
- 价格带：200元-400元

资料来源：公司公告、官方旗舰店、品牌官微、开源证券研究所

2.4 管理层：具有化妆品企业与电商背景

公司创始团队来自中山大学，电商&消费领域运营经验丰富。公司实际控制人黄锦峰先后就职于全球日用品消费巨头宝洁公司、御泥坊，具有消费、电商双重背景；首席营销官吕建华曾就职于以纯集团电商部门，有丰富的电商管理经验。我们认为，丰富的行业经验有助于公司未来在领域内不断深耕。除此之外，公司还聘请原唯品会首席财务官担任公司CFO，操刀公司上市。

表1：公司管理层经验丰富

姓名	职位	简历
黄锦峰	董事长，首席执行官	2007年至2010年在广州宝洁股份有限公司担任市场研究经理；曾担任御泥坊（母公司为御家汇）副总裁； 于2007年获得中山大学国际经济与贸易学士学位，并于2017年获得哈佛商学院的MBA学位。 于2016年起在逸仙电商任职。
陈宇文	董事，首席运营官	2007年至2013年担任广东证券股份有限公司投资经理；2013年至2016年，陈先生担任东莞亿升集团有限公司电子商务部总经理。 于2014年获得中山大学MBA学位。 于公司成立起担任首席运营官，2018年9月起担任逸仙电商董事。
吕建华	董事，首席营销官	2009年至2012年就职于广州市海达集团有限公司后勤管理有限公司；2012年到2016年，曾担任东莞市以纯集团有限公司电子商务运营总监。 于2009年获得了中山大学物流管理学士学位。 于公司成立起担任首席营销官，2018年9月起担任逸仙电商董事。
杨东浩	董事，首席财务官	2011年8月起担任唯品会首席财务官，将于2020年11月卸任；2010年5月至现在担任Synutra International Inc.（Nasdaq：SYUT）的首席财务官；2011年8月，从2007年3月至2010年4月担任泰森食品有限公司大中华区首席财务官，并将于2020年11月加入唯品会董事会。 于1993年获得南开大学国际经济学学士学位，并于2003年获得哈佛商学院的MBA学位。 自2020年7月起担任董事，并自2020年11月13日起被任命为首席财务官。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.5 股权结构及融资情况：创始人为第一大股东，众多一线投资机构持续加码

逸仙电商创始人为第一大股东。本次IPO前，逸仙电商创始人、董事会主席兼首席执行官黄锦峰持股占比27.7%，享有60.2%投票权，为公司第一大股东；联合创始人陈宇文、吕建华分别持股8.3%、3.8%，享有18.2%、8.3%投票权。IPO后，黄锦峰、陈宇文、吕建华分别持股25.3%、7.6%、3.5%。

高瓴资本、真格基金等明星一线投资机构持续加码。高瓴资本为逸仙电商最大外部投资者，IPO前持股比例为13.8%，逸仙电商还吸引了众多明星一线投资机构加码，除此之外，逸仙电商本次IPO基石投资者包括原有股东高瓴资本、老虎环球基金、以及腾讯、阿里旗下的云锋基金等多家知名机构。

表2：逸仙电商IPO股权结构较为集中

股东	持股比例（IPO前）	持股比例（IPO后）	投票权（IPO前）	投票权（IPO后）
黄锦峰	27.7%	25.3%	60.2%	63.8%
陈宇文	8.3%	7.6%	18.2%	19.3%
吕建华	3.8%	3.5%	8.3%	8.8%
高瓴资本	13.8%	12.6%	3.0%	1.6%
真格基金	10.5%	9.5%	2.3%	1.2%
Banyan Partners Entities	9.2%	8.4%	2.0%	1.1%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：逸仙电商获得多轮融资

时间	融资轮次	融资金额	资本方	投后估值
2016年12月	天使轮		真格资金、弘毅投资	
2018年5月	A轮		高榕资本	
2019年9月	战略融资		高瓴资本	10亿美元（估）
2020年4月	战略融资	1亿美元	老虎环球资金	20亿美元（估）
2020年9月	战略融资	1.4亿美元	华平投资、凯雷投资	40亿美元（估）

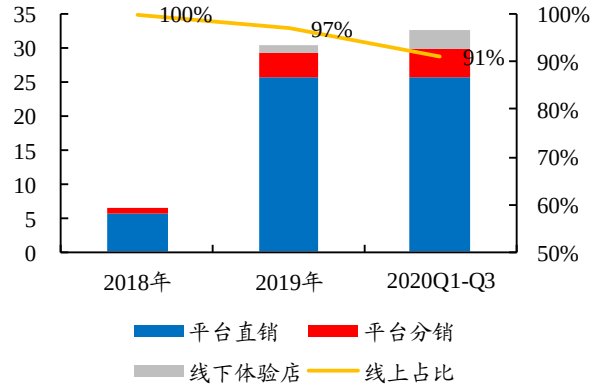
资料来源：天眼查、开源证券研究所

2.6 渠道：线上+线下全渠道运营

线上是逸仙电商主要销售渠道。逸仙电商线上渠道分为平台直销和平台分销两种模式，其中平台直销主要指公司天猫旗舰店、微信店铺等，线上分销则以京东和唯品会为主。2020前三季度逸仙电商平台直销实现营业收入25.6亿元，占总收入的78.2%；平台分销实现收入4.3亿元，占总收入的13.2%。

逸仙电商线下门店持续扩张，营收高速增长。完美日记通过线下体验店可以使消费者零距离感受彩妆产品，同时完成试色等，有助于稳固消费者与品牌之间的联系。完美日记2019年1月切入线下，截至2020年9月30日已开设了202家线下体验店。2020年前三季度逸仙电商线下收入达2.8亿元，在总收入中占比达8.6%。

图12：逸仙电商各渠道广泛布局，以线上渠道为主



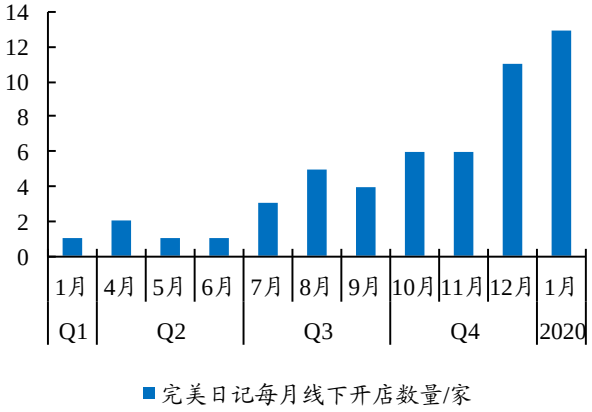
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：逸仙电商入驻各大电子商务平台



资料来源：聚美丽、开源证券研究所

图14：逸仙电商线下门店持续扩张



数据来源：增长黑盒、开源证券研究所

2.7 募资金额及用途：拟将募集资金用于经营、并购、研发、展店

逸仙电商拟将募集资金用于经营、并购、研发、展店。本次逸仙电商发行5875万股ADS，发行价为10.5美元/ADS。用途方面，公司募资用途主要包括日常经营、投资并购、研发和体验店拓展4个方面。除此之外，公司2020年3月宣布与全球最大化妆品OEM公司科丝美诗合作建设研发与生产基地的计划，投资7亿元，预计2022年投产。

表4：逸仙电商IPO募资用于经营、并购、研发、展店

	用途	占比	具体事项
1	日常经营	30%	公司经营和其他一般经营事项
2	投资并购	30%	投资和收购
3	研发	20%	数据分析技术开发、产品研发和配方研发
4	体验店拓展	20%	线下体验店网点扩张

资料来源：公司公告、开源证券研究所

目 录
CONTENTS

1 颜值经济时代彩妆赛道高增长，新生代消费者拥抱“国货之光”

2 逸仙电商（完美日记）：高速成长的国货化妆品龙头

3 **DTC模式：依托强中台，构筑供应链、产品、营销、渠道优势**

4 风险提示

3.1 逸仙电商DTC模式：数据中台技术团队人员占比高，提供强技术和数据支撑

DTC（direct-to-consumer）模式近年来在消费品领域备受关注，采用DTC模式运营的企业通过强数据中台模式，可以为公司带来供应链、产品、营销、渠道等方面竞争优势。

逸仙电商拥有充足的数据硬件与人员条件。逸仙电商拥有超200名IT工程师组成的内部团队，团队中众多成员拥有海内外超过5年编程经验，他们为公司提供技术、数据和相关功能的开发和支持。截至2020年三季度，逸仙电商IT工程师团队约占总部员工的20%，占员工总数的6.3%，远高于传统美妆公司（通常将其技术开发和数据分析外包）。

强数据中台驱动供应链效率提高。逸仙电商数据中台技术人员将数据加工成市场研究数据、销售数据、用户行为数据三类，三种类型数据共同驱动逸仙电商供应链效率提高。

表5：逸仙电商研发人员占比高

	逸仙电商	珀莱雅	上海家化	丸美
销售人员	74.5%	72.3%	41.6%	37.8%
管理人员	7.9%	13.8%	10.4%	19.8%
研发人员	9.7%	6.1%	6.9%	12.0%
其他人员	7.9%	7.9%	41.0%	30.4%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：三种类型数据共同驱动公司供应链效率提高

数据类型	数据	作用
市场研究数据	市场规模、渠道和产品、最受欢迎的KOL等	全面了解市场
销售订单数据	不同分类方法下的销售订单	指导预测销售和库存，优化供应链
行为数据	客户购物体验的信息	帮助品牌提供满足客户需求的产品，服务和内容

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2 亮点1：供应链——与头部ODM/OEM公司联合开发，推新速度快

逸仙电商与顶级ODM/OEM公司联合进行产品开发。逸仙电商代工厂商包括科丝美诗、莹特丽等，其为迪奥、欧莱雅、兰蔻等知名国际品牌代工产品，在一定程度上保证了完美日记的产品质量。从效果上看，完美日记能以更低的价格生产出与国际大牌相似的产品，而价格仅为国际大牌的不到一半（兰蔻菁纯196定价为285元，完美日记002定价为110元）。

DTC模式下，逸仙电商高效运转，推新速度快。逸仙电商拥有高效的供应链和产品生产流程，通过DTC模式有效完成市场洞察后，新产品从概念定义到市场发布时间可缩短至6个月，显著低于国外品牌7至18个月的推新时间。紧跟潮流，有效提高了逸仙电商产品的竞争力。

表6：完美日记与头部代工厂展开合作

OEM/ODM厂商	代工品牌
科丝美诗	完美日记、迪奥、欧莱雅、兰蔻、YSL、香奈儿、MAC
莹特丽	完美日记、迪奥、兰蔻、阿玛尼、古驰、海蓝之谜
科玛	完美日记、韩束、佰草集、高姿
上海臻臣	完美日记、宝洁、玉兰油、欧莱雅、雅诗兰黛

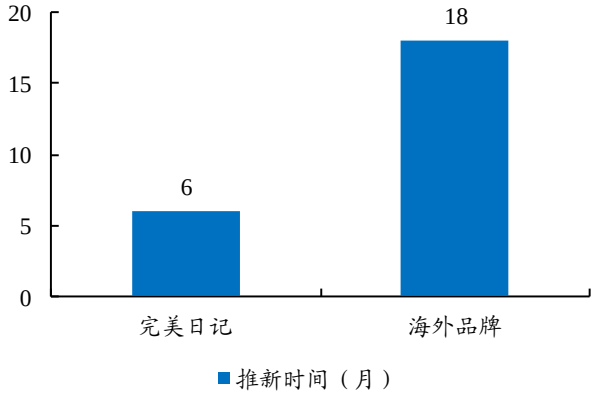
资料来源：增长黑盒、开源证券研究所

图16：完美日记002与兰蔻196颜色相似



资料来源：小红书APP

图17：完美日记新品推出用时短



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2 亮点2：产品——强消费者洞察打造爆款产品，品牌建设复制能力强

逸仙电商凭借精准的用户洞察，打造出精致的产品。逸仙电商通过DTC模式直接面向消费者，分析消费者行为，可以更好把握消费者需求。例如，完美日记的明星产品动物眼影盘，色彩灵感来源于宇宙星系，配色兼具未来时尚与实用日常，推出后即受到消费者欢迎，2020年双十一销售量超50万。

2019年完美日记单品包揽眼影品类冠亚军。完美日记明星产品眼影盘销售成绩亮眼，进一步通过与Discovery、李佳琦等IP进行联名合作扩大影响力，在2019年包揽天猫眼影单品品类销量冠亚军。

除完美日记外，其他新品牌同样飞速发展，复制拓展能力强。在DTC模式下，逸仙电商通过共享基础设施，包括客户洞察数据库、社交营销引擎等，推动旗下其他新品牌迅速发展。第二品牌小奥汀、第三品牌完子心选分别在推出后8个月、3个月内，月销售额即达到完美日记第一年的水平。小奥汀、完子心选的品牌打造，一定程度上反映了逸仙电商品牌打造的可复制性。

图18：完美日记动物眼影盘造型精美



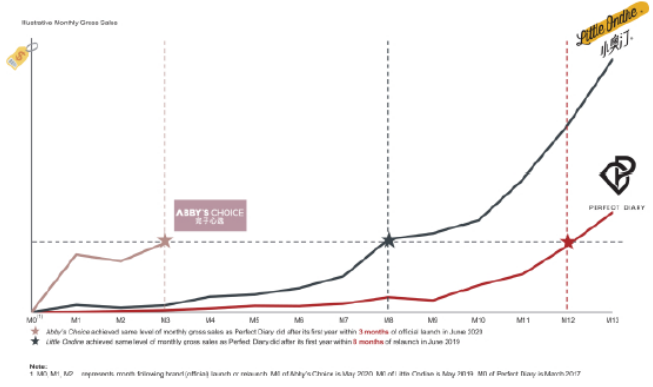
资料来源：完美日记官方旗舰店

图19：2019年完美日记单品包揽眼影品类冠亚军



资料来源：生意参谋

图20：逸仙电商旗下品牌飞速发展



资料来源：招股说明书

3.2 亮点3：营销——通过明星KOL营销、联名、社媒营销进行公域流量运营

通过公域流量获取新用户实现成交，具体主要包括明星KOL营销、联名、社媒营销三种。1）明星、KOL营销：2020年10月官宣周迅作为品牌全球代言人，联合李佳琦进行传播；2）联名：完美日记先后与大英博物馆、Discovery探索频道、中国国家地理、纽约大都会艺术博物馆联名，产品设计精美，受到消费者欢迎。3）社媒运营：完美日记社媒渠道遍布小红书、微博、抖音、B站等各个平台，粉丝量行业领先，截至2020年11月，完美日记的小红书品牌账号已拥有194.9万粉丝，远超其他知名国货、外资彩妆品牌（MAC为30.7万、欧莱雅为29.0万、HomeFacialPro为23.2万）。

图21：完美日记官宣周迅作为品牌代言人



资料来源：完美日记官网

图22：完美日记与大英博物馆、探索频道、国家地理联名



大英博物馆联名（2018.10）
限定十六色眼影



中国国家地理联名（2019.03）
限定十六色眼影



探索频道联名（2019.03）
限定十二色眼影



探索频道联名（2020.02）
猫狗盘十二色眼影

资料来源：完美日记官网、用户说、开源证券研究所

图23：完美日记公域社媒遍布各个平台

	定位	策略
小红书	第一引流阵地	合理投资 抢占关注度
微博	明星引流阵地	利用粉丝经济增加 品牌关注度
抖音	KOL引流阵地	合理投放 产品软植入
B站	KOL引流阵地	优质KOL测评 增加曝光度

资料来源：头豹研究院、开源证券研究所

3.2 亮点3：营销——通过私域流量运营提升用户生命周期、完成复购

通过私域流量运营提升用户生命周期。完美日记通过门店导流和线上导流（产品附带“红包卡”——领红包——添加小完子微信）两种方式构建私域流量池。消费者在添加小完子微信后，由小完子引导进入微信群，在微信群内小完子和小美子会发布限时秒杀等优惠活动，促进消费者完成复购。除此之外，完美日记会在每年周年庆时向消费者发布精心设计的周年感谢信，提升消费者消费体验。

图24：小完子引导消费者进群



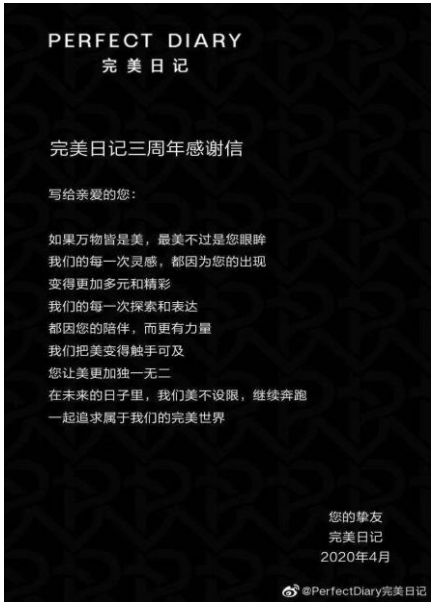
资料来源：微信

图25：在小完子完美研究所内发布限时秒杀



资料来源：微信

图26：完美日记给用户发送三周年感谢信



资料来源：完美日记官微

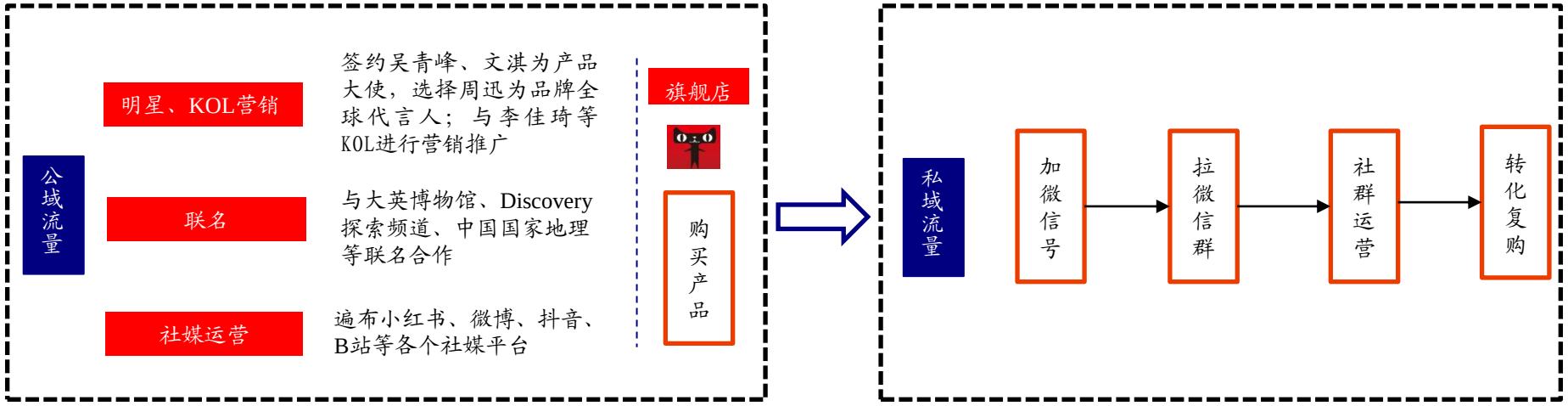
3.2 亮点3：营销——通过公域私域配合，形成消费闭环

完美日记通过公域、私域配合，形成消费闭环、链路清晰。

公域方面，完美日记通过明星、联名、社媒方式增加产品曝光度，达成产品种草，不断获取新用户，实现客户成交。

私域方面，在以微信为主要工具的私域流量池内，完美日记通过建立“小完子”微信群，对新用户进行社群运营，不断推送相关产品教程以及各类优惠活动，稳固用户，完成复购。

图27：完美日记公域和私域配合完成闭环



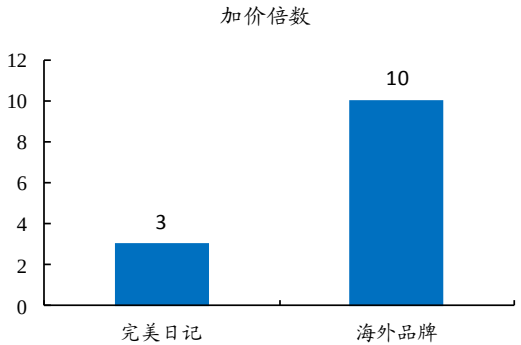
资料来源：头豹研究院、完美日记官网、开源证券研究所

3.2 亮点4：渠道——全渠道DTC运营，低加价倍数，高效率周转

完美日记产品加价倍数少，“大牌平替”，性价比优势突出。DTC模式下，渠道缩短（减少经销商加价环节），完美日记最终产品加价倍数仅为3倍左右，显著低于海外品牌10倍左右的加价倍数；从终端价格看，完美日记同类产品售价仅为海外大牌的1/3-1/2，“大牌平替”竞争力突出。

逸仙电商存货周转率显著高于行业其他公司。逸仙电商强中台可以为其供应链管理系统和仓库管理系统提供实时销售分析，使逸仙电商能够对产品需求进行预测并调整库存水平，公司存货高效运转。从存货周转天数指标来看，逸仙电商存货周转天数为98天，低于国内上市美妆公司2019年平均库存周转天数126天的水平。

图28：逸仙电商加价倍数少



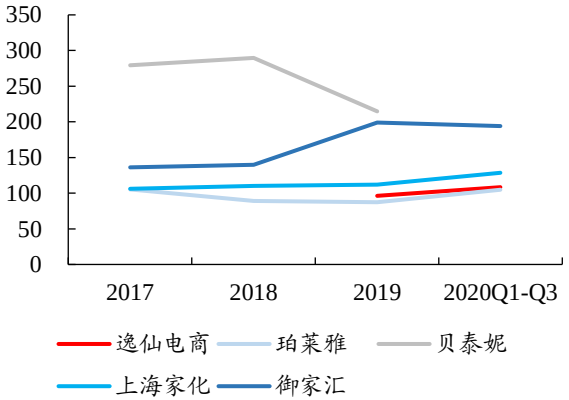
数据来源：公司公告、开源证券研究所

表6：逸仙电商产品与海外产品对比，价格优势突出

产品品类	逸仙电商品牌及价格	海外品牌及价格
眼影盘	完美日记/69.9元	3CE/195元
眼线笔	小奥汀/59元	KISSME/78元
粉底液	完美日记/53.9元	MAC/320元
口红	完美日记/39.9元	MAC/170元

数据来源：公司官方旗舰店、开源证券研究所

图29：逸仙电商存货周转天数行业领先



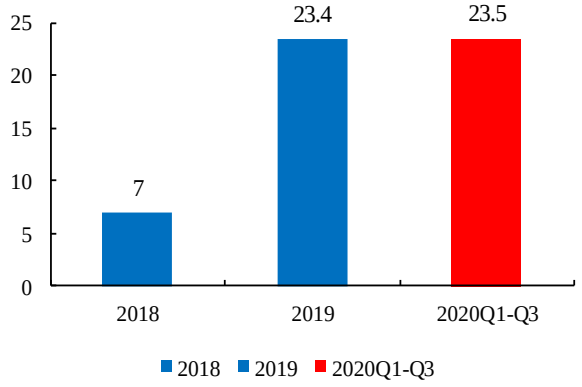
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3 DTC模式验证通道：数字化赋能，单DTC用户净收入、复购率提高

逸仙电商通过DTC模式，在供应链、渠道、产品、营销等方面多维数字化赋能。逸仙电商拥有强大数据团队，直接面向消费者。供应链方面，强数据中台驱动供应链效率提升，新品推出速度显著高于同业、紧跟潮流；渠道方面，全面布局线上+线下渠道，缩短流通环节，带来性价比优势；产品方面，通过强消费者洞察准确把握需求，提高客户满意度；营销方面，以社交网络为核心，公域用户获取与私域流量运营结合，多维推进品牌建设与推广。

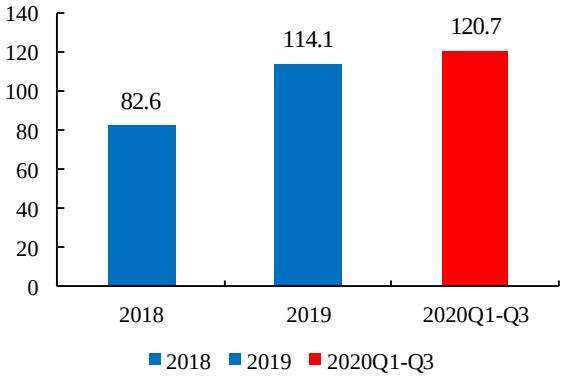
单DTC用户净收入和复购率持续提升。自2018年以来，公司DTC用户数不断增加，从700万增至2020年的2350万人；单DTC用户带来的净收入也不断上升，从2018年的82.6元增至2020年120.7元；复购率方面，逸仙电商复购率从2017Q3-2018Q2的8.1%提升至2019Q3-2020Q2的41.5%，用户粘性持续提升。

图31：DTC用户数快速增长（百万人）



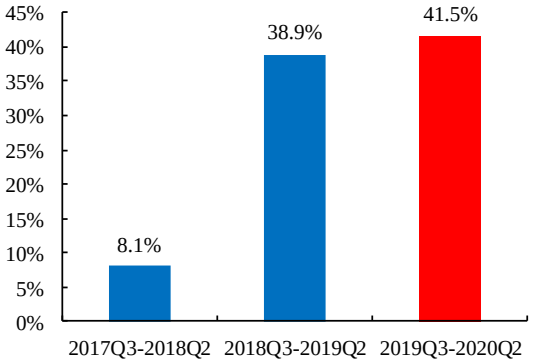
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图32：单DTC用户净收入提升（元）



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图33：DTC用户复购率提升



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

目 录
CONTENTS

1 颜值经济时代彩妆赛道高增长，新生代消费者拥抱“国货之光”

2 逸仙电商（完美日记）：高速成长的国货化妆品龙头

3 DTC模式：依托强中台，构筑供应链、产品、营销、渠道优势

4 风险提示

4 风险提示

1）化妆品行业竞争加剧，价格战影响企业盈利;

2）疫情影响持续，线下渠道恢复不及预期;

3）宏观经济下行风险，影响消费者购买力。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及
的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券