



Research and  
Development Center

证券研究报告 Research Report

2020年11月30日

# 从逸仙电商看新锐品牌如何崛起

——化妆品行业专题研究

汲肖飞 纺服轻工行业首席分析师

编号: S1500520080003

邮箱: [jixiaofei@cindasc.com](mailto:jixiaofei@cindasc.com)

李媛媛 研究助理

邮箱: [liyuan1@cindasc.com](mailto:liyuan1@cindasc.com)

## 总结

- **完美日记凭借独特的商业模式在彩妆领域脱颖而出。**完美日记母公司逸仙电商成立于2016年，20年前三季度收入规模达32.7亿元，同比+73%，旗下运作完美日记、小奥汀、完子心选三个品牌。公司创立独特的DTC商业模式，以数据为基础进行选品，品牌直供用户，通过社交平台进行饱和式营销迅速打爆，快速积累用户达成销售。2019年，完美日记被天猫评为“2000后最受欢迎中国国产品牌第二名”，截止20Q3，逸仙电商拥有4800万粉丝群，行业领先。
- **以数字化为核心的选品布局、灵活营销管理体系、日益强大的供应线体系为公司铸造壁垒。**其一，重视数字化投入，拥有超过200名数据及技术人员，自有KOL管理系统等，为数字化选品及优化营销投放效率夯实基础；其二，选品独到，品类规划清晰，从眼影到唇妆到面部底妆精选单品层层切入，利用海量KOL全渠道投放，快速抢占市场，形成规模优势之后，反哺供应链升级，与国际顶尖供应线紧密合作；其三，灵活营销举措，形成差异化管理体系，例如公司代言人分工清晰，直接对接KOL助力用户洞察。
- **彩妆线上高景气度，大众国货新锐品牌凭借新营销有望获得超额份额。**19年彩妆行业市场规模约550亿元，线上占比达38%；95后新生消费人群带动彩妆行业蓬勃发展，参考日韩市场经验彩妆占比护肤品可达40%左右，中国占比约25%，成长可期。大众领域，新锐国货品牌凭借精准选品及营销打法，占领用户心智，挤压外资品牌市场份额。
- **投资建议：**线上彩妆维持景气度，20Q3以来超越护肤品成为景气度最高的子类目；同时，社交内容营销助力品牌获取用户，快速提升品牌曝光度，未来重视C端运营的品牌将对用户变化更敏锐，数据化布局将提升品牌选品能力及精准营销投放能力，更易享受行业增长红利，建议关注彩妆类目获得持续突破的珀莱雅、电商运营持续改善的丸美股份、社交内容营销具备优势的上海家化（玉泽）。
- **风险因素：**行业需求恶化，线上流量成本上升，竞争格局恶化。

## 一、逸仙电商概况

## 二、行业环境分析

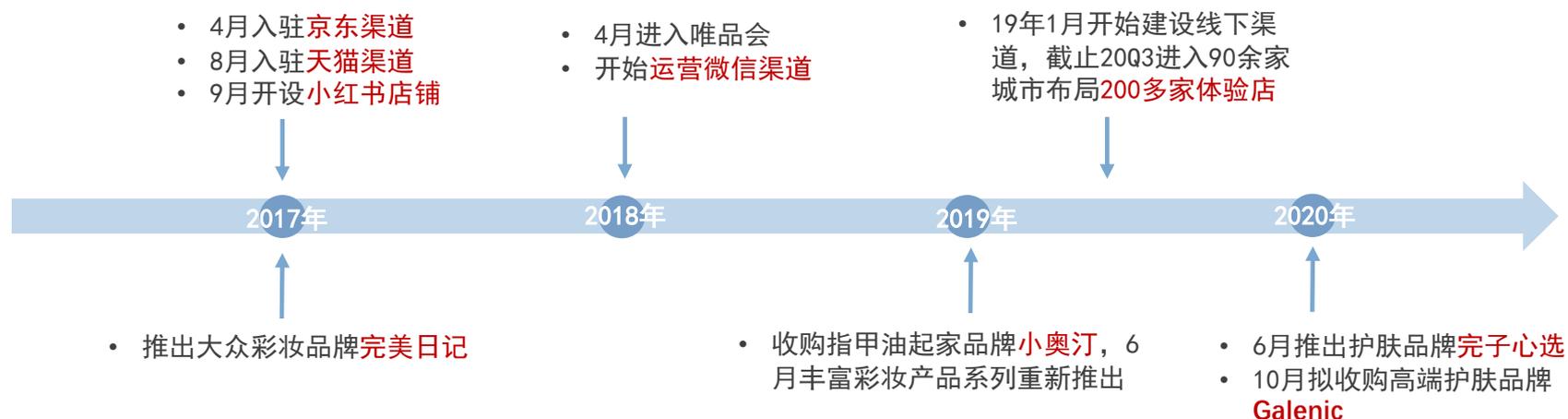
## 三、逸仙电商商业模式及优势分析

## 四、经验及借鉴

## 发展历程：近四年推出三个平价美妆品牌，全渠道运营，主品牌占据淘系体量第一宝座

- 逸仙电商成立于2016年，目前运营三个彩妆护肤品牌完美日记、小奥汀、完子心选，以线上销售为主。
- **品牌方面**：17年推出大众彩妆品牌完美日记，19年被天猫评为“2000后最受欢迎中国国产品牌第二名”，近一年（19M11-20M10）淘系GMV近30亿，成为体量最大的彩妆品牌；19年推出的强调彰显个性的彩妆品牌小奥汀，眼线液、睫毛膏及腮红类产品打造出爆品，正处于快速成长期；20年推出护肤品为主的品牌完子心选，拟收购境外高端护肤品牌Galenic，布局护肤品赛道。
- **渠道维度**：17年进驻天猫、京东等主流电商平台，同时开设小红书店铺，彰显对社交平台运营重视；18年开始运营微信渠道，前瞻布局私域流量运营；19年扩展线下体验店，提升用户粘性 & 体验，截止20Q3已在全国90余家城市布局200余家体验店。

图1：逸仙电商品牌及渠道发展历程

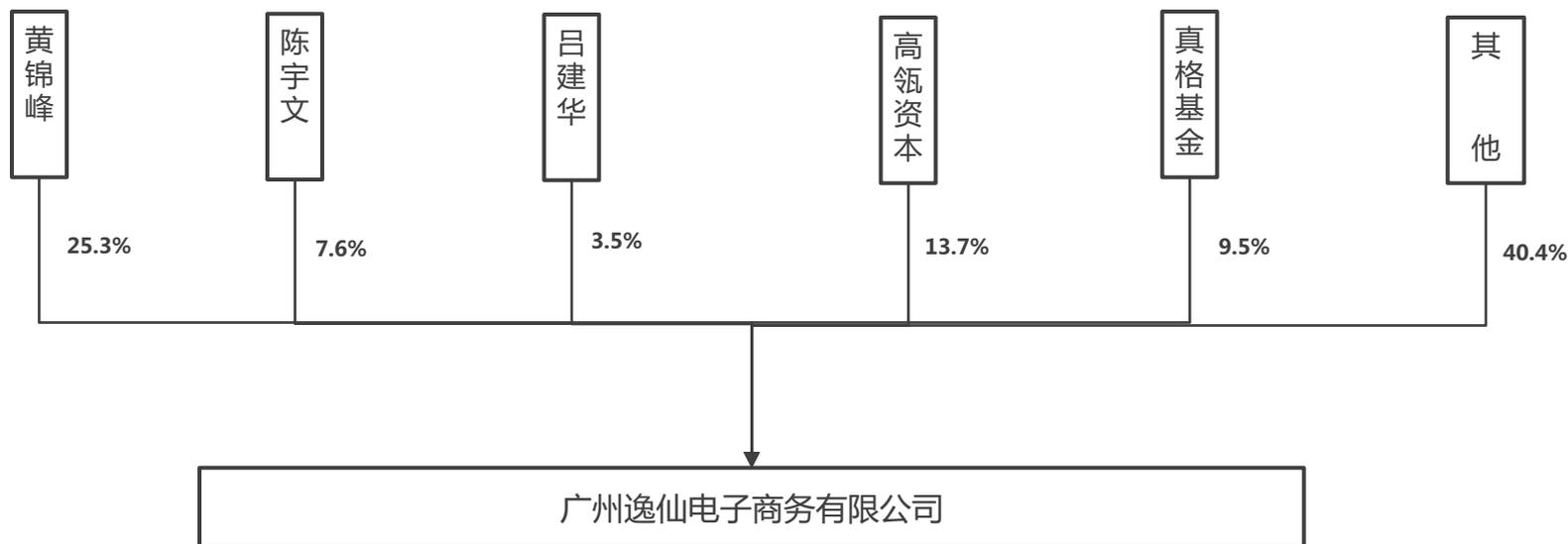


数据来源：公司公告，信达证券研发中心

## 股权结构：创始团队持股比例近40%，高瓴、真格等机构均有持股

- 2020年11月，逸仙电商以10.5美元/ADS的价格发行5875万股ADS，募集资金约6.17亿美元，主要用于公司市场扩展及日常经营、潜在战略投资与收购、产品与技术研发以及线下体验店扩展布局。
- 公司创始人黄锦峰、陈宇文、吕建华持股比例分别为25.3%、7.6%、3.5%，高瓴资本、真格机构持股比例分别为13.7%、9.5%。

图2：逸仙电商股权结构（截止2020年11月19日）



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

## 高管团队：兼具快消品及电商基因，年轻化团队对用户洞察更敏锐

- **公司高管团队具备快消品、电子商务双重背景。**公司创始人兼CEO黄锦峰先生曾就职于宝洁市场部、御家汇副总裁，联合创始人均具备电商运营经验，深谙快消品运作，同时对电商敏锐度高。
- **团队年轻，新生代用户变化更敏锐。**截止2020年公司创始人年龄区间为33-37岁，高管团队年轻，学历较高，对线上新营销及新生代用户变化更为敏锐。

表1：逸仙电商高管团队背景（截止20200930）

名字	年龄	职位	介绍
黄锦峰	37	CEO	公司创始人，自成立以来担任公司董事兼首席执行官；黄先生于2011年至2016年担任湖南御家汇副总裁，2007年至2010年担任宝洁市场研究经理；于2007年获得中山大学国际贸易与贸易学士学位，2017年获得哈佛商学院的MBA学位。
陈宇文	35	董事兼COO	联合创始人，自2018年9月起担任董事，自成立担任公司首席运营官；2013年至2016年，担任以纯集团电子商务部总经理，2007年至2013年担任广东证券投资经理；2014年获得中山大学MBA学位。
吕建华	33	董事兼CSO	联合创始人，自2018年9月以来担任董事，自成立以来担任首席销售官。2012年至2016年，担任以纯集团电子商务业务总监，2009年至2009年担任广州海达集团物流经理；2009年获得中山大学物流管理学士学位。
杨东皓	48	董事兼CFO	2020年7月起担任董事，2020年11月13日起被任命首席财务官。杨先生自2011年8月起担任唯品会的首席财务官，将于2020年11月卸任，在加入唯品会之前，杨先生曾在多家上市和私人公司担任高级行政和管理职务；1993年获得南开大学的学士学位，并于2003年获得哈佛商学院的MBA学位。

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

## 品牌概况：主品牌完美日记占比降至80%以下，小奥汀正在快速增长复制完美日记成长轨迹

表2：逸仙电商旗下品牌基本情况（截止20200930）

品牌	成立时间	定位	产品类别	SKU
完美日记	2017	大众时尚彩妆	眼妆、唇妆、脸部彩妆等	1363
小奥汀	2013	一二线城市彩妆	眼妆、脸部彩妆指甲油等	402
完子心选	2020	安全舒缓敏护肤品	面膜等	594

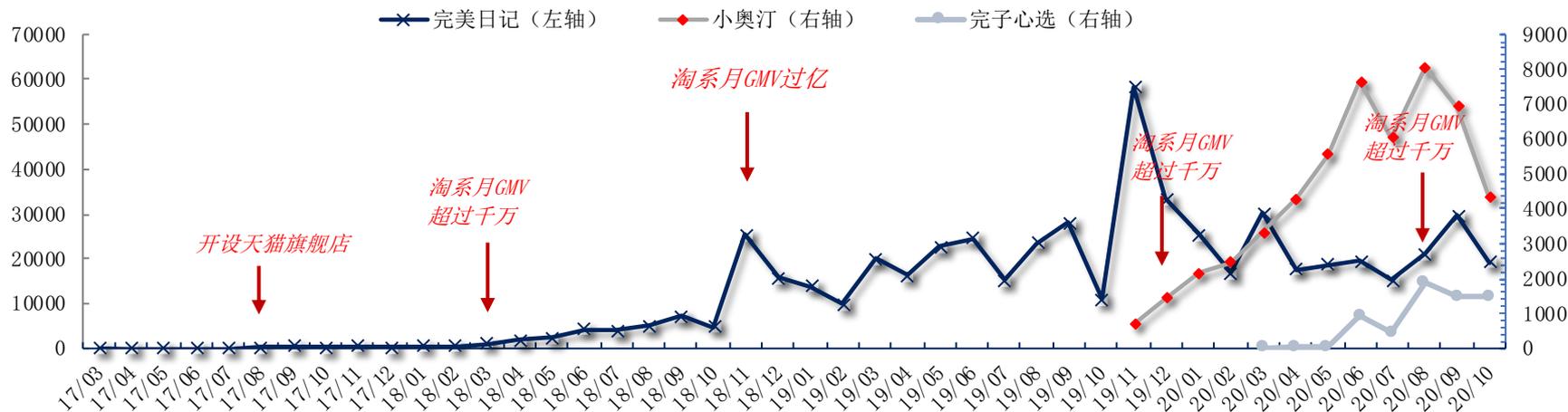
数据来源：公司公告，信达证券研发中心

表3：逸仙电商产品分品牌收入情况（单位：亿元）

	2018年	2019年	20Q1-Q3
—完美日记	6.30	29.60	26.11
yoy		369.9%	39.8%
占比	99.2%	97.7%	79.8%
—其他	0.05	0.71	6.61
yoy		1250.52%	2959.79%
占比	0.8%	2.3%	20.2%

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

图3：逸仙电商旗下品牌淘系GMV月度表现（万元）



数据来源：淘数据，信达证券研发中心

## 品类概况：眼妆类目优势突出，占比超过35%，护肤品持续获得突破

- 公司眼妆类目表现突出，细分领域占据绝对优势。截止20Q3，公司眼妆、唇妆、面部底妆为前三大类产品类型，分别占比35.5%、25.0%、21.4%；以2019年线上细分品类规模为基准，公司19年眼妆、唇妆、面部底妆收入占比19年细分品类市场规模的比重分别为13.3%、5.8%、4.0%，眼妆类目优势突出。
- 护肤品类目持续获得突破。截止20Q3，公司护肤品占比12.9%，获得持续提升，得益于新品牌完子心选的快速发展。

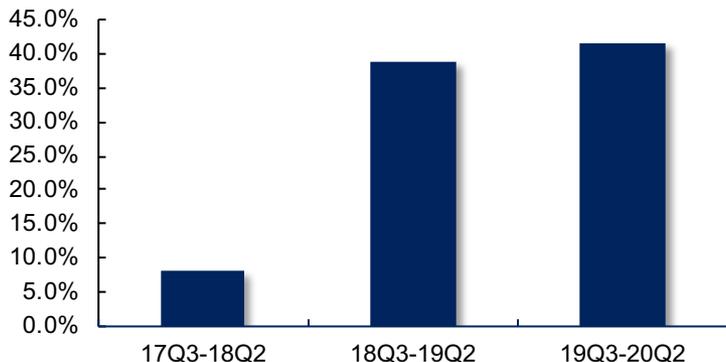
表4：逸仙电商按产品品类收入结构情况（单位：亿元）

	2018年	2019年	2020Q1-Q3	备注1	备注2
(一) 彩妆	6.17	27.10	26.79		
占比	97.1%	89.4%	81.9%		
——眼妆		9.49	11.61	类型包含眼影、眉粉、睫毛膏、眼线笔等	19年收入占线上品类规模的比重为13.3%
占比		31.3%	35.5%		
——唇妆		9.18	8.18	类型包含口红、唇釉等	19年收入占线上品类规模比重为5.8%
占比		30.3%	25.0%		
——脸妆		8.43	7.00	类型包含粉底液、隔离霜、散粉等	19年收入占线上品类规模比重为4.0%
占比		27.8%	21.4%		
——其他			7.00	类型包含卸妆水、美容工具等	
占比			21.4%		
(二) 护肤品	0.05	2.12	4.22	类型包含面膜、水乳等	
占比	0.8%	7.0%	12.9%		
(三) 其他	0.13	1.09	1.70		
占比	2.1%	3.6%	5.2%	类型包含指甲油等	

数据来源：公司公告，德勤，信达证券研发中心

## 用户概况：用户数量与客单价双重提升拉动增长，复购率超过40%持续提升

图5：逸仙电商电商用户复购率情况

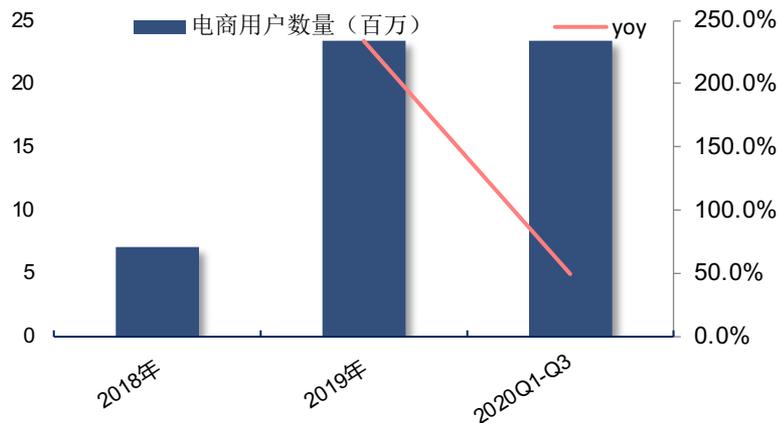


数据来源：公司公告，信达证券研发中心

量价齐升驱动增长，截止20Q3公司拥有2350万用户，同比增长50%，客单价为121元/人，同比提升13%，公司在高用户基础上仍获得快速增长。

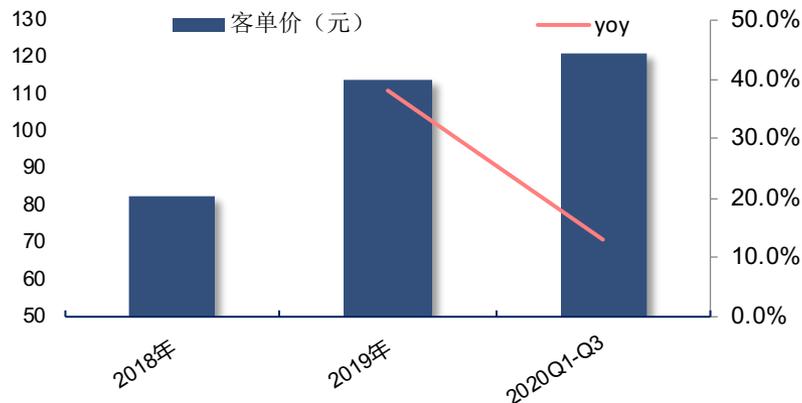
爆款新品推动复购率持续提升。公司线上用户复购率高位提升，公司19Q2-20Q2其复购率为41.5%，较上一周期提升2.6pct，复购率持续上升，处于行业较高水平。公司高复购率主要在于持续推出爆款新品，维持品牌与用户粘性。

图6：逸仙电商电商用户数量变化情况（单位：百万）



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

图7：逸仙电商用户客单价变化情况（单位：元）



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

## 渠道概况：线上直销销售占比约78%，线下门店加速扩展，日销有所拖累

表5：逸仙电商线下渠道门店日销等指标预算

	期末门店数量 (家)	其他渠道收入 (亿)	单店日销 (元)	线上客单价 (元)	单店日销/线上客单价 (人)
2019年	40	1.0	13895	114	122
20Q1-Q3	202	2.8	8571	121	71

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

表6：逸仙电商产品分渠道收入情况（单位：亿元）

	2018年	2019年	20Q1-Q3
—直销	5.78	25.70	25.58
<b>yoy</b>		<b>344.3%</b>	<b>56.0%</b>
占比	91.1%	84.8%	78.2%
—分销	0.57	3.60	4.33
<b>yoy</b>		<b>532.8%</b>	<b>103.5%</b>
占比	8.9%	11.9%	13.2%
—其他（线下）		1.01	2.80
<b>yoy</b>			<b>664.7%</b>
占比		3.3%	8.6%

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

- **直销渠道占据主导地位。**截止20Q3公司直销渠道收入占比78%，较18年下降13pct，渠道开始多元化布局，降低单一渠道依赖。
- **线下渠道加速发展，门店成熟过程中单店日销有所拖累。**截止20Q3，公司在全国90多个城市拥有200家体验店，相比于19年年底的40家门店逆势大幅扩张；伴随门店倍数增长及疫情影响，单店日销有所拖累，20年Q1-Q3单店日销不足万元，较去年有所下滑。

表7：逸仙电商线下部分城市体验店情况

城市	大众点评收录数量	客单价区间 (元)
上海	12	140-203
北京	6	190-233
广州	12	113-207
杭州	5	129-142
长沙	4	132-182
西安	5	129-172
成都	10	121-175
石家庄	3	152 (一家报价)
郑州	5	128-166
海口	2	190 (一家报价)

线下客单价更高！

数据来源：大众点评，信达证券研发中心（截止2020年11月19日）

## 财务分析：20年前三季度收入增速有所放缓，受高费用率影响尚处于亏损期

图8：逸仙电商收入及增长情况（万元）

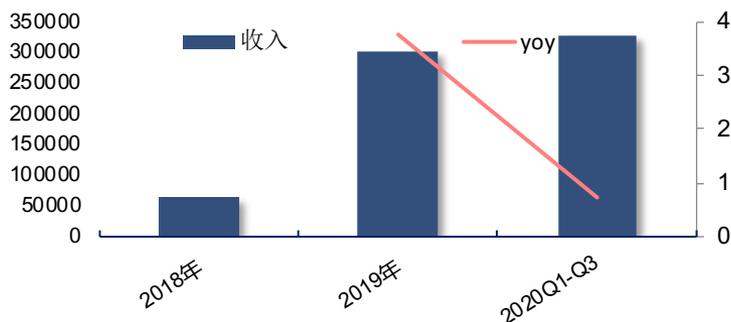


图9：逸仙电商净利润及增长情况（万元）

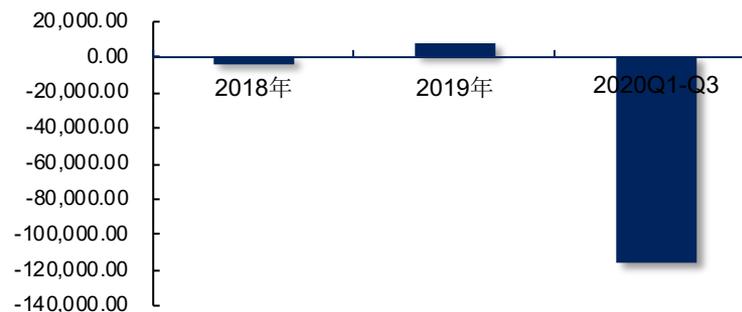


图10：逸仙电商毛利率及净利率

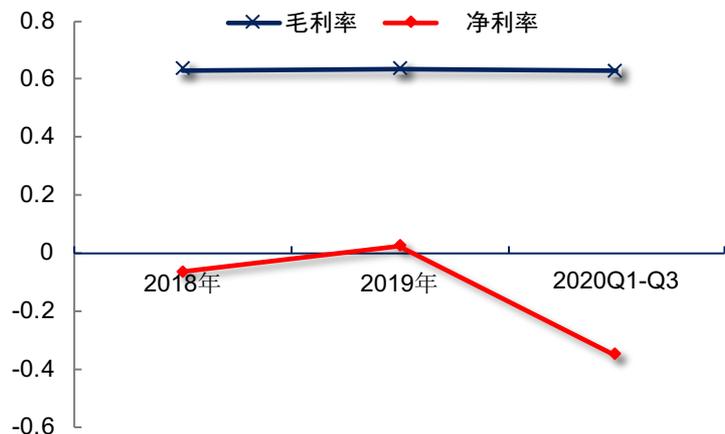
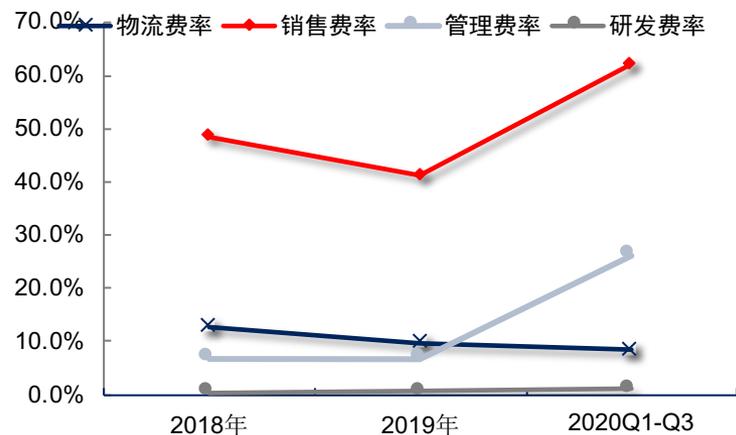


图11：逸仙电商期间费用率情况

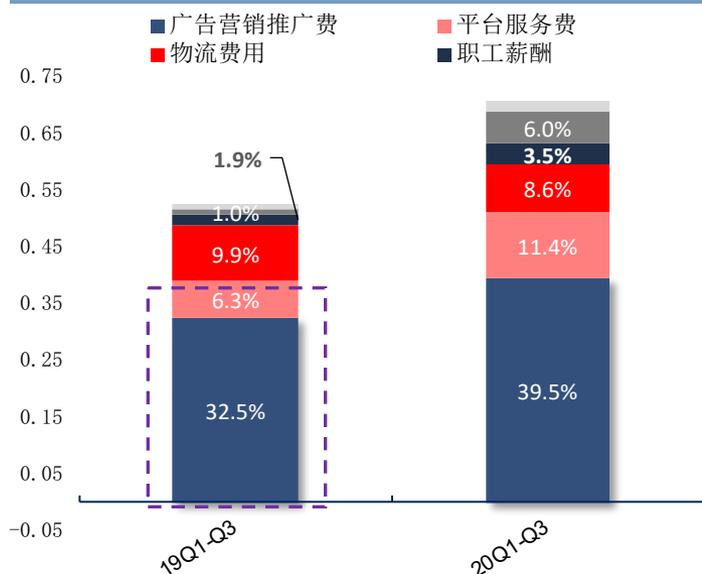


数据来源：公司公告，信达证券研发中心

## 财务分析：受新品牌导入期及线下等多渠道延展影响销售费用率攀升，物流费用逐步体现规模效应有所下降，费用率存在优化空间

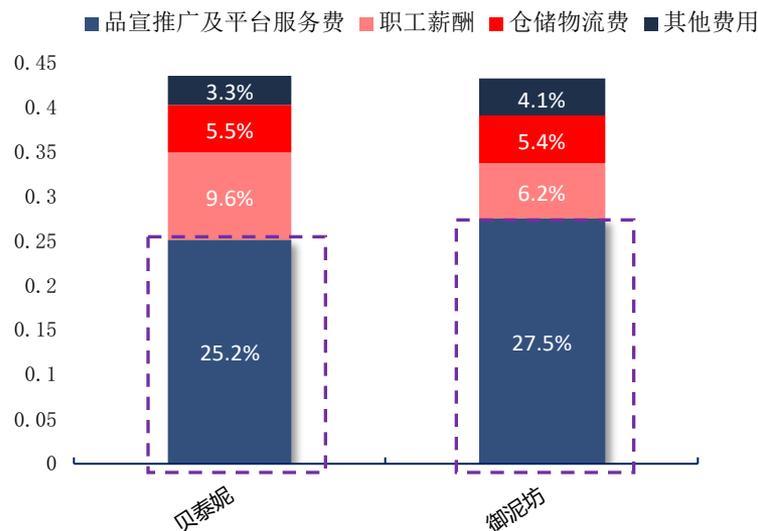
- 公司2019年销售费用率与线上占比高且自营为主的美妆公司相比相差不大，但20Q1-Q3销售费用率攀升，与同业同比提升幅度较高，主要在于：1) 新品牌小奥汀、完子心选规模效应未形成，影响平台服务费，较去年同期提升5pct；2) 20年加速开拓线下渠道，人员、租金等成本提升，体验店费率上升5pct；3) 线上流量成本提升，且新品牌孵化期营销投入高，广告营销费率上升7pct。
- 公司2020年Q1-Q3物流费用率下降，相比于同业仍处于高位，主要在于：1) 随着公司整体规模体量提升，仓储等固定成本规模效应显现；2) 公司平均客单价有所提升，助力单笔快递费率下降，但由于公司产品定位大众化，仍对物流费用率有所拖累。

图12：逸仙电商销售费用及物流费用明细项目占比收入



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

图13：同业公司19年销售费用明细项目占比收入



## 财务分析：股权激励费用影响管理费用率，加强信息建设及产品研发投入抬升研发费率，剔除股权激励费用影响管理及研发费率处于行业较低水平

图14：逸仙电商管理费用明细项目占比收入

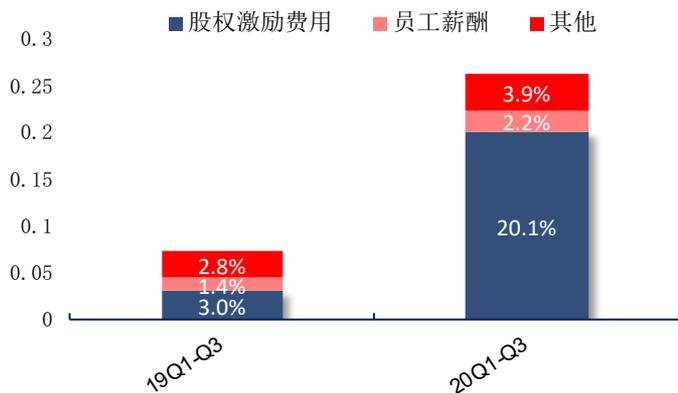


图15：逸仙电商研发费用明细项目占比收入

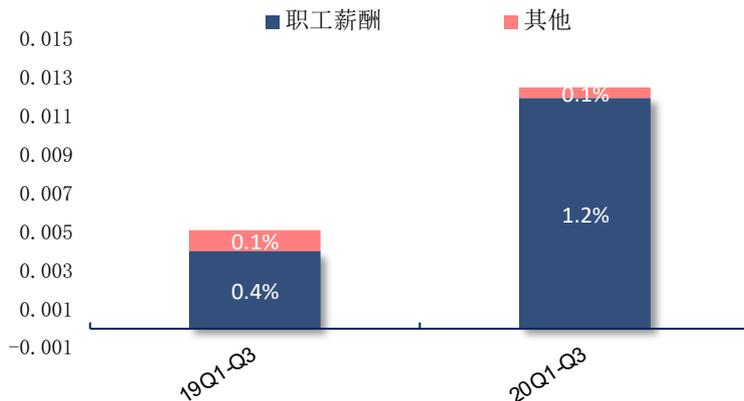
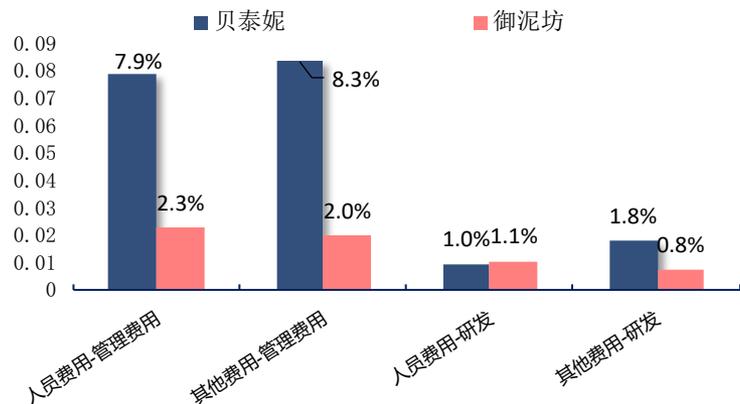


图16：同行业公司19年管理费用及研发费用明细项目占比收入



- 公司剔除股权激励费用后管理费用率处于同业较低水平，20Q1-Q3提升0.9pct，主要在于小奥汀、完子心选等新品牌正处于孵化期，未表现出规模效应。
- 公司研发费用率处于同业较低水平，主要在于采用OEM/ODM生产方式，可节省部分研发投入，20Q1-Q3研发费率有所上升，主要在支持信息技术及产品配方研发的员工数量上升，带动员工薪酬提升。

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

## 一、逸仙电商概况

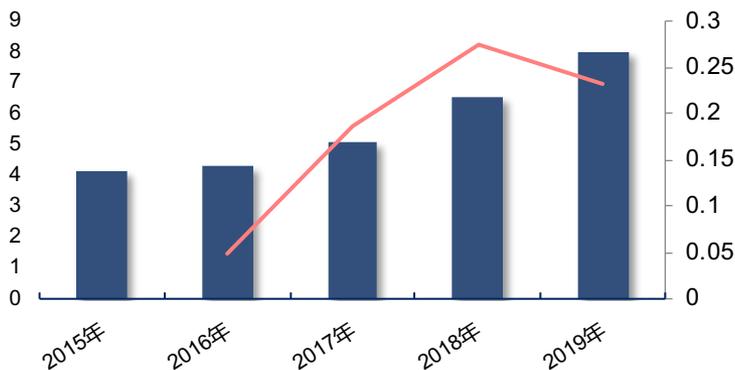
## 二、行业环境分析

## 三、逸仙电商商业模式及优势分析

## 四、经验及借鉴

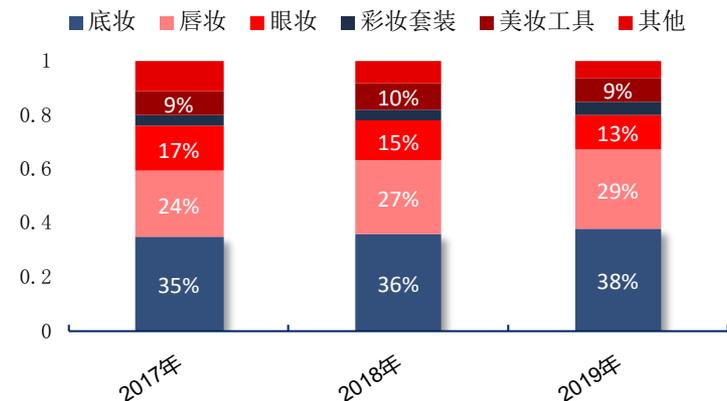
## 行业需求：彩妆行业市场规模约550亿元，近五年复合增速为18%超越化妆品行业，子类目面部底妆、唇妆占比超过一半

图17：中国彩妆市场规模及变化（单位：百亿元）



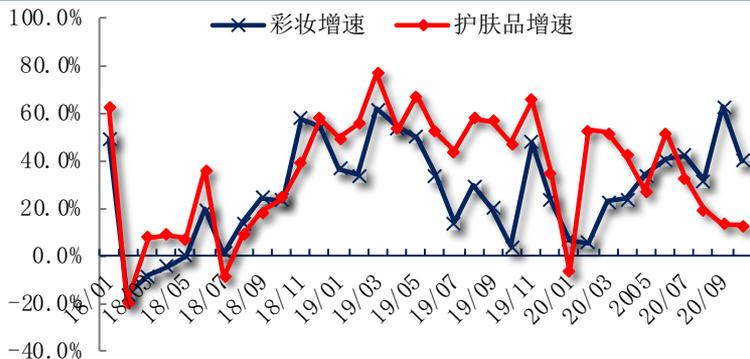
数据来源：中投数据，信达证券研发中心

图19：中国线上渠道彩妆品类结构情况



数据来源：德勤数据，信达证券研发中心

图18：淘系彩妆月度增速超越护肤品



数据来源：淘数据，信达证券研发中心

- 2019年中国彩妆行业市场规模550亿左右，15-19年复合增速为18%，高于化妆品行业平均增速，是化妆品行业中景气度较高的子行业。根据淘数据，20Q3以来，随着疫情恢复，彩妆类目线上增速已超越护肤品，成为线上高景气度类目。
- 彩妆类目可达几十种，大类分为面部底妆、唇妆、眼妆、美妆工具等。以线上结构为例，2019年面部底妆、唇妆、眼妆为前三大类目，分别占比38%、29%、13%。

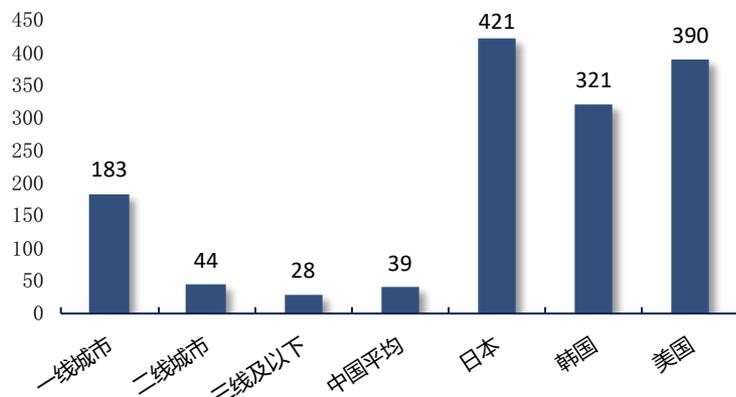
## 行业需求：新生消费人群带动彩妆行业蓬勃发展，参考成熟市场行业成长空间大

表8：不同年龄段人口数量及彩妆人群假设（万）

	15-19岁	20-24岁	25-29岁	30-34岁	35-39岁	40-44岁	合计
2019年	3264	3669	5050	5971	4910	4827	<b>27691</b>
假设覆盖率	20%	80%	80%	80%	35%	35%	<b>57%</b>
人口	653	2935	4040	4776	1719	1689	<b>15812</b>
2029E	3571	3488	3264	3669	5050	5971	<b>25013</b>
假设覆盖率	20%	90%	100%	100%	85%	85%	<b>81%</b>
人口	714	3139	3264	3669	4292	5075	<b>20153</b>

数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

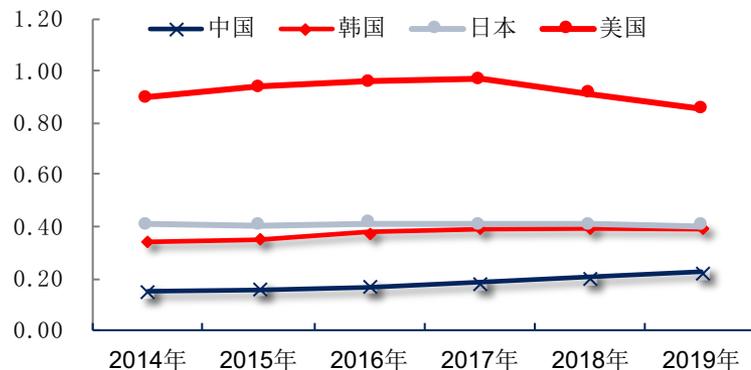
图20：中国彩妆人均消费金额与国外成熟市场比较（元/年）



数据来源：德勤咨询，信达证券研发中心

- **彩妆行业存在巨大提升空间。**从人群基数角度，未来十年内彩妆女性人群可超过2亿人（15岁-44岁），较当前人群或存在30%左右提升空间；从人均消费水平看，我国一线城市与发达市场平均水平存在1.8倍差距。
- **对标海外成熟市场化妆品结构，我国彩妆处于“低配”阶段。**根据欧瑞统计，19年美国、日本、韩国等发达欧美国彩妆占比护肤品规模比重分别为85%/41%/39%，中国仅23%，品类成长性高。

图21：中国、美国、日本、韩国彩妆消费占比护肤品比重



数据来源：欧瑞数据，国家统计局，信达证券研发中心

## 线上环境：化妆品类目享受线上流量红利，彩妆品牌势头方兴未艾，线上渠道维持高景气度

- 化妆品成为淘系重点类目，线上渗透率将继续提升。根据双十一头部店铺变动规律，2016年双十一销售头部店铺以3C家电及服饰类为主，2019年涌入国际美妆品牌，双十一类目格局发生变化。化妆品因高成长性及高毛利率水成为平台重点类目，19年彩妆、护肤品线上渗透率仅38%、30%，相比于冲动性消费类目如小家电具备10pct以上的提升空间，线上渠道将继续引领行业增长。

表9：历年双十一销售额靠前的店铺变化情况

	2012年	2016年	2019年
1	jackjones	小米	荣耀
2	骆驼	荣耀	苹果
3	全友家居	海尔	小米
4	罗莱家纺	NIKE	欧莱雅
5	裂帛	优衣库	阿迪达斯
6	gxg	魅族	南极人
7	海尔	三只松鼠	美的
8	富安娜	美的	海尔
9	顾家家居	adidas	耐克
10	茵曼	New Balance	雅诗兰黛
11	波司登	森马	兰蔻
12	韩都衣舍	格力	Olay
13	名鞋库	全棉时代	华为
14	真维斯	GXG	优衣库
15	水星家纺	科沃斯	格力

数据来源：产业信息网，亿邦动力网，信达研发中心

(19年排名不分先后)

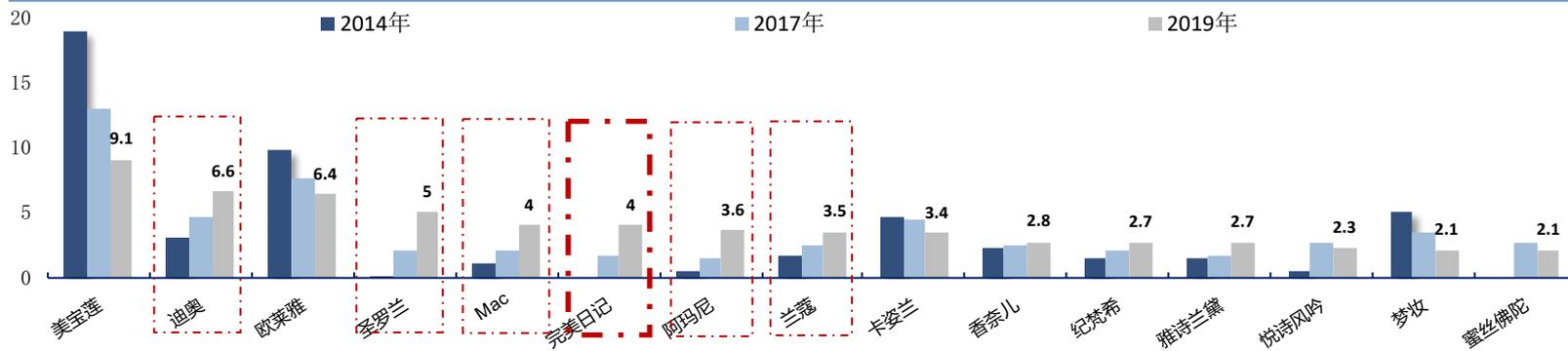
图22：化妆品类线上渠道渗透率



数据来源：欧睿数据，信达研发中心

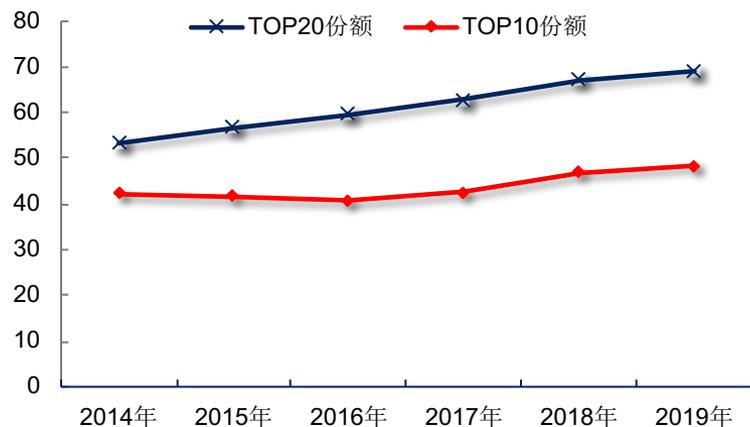
## 竞争环境：彩妆行业14-19年集中度有所提升，高端品牌份额提升显著，大众品牌出现分化

图23：中国彩妆行业2014-2019年全渠道竞争格局变化（单位：%）



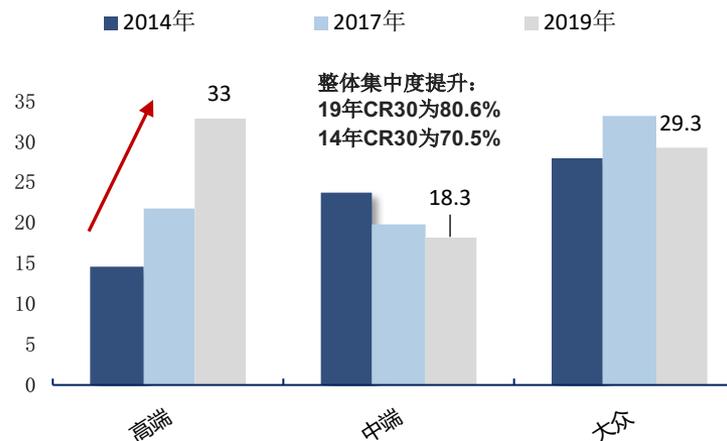
数据来源：欧睿数据，信达研发中心

图24：彩妆品牌14-19年top10与top20品牌集中度变化



数据来源：欧睿数据，信达研发中心

图25：19年TOP30彩妆品牌在14-19年内市占率分品牌层级份额变化（%）



数据来源：欧睿数据，信达研发中心

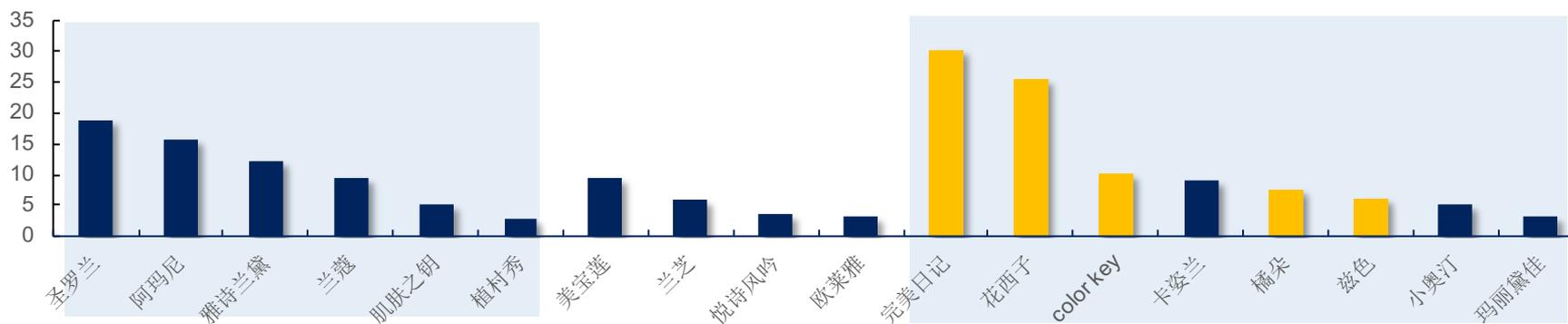
## 竞争环境：大众彩妆领域国货新锐品牌彰显优势，份额有望继续倾斜

表10：彩妆赛道大众品牌市场格局变化（单位：%）

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	份额变化
美宝莲	18.9	17.4	15.7	13	11.2	9.1	-9.8
完美日记			0	1.7	2.4	4	4
蜜丝佛陀				2.8	2.8	2.1	-0.7
稚优泉	0.2	0.2	0.4	0.8	1.4	2.1	1.9
滋色				0.9	1.2	1.8	1.8
玛丽黛佳	2	2.2	2.4	2.5	2.3	1.7	-0.3
韩束	0	2.9	2.8	2.4	1.9	1.5	1.5
兰瑟	1.8	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3	-0.5
自然堂	0.9	0.9	0.9	1	0.8	0.7	-0.2
韩后	0.5	0.7	0.9	1	0.8	0.6	0.1
姬芮	1.2	1.1	1	0.8	0.7	0.6	-0.6
合计	25.5	27.3	28.7	28.6	26.7	25.5	0

数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图26：淘系19M11-20M10不同档次彩妆品牌GMV（单位：亿元）



数据来源：淘数据，信达证券研发中心

## 一、逸仙电商概况

## 二、行业环境分析

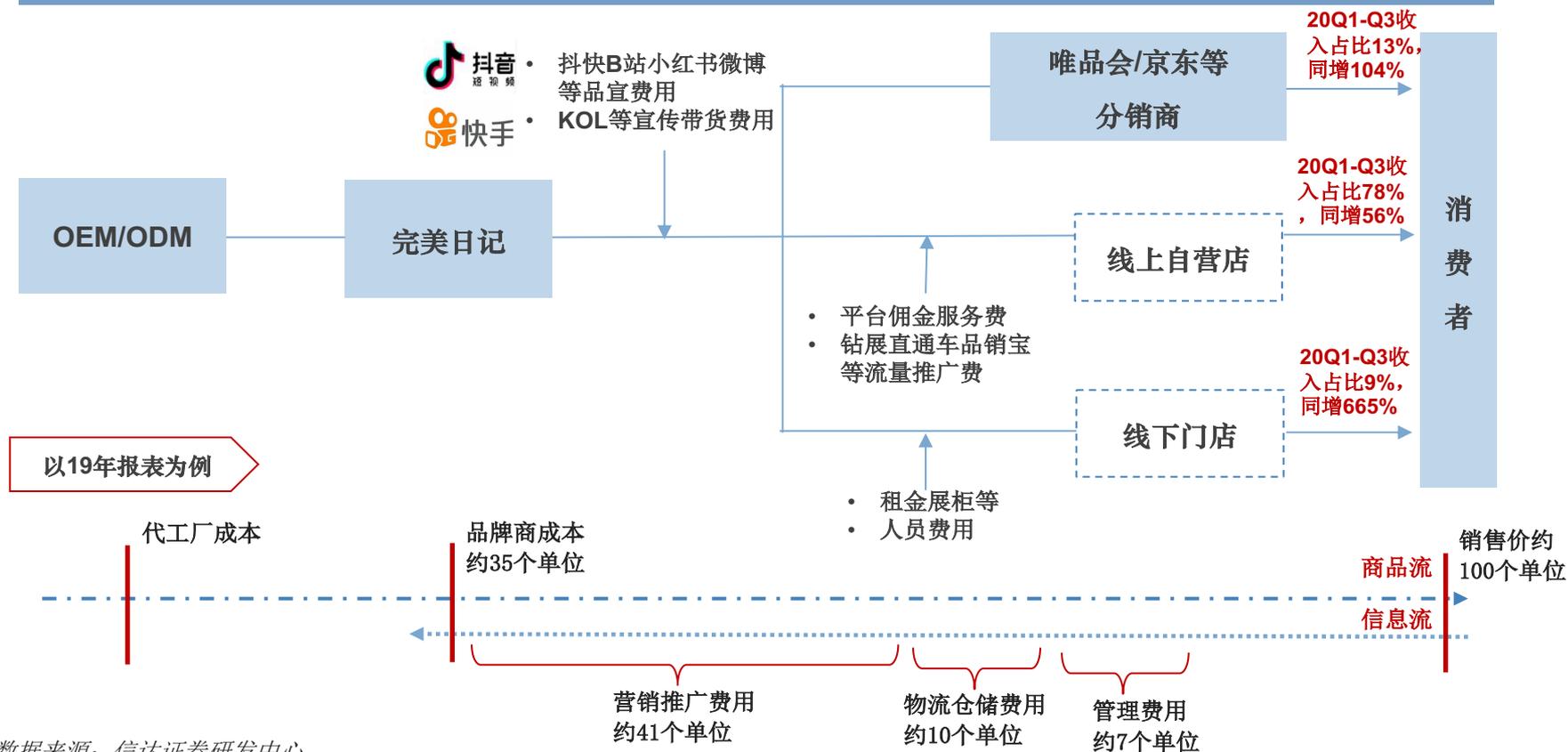
## 三、逸仙电商商业模式及优势分析

## 四、经验及借鉴

## 商业模式：DTC运营模式，品牌商直接对接用户，缩短中间环节降低加倍率，利于消费者洞察

- 产业链简单化，品牌商直接对接用户，减少代理商环节，降低产业链成本。根据2019年公司毛利率与直营为主的销售模式，以及代表上市代工企业毛利率水平，加倍率低于4倍，远低于传统化妆品行业的加倍率。公司创始团队兼具电商及快消品基因，为创造DTC模式打下基础。

图27：逸仙电商产业链环节及价值链拆分



数据来源：信达证券研发中心

## 商业模式：以数据为基础甄选产品，饱和式营销打造爆品，数据沉淀反哺营销策略及选品策略

- 以消费者大数据洞察为基础，通过精准算法及前瞻判断力选品，利用全球优质的供应链完成数据到商品的转化，从试销到全渠道饱和式营销打造产品，通过各类数据系统检测营销投放效果及用户动态变化，及时调整策略，同时沉淀消费者行为数据为其他产品推广提供依据。

图28：完美日记产品推出路径分析

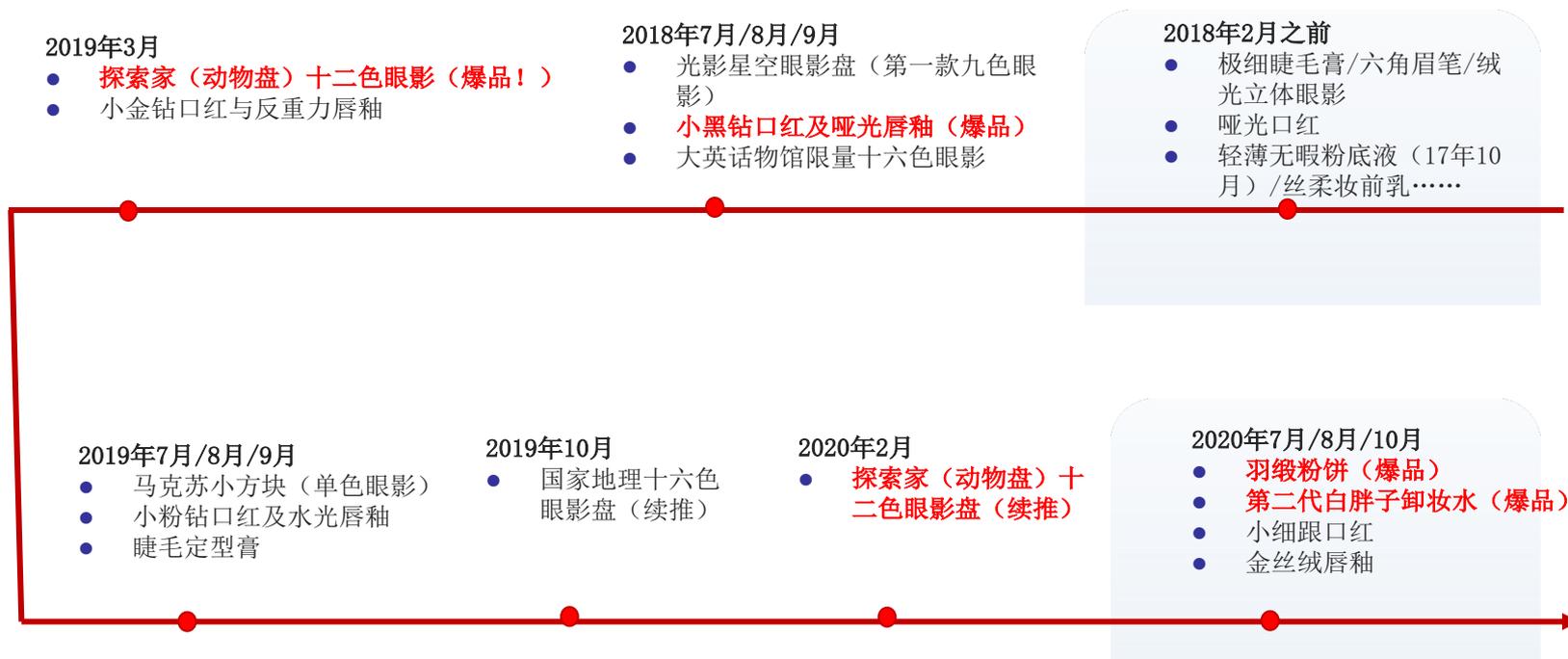


数据来源：信达证券研发中心

## 产品优势：选品布局有迹可循，从眼妆唇妆到面部底妆等子品类层层打爆，单品集中投放提升胜率

- 以完美日记品牌官方微博推广产品为例，2018年之前推出从眼妆、唇妆、面部底妆的全套产品线；2018年下半年到2019年，对眼妆中眼影及唇妆中口红唇釉重点品类集中大规模推广，投放更集中，打造出十二色眼影盘、哑光唇釉、小黑钻口红等爆款产品，引领彩妆潮流；2020年在维持眼妆、唇妆优势后，大力推广面部底妆及卸妆子类目，羽缎蜜粉、白胖子卸妆水等产品成为爆款产品。

图29：完美日记产品类型推出节奏



数据来源：官方微博/抖音号/小红书号，信达证券研发中心（根据微博等官方号整体，存在遗漏）

## 产品优势：选品布局有迹可循，从眼妆唇妆到面部底妆子品类层层打爆，单品集中投放提升胜率

表11：完美日记天猫旗舰店销售产品推出时间、月销及定价情况

类型	产品系列	SKU数量	定价	推出时间	月销
眼妆	光影星河9色眼影	8	79.9元/9色	18年7月	1万+
	国家地理16色眼影	4	149.9元/16色	18年9月/19年10月	9万+
	探险家12色眼影	10	129.9元/12色	19年3月/20年2月	65万+
	马赛克单色眼影	40	29.9元/1色	19年7月	5万+
	纤细持久睫毛膏	2	39.9元/4.5g	17年5月	30万+
	eyemax睫毛膏	2	79.9元/支	20年9月	5.5万+
	睫毛打底膏	1	39.9元/只	2019年9月	10万+
	六角眉笔	5	29.9元/支	2017年9月	10万+
	四色眉粉	1	49.9元/盒	18年8月	2万+
	三角眉笔	3	59.9元/支	20年4月	0.9万+
唇妆	眼线液笔	2	49.9元/支	17年10月	4.5万+
	哑光唇釉	38	49.8元/2支	2018年9月	100万+
	反重力唇釉	13	69.9元/支	2019年3月	5.5万+
	水光唇釉	18	69.8元/2支	2019年8月	25万+
	金丝绒唇釉	16	89.5元/2支	2020年8月	150万+
	小黑钻口红	30	79.9元/支	2018年8月	45万+
	小金钻口红	22	99.9元/支	2019年3月	8万+
	小粉钻口红	18	179.9元/2支	19年9月	3.5万+
	小细跟口红	8	159.9元/2支	20年10月	85万+
	润唇膏	1	49.9元/支	19年9月	4.5万+
唇部打底	1	59.9元/支	19年8月	0.4万+	

类型	产品系列	SKU数量	定价	推出时间	月销
面部底妆	小黑盖粉底（轻薄）	10	59.9元/30ml	2017年2月	15万+
	干皮粉底	7	129.9元/30ml	20年3月	1.5万+
	小金盖粉底（高遮瑕）	4	99.9元/30ml	18年10月	7万+
	金色散粉	6	69.9-79.9元/盒	19年7月	15万+
	散粉定妆蜜粉	6	39.9元/盒	19年1月	20万+
	羽缎蜜粉	3	129.9元/盒	20年7月	35万+
	幻泽心机腮红	4	59.9元/盒	19年10月	0.75万+
	珍珠妆前乳（干皮）	1	79.9元/盒	19年1月	1万+
	控油妆前乳	1	79.9元/盒	19年5月	2万+
	丝柔光韵妆前乳	4	59.9元/支	18年2月	20万+
卸妆护肤	星芒高光修容粉	5	89.9元/盒	19年10月	3.5万+
	遮瑕液	3	39.9元/支（第二支9.9元）	18年10月	15万+
	白胖子卸妆水	1	49.9元/150ml	18年8月	0.5万+
	白胖子卸妆湿巾	1	39.9元/30片	20年6月	10万+
	白胖子第二代卸妆水	1	69.9元/500ml	20年8月	50万+
	白胖子洗面泡沫	1	49.9元/20ml（第二件件20元）	19年12月	5.5万+
	洁面慕斯	1	69.9元/150ml	20年5月	0.2万+
	熊果苷面膜	1	99.9元/10片	19年9月	0.95万

数据来源：完美日记天猫旗舰店，药监局，信达证券研发中心（时间为2020年11月19日，因双十一月份月销数量较高）

## 产品优势：与全球顶尖供应链体系保持良好的合作，严格内测为爆品夯实基础

- 公司与全球顶尖代工厂良好合作关系，代工厂不断升级。根据统计，公司与上海臻信、科丝美诗、莹特丽、诺斯贝尔等全球领先化妆品代工厂保持紧密合作关系；伴随公司爆品持续推出，合作代工企业不断升级，例如19年开始增强与莹特丽合作；同时公司2019年与科丝美诗达成协议，在广州建立研发制造中心。
- 严格质检为产品走红打下基础，高效的供应链体系快速响应市场变化。公司拥有113名研发及供应链管理人员，拥有专门人员入驻工厂，质控严格；同时，一旦产品概念推出，公司依托强大供应体系及管理经验，推出周期仅需6个月，远高于行业开发新品周期。

表12：公司畅销产品合作代工厂情况

	产品名	代工厂	备案时间
底妆	小黑盖粉底	广州蔻斯恩/科丝美诗	1702 (后注销) /1805
	丝柔光韵妆前乳	科丝美诗	2018.1.24
	散粉定妆蜜粉	广州蔻斯恩	1901 (2005注销)
	金色散粉	广州蔻斯恩	2019.7.28
	羽缎蜜粉	上海臻信/上海臻臣	2020.6.6
眼妆	纤细持久睫毛膏	广州蔻斯恩	1702与1802 (2002注销)
	睫毛打底膏	科丝美诗/完美日记	2019.6.14
	探险家12色眼影	上海臻信/嘉兴华盛	2019.8.12
	国家地理16色眼影	上海臻信/嘉兴华盛	2019.9.21
唇妆	小黑钻口红	科丝美诗/完美日记	2018.8.22
	哑光唇釉	科丝美诗	201808与201908
	小金钻口红	莹特丽	2019.5.14
	水光唇釉	科丝美诗	2019.8.4
	金丝绒唇釉	完美日记	2020.3.18
	小细跟口红	莹特丽	2020.9.9
卸妆	白胖子第二代卸妆水	诺斯贝尔	2020.7.3

数据来源：药监局，信达证券研发中心

表13：部分代工厂其他品牌合作情况

代工厂	合作品牌
莹特丽	迪奥、雅诗兰黛、倩碧、屈臣氏、美宝莲、蜜丝佛陀、玫琳凯、橘朵等
科丝美诗	欧莱雅、COLORKEY、百雀羚、花西子、橘朵、美宝莲、稚优泉、自然堂等
上海臻信	花西子、卡姿兰、橘朵、稚优泉、滋色等
诺斯贝尔	韩后、悦诗风吟、屈臣氏、相宜本草、御泥坊、花西子、卡姿兰、佰草集等

数据来源：药监局，信达证券研发中心

## 营销优势：灵活营销举措，全渠道内容分发，前瞻布局私域流量运营，强度与密度紧密结合

灵活运营各大社交平台，依托海量KOL全渠道饱和式内容分发，迅速占领用户心智。以爆款产品动物眼影为例，产品推出后利用微博、抖快等6大社交平台进行推广，官方号以罗云熙、Troye Sivan宣传片为主，传播频次超过50次，同时利用KOL视频教学推广等模式迅速推广，例如抖快手达人视频超50条，占领用户心智。目前完美日记在6大社交平台拥有上千万粉丝。

线下美容顾问助力私域流量沉淀，提升用户忠诚度。截止20年9月30日，公司拥有1196名专业的美容顾问，负责微信公众号、微信商店等微信渠道以及线下体验店用户运营，提供专业美导服务，提升用户粘性。

表14：公司不同内容分发平台布局情况

		微博	小红书	抖音	快手	b站
完美日记	注册时间	2016/9	2018/7	2018/7	2018/9	2018/8
	粉丝数量(万)	57.4	195.0	349.0	574.6	7.1
	笔记数量	2455	809	257	760	446
	获赞数(万)		349.6	2895.7	无	19.7
小奥汀	注册时间	2012/12	2017/9	2018/3	-	2019/9
	粉丝数量(万)	35.5	9.7	23.9	-	0.5
	笔记数量	6579	354	189	-	97
	获赞数(万)		16.1	146.4	-	1.8
完子心选	注册时间	2020/2	2020/1	2020/6	-	-
	粉丝数量(万)	8.4	2.9	1.3	-	-
	笔记数量	219	62	22	-	-
	获赞数(万)		14.9	14.6	-	-

数据来源：官方运营账号，信达证券研发中心（截止2020年11月19日）

表15：公司爆款产品官方运营号视频传播频次

产品	代言人	官号传播渠道	频次
小黑钻/哑光唇釉	朱正延	6大平台	37次
动物眼影	罗云熙 Troye Sivan	6大平台	53次
天鹅绒唇釉	朱正延	微博、小红书、b站、快手	20次
羽缎粉饼	许佳琪、李佳琦	6大平台	32次
白胖子卸妆水	文琪	微博、快手、b站	15次
小细跟口红	李佳琦、周迅	6大平台	53次

## 营销优势：代言人分工清晰，KOL管理精细化，助力各类用户沉淀

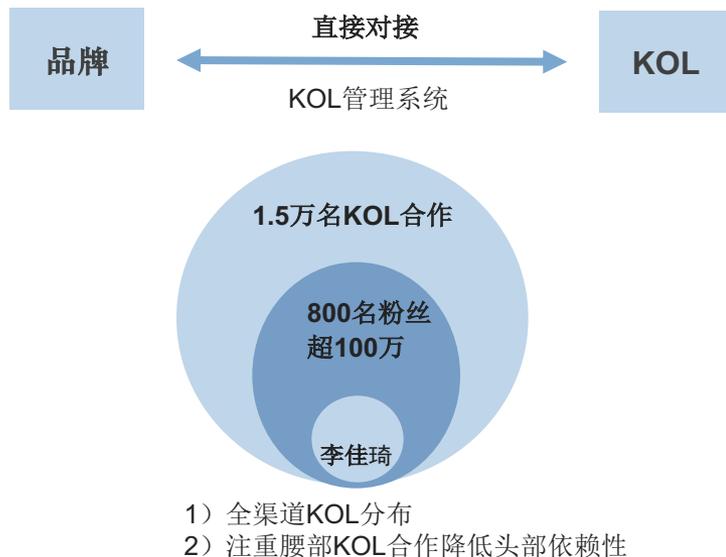
- **代言人分工明晰，强化品类标签，抢占用户心智。**根据社交平台官方运营号，公司先后与8位明星合作，各代言人分工明晰，例如早期设立专门的色彩代言人、底妆代言人，近期加设品牌形象大使及全球代言人，强化品牌调性。
- **KOL合作思路独特，管理精细化。**公司直接对接KOL，拥有KOL管理系统，利于KOL与用户的精准匹配，掌握投放数据，实现高效投放效率；此外公司注重与腰部KOL合作，拥有800名百万以上粉丝量的KOL，降低头部的依赖性。

表16：公司代言人代言不同细分赛道

姓名	出生年份	职业	代言方向
周迅	1974年	知名演员、歌手	品牌全球代言人
Troye Sivan	1995年	澳大利亚歌手、演员	品牌形象大使
罗云熙	1988年	内地歌手、演员	色彩代言人
许佳琪	1995年	内地歌手、演员	羽缎大使（粉饼底妆）
文淇	2003年	台湾演员	灵感大使（香水、卸妆）
朱正廷	1996年	内地歌手、演员等	唇妆代言人
赖冠霖	2001年	台湾歌手、演员	底妆代言人
吴青峰	1982年	台湾歌手等	安瓶能量大使

数据来源：官方运营号，信达证券研发中心

图30：公司与KOL合作情况



数据来源：信达证券研发中心

## 数字化优势：数据系统及技术人员布局走在市场前列，助力产品投放及精准营销

- **远超过行业的信息技术人员布局。**截止20Q3，公司拥有211名数据及技术工程师，为公司提供信息化服务，占比公司总人数的6.3%；同时，公司拥有数据分析员等人员，负责各渠道数据信息运用。通过猎聘网相关公司热招职位的统计，目前公司对信息技术类的人才需求领先行业。逸仙电商数据分析类岗位需求为5个，仅次于珀莱雅7个的需求量，同时逸仙电商工程师类需求量为12个，高于其他企业；总体而言，逸仙电商数据信息类需求总量为17个，占比岗位总数的5.2%，仅次于贝泰妮5.8%的占比。

表17：公司员工职能分布情况

职位	人数	占比
研发与供应链	113	3.4%
市场相关	249	7.4%
线上运营	183	5.5%
新零售	81	2.4%
<b>数据和技术工程师</b>	<b>211</b>	<b>6.3%</b>
线上销售和客户服务	1056	31.5%
线下美容顾问	1196	35.6%
其他	266	7.9%
总计	3355	

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

表18：同业公司对数据信息类人才需求程度

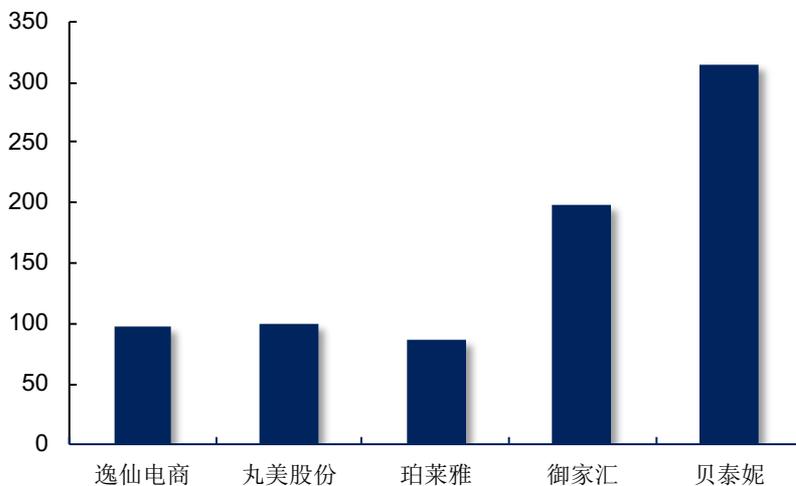
公司	热招职位	数据分析类		信息技术类		数据及信息类占比
		数量/占比	薪酬区间	数量/占比	薪酬区间	
珀莱雅	275	7个/数据部	10.5-45万/年	2个/大数据中心	12-21万/年	3.3%
御家汇	426	未显示	—	8个/未显示	8.4-36万/年	1.9%
贝泰妮	141	未显示	—	8个/技术开发部	9.6-32万/年	<b>5.8%</b>
<b>逸仙电商</b>	<b>324</b>	<b>5个/跨部门</b>	<b>9.6-36万/年</b>	<b>12个/IT部</b>	<b>12-30万/年或面议</b>	<b>5.2%</b>

数据来源：猎聘网，信达证券研发中心（时间为2020年11月26日）

## 数字化优势：数据系统及技术人员布局走在市场前列，助力产品投放及精准营销

- 专有**供应链管理系统和仓库管理系统**，协助预测产品需求，及时市场策略，目前公司库存水平**3个月左右**，相比于珀莱雅、丸美等化妆品公司，公司渠道无库存，尽管库存周期大致相当，仍具备优势；相比于直营为主且线上占比高的公司，如御家汇等，公司库存周转水平领先。。
- 专有的**KOL管理系统**，直接与KOL合作，根据KOL表现及对客户的影响即使调整投放策略，达到更优传播效果。

图31：2019年同业公司库存周转天数比较



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

## 用户优势：粉丝基础雄厚，社交内容平台粉丝数量一骑绝尘，为用户转化提供空间

- 公司拥有全行业领先粉丝数量，社交内容平台粉丝沉淀尤为突出。截止20Q3各品牌合计积累4800万粉丝，根据我们统计，完美日记在天猫、微博、小红书、抖音、快手、b站六大平台官方运营主体上拥有2765万粉丝数量，高于雅诗兰黛、兰蔻、欧莱雅等国际大牌。同时，公司在社交内容平台粉丝基础一骑绝尘，小红书、快手、抖音等平台粉丝数量与花西子、color key等线上新品牌维持倍数级别差距。良好的粉丝基础为品牌未来变现提供基础，伴随线上流量成本上升，重置成本提升，粉丝优势更加明显。

表19：化妆品品牌不同平台粉丝数量对比（单位：万）

	天猫旗舰店	微博官方号	小红书官方号	快手官方号	抖音官方号	B站官方号	合计
完美日记	1584	57	194	574	349	7	2765
雅诗兰黛	2271	364	21	16	16	0	2688
自然堂	2012	276	15	4	36	0.8	2344
兰蔻	1749	237	19	-	158	-	2163
mac	1824	157	30	-	14	0.05	2025
欧莱雅	1626	267	28	0.3	25	0.4	1947
悦诗风吟	1257	416	45	0.3	32	0.4	1751
olay	1353	250	29	-	16	0.8	1649
珀莱雅	1248	123	6	0.9	8	0.07	1386
美宝莲	1108	198	20	0.04	12	-	1338
阿玛尼	984	40	9	0.3	4	-	1037
花西子	885	14	13	17	65	1	995
color key	644	10	11	5	35	0.05	705
纽西之谜	594	53	26	0.2	2	0.2	675
橘朵	580	17	36	13	6	2	654
滋色	461	23	29	4	8	-	525

数据来源：天猫，微博，小红书，快手，抖音，B站，信达证券研发中心（统计日期为2020年11月19日）

## 一、逸仙电商概况

## 二、行业环境分析

## 三、逸仙电商商业模式及优势分析

## 四、经验及借鉴

## 经验及借鉴

逸仙电商通过不足4年的发展，打造国货彩妆第一品牌，同时成为为数不多的多品牌快速发展的公司，其卓越表现为行业提供可借鉴的经验：

- **DTC模式助力品牌对用户洞察，品牌商角色切换更利于把握用户变化。**化妆品行业用户变化较快，逸仙电商创造的DTC模式将品牌方直接对接用户，改变过去传统化妆品企业通过渠道商对接用户的商业模式，有助于品牌商进行用户洞察及精细化用户运营，对用户变化更敏锐。掌握用户变化，助力开发适合用户喜好的产品，精准营销推广及合理化渠道布局。
- **数字信息化布局为选品、营销及库存等管理提供工具，助力效率提升。**逸仙电商拥有超过200名数据及技术人员，拥有库存管理系统、供应链管理系统、KOL管理系统，同时与外部阿里数据银行等合作，为上下游（用户、KOL等）数据信息沉淀提供良好的工具，对公司爆款产品打造、快周转及精准营销投放提供数据信息支持。
- **彩妆线上高景气度，大众化国货品牌凭借高性价比及灵活营销可获得更高份额。**19年彩妆行业市场规模约550亿元，20Q3以来彩妆淘系景气度超越护肤品，参考日韩市场经验彩妆占比护肤品可达40%左右，中国占比约25%，成长可期。大众化定位领域，国货品牌凭性价比与精致于一体的产品及抖快等多平台灵活的营销投放，快速占领心智，挤压外资品牌市场份额，国货彩妆进攻可期。
- **投资建议：**线上彩妆维持景气度，20Q3以来超越护肤品成为景气度最高的子类目；同时，社交内容营销助力品牌获取用户，快速提升品牌曝光度，**未来重视C端运营的品牌将对用户变化更敏锐，数据化布局将提升品牌选品能力及精准营销投放能力**，更易享受行业增长红利，建议关注彩妆类目获得持续突破的珀莱雅、电商运营持续改善的丸美股份、社交内容营销具备优势的上海家化（玉泽）。
- **风险因素：**行业需求恶化，线上流量成本上升，竞争格局恶化。

## 研究团队简介、机构销售联系人

汲肖飞：纺服轻工首席分析师  
执业编号：S1500520080003  
邮箱：jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理  
执业编号：S1500120090033  
电话：18616582264  
邮箱：liyuan1@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 邮编：100031

### 华北地区销售

韩秋月：13911026534 hanqiuyue@cindasc.com  
卞双：13520816991 bianshuang@cindasc.com  
唐蕾：18610350427 tanglei@cindasc.com  
魏冲：18340820155 weichong@cindasc.com  
刘晨旭：13816799047 liuchenxu@cindasc.com  
顾时佳：18618460223 gushijia@cindasc.com

### 华东地区销售

王莉本：18121125183 wangliben@cindasc.com  
吴国：15800476582 wuguo@cindasc.com  
国鹏程：15618358383 guopengcheng@cindasc.com  
孙斯雅：18516562656 sunsiya@cindasc.com  
张琼玉：13023188237 zhangqiongyu@cindasc.com  
李若琳：13122616887 liruolin@cindasc.com

### 华南地区销售

王留阳：13530830620 wangliuyang@cindasc.com  
王雨霏：17727821880 wangyufei@cindasc.com  
杨诗茗：13822166842 yangshiming@cindasc.com  
陈晨：15986679987 chenchen3@cindasc.com

# 免责声明

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

### 股票投资评级

**买入**：股价相对强于基准20%以上；

**增持**：股价相对强于基准5%~20%；

**持有**：股价相对基准波动在±5%之间；

**卖出**：股价相对弱于基准5%以下。

### 行业投资评级

**看好**：行业指数超越基准；

**中性**：行业指数与基准基本持平；

**看淡**：行业指数弱于基准。