

2019 年 09 月 27 日

商贸零售

聚散之间，看化妆品营销新纪元

——写在社交营销序幕拉开的关键时期

■中国化妆品营销的流量入口已经历了三轮切换，当前社交营销序幕拉开，外资品牌大力布局、新锐国货高歌猛进，化妆品行业正处于新一轮变革的关键时期。本文通过回顾中国化妆品营销发展历程，总结历史规律，分析当下社交营销产业链结构，意图探索：在流量入口不断变迁中，化妆品企业如何在愈发快速的营销方式变化中掌握核心，实现企业的持续增长。本文认为，企业应回归整体策略、组织架构、品牌建设等核心问题，考虑长远发展，方有望实现长期稳步增长。

■回顾中国化妆品行业营销历程，1980 年以来，中国化妆品营销的流量入口已经历了三轮切换，目前正在经历新一轮变革，流量入口从央视——卫视——淘宝——社交平台依次切换。每一次流量入口的切换均打破行业稳态，带来流量的由聚到散，从而促使行业洗牌、为小品牌创造崛起机遇；而后流量再次由散到聚，格局重塑后形成新的稳态。

①在央视垄断流量期间，实力强大的外资垄断行业，第一代国货品牌整体式微、剩余国货品牌市占率普遍较低。②经历 2009-2015 年地方卫视流量崛起、第二代国货品牌大规模综艺冠名之后，国货市占率大幅提升，百雀羚、韩束、自然堂成为护肤品类中市占率前 10 的品牌，佰草集、珀莱雅、相宜本草、丸美等市占率均显著提升，登陆市占率前 100 位榜单。③电商流量崛起后，在电商红利带动下，依托淘宝起家的御泥坊于 2018 年市占率再次大幅提升，而上一阶段依托卫视流量崛起的第二代国货市占率无较大变化。④随着淘宝流量费用持续增长，电商平台获客成本持续提升，传统电商行业竞争日益激烈；而短视频行业经过迅猛发展，已积累大量用户、进入精耕细作的发展阶段，基于内容营销对销售显著的促进作用，社交内容营销流量入口迅速崛起。

■社交崛起使营销从中心化内容生产过度到“众包创意”，品牌商通过跨平台、跨圈层的营销布局推动合作 KOL 联动发声，使新品能够迅速成为大众爆款。在社交营销产业链中，主要包括品牌方、内容生产者、内容平台、电商平台和消费者五大参与方。内容生产者包括品牌商家、MCN、网红/KOL、普通用户等，在品牌商的营销实施中，以与 MCN 机构合作最有效率、最能实现全面布局。①MCN（全频道网络）本身是资源密集型机构，经过数年高速发展，行业已经呈现明显的集中趋势。根据艾瑞咨询的估计，2018 年，头部 MCN 机构已占据市场份额 70% 以上。②红人 KOL 分为四大梯队，多样营销打造爆款，头部流量价格昂贵。③电商与内容平台呈现相互转化趋势，争夺头部内容资源助力社交营销进一步发展。④消费群体逐步过渡到千禧一代，95 后人群规模已超 3.69 亿，通过社交营销可精准触达，根据唯品会数据，

行业深度分析

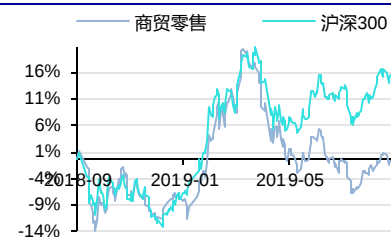
证券研究报告

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票	目标价	评级
603605 珀莱雅	87.30	买入-A
603983 丸美股份	56.37	买入-A
600315 上海家化	40.95	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.63	-7.40	-32.91
绝对收益	2.26	-7.23	-20.05

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080002
duyif1@essence.com.cn
021-35082088

相关报告

- 8 月社零略有回暖，继续推荐超市及化妆品板块龙头 2019-09-22
- 8 月化妆品线上维持高增长，CPI 同比增速略超预期 2019-09-15
- 零售中报总结：行业收入利润增速整体回暖，必选受益于 CPI 上升且刚需明显，可选相对稳健 2019-09-01
- 7 月社零同比增长 7.6%，关注超市、化妆品及低估值板块投资机会 2019-08-18
- 7 月 CPI 同比增幅略有扩大，金价持续提升利好黄金珠宝龙头 2019-08-11

2015-2018 年，90 后使用抗衰精华类产品增速达 312%，95 后用户增速达 481%。

■**社交营销时代，国际大牌与新锐国货表现最为优异。**①欧莱雅：2015 年，流向入口从电视向互联网切换之时，欧莱雅已作出及时反应。2014 年起开始削减电视营销费用，此后 2015 年、2016 年持续大幅缩减传统媒体广告花费；同时，2016 年起，欧莱雅集团即开始大力投入社交营销，2016 年 10 月，欧莱雅在中国市场启动“BA 网红化”，2017 年，欧莱雅与天猫美妆、中国初创公司美 ONE 达成合作，李佳琦作为第一期项目孵化出的博主，流量暴增、成为社交营销时代现象级案例，2018 年上半年，李佳琦在天猫上做了 80 场直播，为欧莱雅直接贡献了千万元的销售额。②完美日记：成立于 2017 年 3 月，已完成最新一轮融资，由高瓴资本领投，红杉中国、华人文化跟投，该轮融资估值或高于 10 亿美元；2018 年，成立仅 2 年时间完美日记销售额已逾 20 亿，2019 年销售额有望达 30 亿元以上。完美日记以“极致性价比”作为定价策略，代工厂与国际大牌重合度较高、但产品平均售价是其三份之一不到；高密度创新式社交营销打造爆款风靡网络；2019 年 8 月底，完美日记的全渠道曝光量已经超过 10 亿，是小红书上粉丝最多的彩妆品牌。

■**流量入口几度变迁，每次切换均带来的挑战和机遇均造成了行业格局的重塑。**看向未来，随着科技的高速发展我们确定流量入口切换将更为迅速。营销作为化妆品行业的关键环节，如何在愈发快速的营销方式变化中掌握核心，实现企业的稳定持续增长，是行业面临的重要问题。本文认为①敏锐把握风口变化，及时进行营销策略调整：关注企业是否及时根据流量风口调整营销策略，是否形成可复制成体系营销打法；②不能一味追求 ROI，关注推动“引流”能力内部化的组织架构优化：关注营销投放 ROI（衡量投放变现能力），组织架构是否实现优化，营销“引流”能力是否实现了内部化、系统化、体系化；企业之间分化加速，在不断试错中保持组织架构不断优化企业有望赢得长期优势；③爆款不是目的，而品牌溢价是化妆品盈利关键：关注爆款的引流能力、对品牌高利润产品的带动效应，对品牌的影响力、是否正向提升品牌知名度，关注爆款是否有可能升级为精品款的潜力。

■**投资建议：**2018 年下半年以来社零增速趋缓，但其中化妆品社零增速维持稳定高速增长；化妆品行业的优质赛道属性不断被验证，表现出较强的持续增长能力和抗周期属性。重点推荐行业优质标的珀莱雅、丸美股份、上海家化。珀莱雅：2017 年以来线上收入高速增长，紧抓电商及社交营销红利，实践证明了管理团队的敏锐度极高、反应速度极快，产品矩阵丰富具备强劲增长后劲。丸美股份：上市后拟发力线上渠道及社交营销，正在加紧布局；主品牌卡位化妆品最优细分赛道之一眼部护理、定位中高端，有望迎来较大边际改善。上海家化：国货化妆品龙头，多品牌稳定良性发展，2019 年发力社交营销，下半年推出新品“太极两仪精华”，有望进一步推升品牌认知。

■**风险提示：**线上渠道增速放缓；线下竞争持续恶化；新品推广不及预期；宏观经济增速持续下滑。

内容目录

1. 聚散之间，看化妆品营销新纪元	6
2. 回顾化妆品行业营销史，聚散之间完成流量入口切换	7
2.1. 中国化妆品营销起步期（1980-2000）	8
2.2. 外资品牌长驱直入，第一代国货品牌式微（2000 年—2008 年）	9
2.2.1. 电视渠道近乎垄断消费者认知，央视聚焦核心流量	9
2.2.2. 第一代国货品牌与外资差距巨大，整体式微	10
2.3. 第二代民营国货登陆主场，卫视冠名+CS 渠道崛起（2009-2015）	11
2.3.1. 地方卫视流量崛起，入口分散为国货企业带来机遇	11
2.3.2. 综艺冠名成国货崛起关键，外资缺位错过良机	11
2.4. 线上销售崛起，大量“淘品牌”昙花一现（2015-2017 年）	12
2.4.1. 流量入口向互联网切换，外资巨头纷纷转投线上	12
2.4.2. 线上流量红利催化“淘品牌”崛起，红利渐失品牌面临挑战	13
2.5. 流量入口进一步切换，第三代新锐国货登场（2018 年起）	14
2.5.1. 社交营销流量迅猛聚集，美妆成为投放 KOL 最多品类	14
2.5.2. 流量入口切换为新锐国货带来机遇，完美日记创造行业奇迹	16
2.5.2.1. 创始团队优秀，最新估值或高于 10 亿美金	17
2.5.2.2. “极致性价比”定价策略+高密度创新式社交营销，铸造行业神话	17
2.5.2.3. 拟布局线下，效果有待观察	19
3. 社交营销产业链成熟完备，已进入高速发展期	20
3.1. MCN 机构快速发展，行业集中趋势明显	20
3.1.1. MCN 机构快速发展，分工逐步细化	20
3.1.2. 资源密集型行业，行业集中趋势明显	22
3.2. 红人 KOL 四大梯队，多样营销打造爆款	24
3.2.1. 美妆 KOL 可分为头肩腰尾部四大梯队	24
3.2.2. 营销玩法多样，头部流量稀缺变贵	26
3.2.3. 李佳琦的成功，背后是品牌、电商、和资本的共同推动	28
3.3. 电商与内容平台相互转化，争夺头部内容资源助力社交营销进一步发展	29
3.3.1. 电商平台内容化，内容平台电商化	29
3.3.2. 平台争相获取头部内容资源，助力内容创作者成长	30
3.3.2.1. 微博推出垂直 MCN 合作计划	30
3.3.2.2. 快手启动光合计划	31
3.3.2.3. 各大平台争相吸引和培育头部内容资源	32
3.4. 消费群体演变，社交营销更易精准触达 95 后高消费潜力人群	33
4. 流量入口变迁，化妆品企业如何保持稳健增长	34
4.1. 敏锐把握风口变化，及时进行营销策略调整	34
4.1.1. 社交营销时代来临，第二代国货大牌分化明显	34
4.1.2. 欧莱雅集团对风向极为敏感，营销调整最为及时	35
4.1.3. 珀莱雅电商团队高效搭建，迅速掌握社交营销打法	36
4.2. 不能一味追求 ROI，关注推动“引流”能力内部化的组织架构优化	38
4.2.1. 核心指标 ROI 拆解	38
4.2.2. 关注“引流”能力能否内部化、系统化、体系化	39
4.3. 爆款不是目的，而品牌溢价是化妆品盈利关键	39
5. 投资建议	41

6. 风险提示..... 42

图表目录

图 1: 中国化妆品营销历经三个完整阶段, 正在经历第四次革命性变化.....	6
图 2: 中国化妆品营销历经三个完整阶段, 正在经历第四次革命性变化.....	7
图 3: 改革开放后中国第一个商业广告——蓝天牙膏.....	8
图 4: 2009 年起, 省级卫视广告花费总量同比增速持续高于中央卫视.....	11
图 5: 互联网广告刊例花费同比持续增长.....	13
图 6: 在华巨头 2015 年均大幅缩减电视广告投入.....	13
图 7: 2016 年御家汇服务费占营业收入的比例显著提升.....	14
图 8: 2018 年短视频行业已累计广泛用户基础.....	15
图 9: 电商评论中, 提到小红书相关声量趋势.....	15
图 10: 2018 年淘宝直播全年拉动的 GMV 达 1000 亿+, 进店转化率超 65%.....	15
图 11: 2018 年广告主对 KOL 推广和短视频的营销投放意向显著提升.....	16
图 12: 美妆个护是抖音和快手平台上投放 KOL 最多的品类.....	16
图 13: 消费者通过短视频平台购买的商品品类中美妆护肤品类占比最高.....	16
图 14: 完美日记月度销售额同比高速飙升.....	18
图 15: 以“极致性价比”作为定价策略.....	18
图 16: 完美日记小红书 KOL 投放力度较大.....	19
图 17: 完美日记成都春熙路概念店.....	19
图 18: 社交营销产业链.....	20
图 19: MCN 机构数量大幅增加.....	21
图 20: MCN 公司职能示意.....	21
图 21: MCN 公司短视频创作团队流程示意.....	22
图 22: 头部 MCN 占据市场份额 70%以上.....	23
图 23: 头部 MCN 营业规模增长, 行业注重度正在提升.....	23
图 24: MCN 机构签约账号个数逐年增长, 行业注重度正在提升.....	24
图 25: MCN 机构主要位于北上广深, 二线城市正在崛起.....	24
图 26: 抖音美妆达人快速增长, 半年内累计增长 172%.....	25
图 27: 抖音 KOL 可分为 4 大梯队.....	25
图 28: 中国头部网红签约 MCN 占比提升.....	26
图 29: 网红直播购物提供粉丝福利以巩固流量.....	27
图 30: 李佳琦的成功并非偶然, 离不开品牌+电商+资本三方加持.....	28
图 31: 马云亲自上场支持李佳琦直播.....	29
图 32: 移动购物人均使用时长增速放缓.....	29
图 33: 短视频人均使用时长保持高速增长.....	29
图 34: 电商平台内容化, 内容平台电商化.....	30
图 35: 微博推出垂直 MCN 合作计划.....	31
图 36: 2018 年与微博合作 MCN 机构数量大幅增长.....	31
图 37: HFP 针对不同细分人群关注诉求, 品牌可以推出定制化的传播策略.....	33
图 38: 流量入口变迁, 化妆品企业如何保持稳健增长.....	34
图 39: 国货品牌 2019 年 1-8 月淘宝销售额同比增速呈现分化.....	34
图 40: 高浪社交营销方法论.....	35
图 41: 2017 年以来珀莱雅线上收入增速保持高速增长.....	36

图 42: 黄明昊担任精华类代言人, 推出新品“发光瓶”精华.....	37
图 43: 抖音珀莱雅“泡泡面膜”种草视频.....	37
图 44: 营销成功的衡量曲线.....	38
图 45: 社交营销对化妆品企业营销架构搭建提出新的挑战.....	39
表 1: 2009/2015/2018 年市占率前 100 名的国货护肤品品牌.....	7
表 2: 央视历年黄金时段招标总额及标王.....	9
表 3: 各大护肤品集团于 20 世纪末期密集进入中国.....	9
表 4: 21 世纪初外资集团密集收购国货化妆品标的.....	10
表 5: 2008 年中国传统广告渠道化妆品/浴室用品广告投放 TOP10 品牌.....	10
表 6: 化妆品品牌密集通过卫视营销.....	11
表 7: 核心团队简介.....	17
表 8: 完美日记融资历程.....	17
表 9: 国内 MCN 机构共可分为 7 种业态类型.....	22
表 10: 红人/KOL 营销玩法列举.....	26
表 11: 抖音头部 KOL 广告价格.....	27
表 12: 快手光合计划补贴细则.....	32
表 13: 各大平台争相吸引和培育头部内容资源.....	32
表 14: 不同年份传统媒体广告花费 TOP10 品牌.....	36
表 15: 品牌方与红人合作模式总结.....	40
表 16: 化妆品行业核心标的估值 (数据截止 2019 年 9 月 25 日)	41

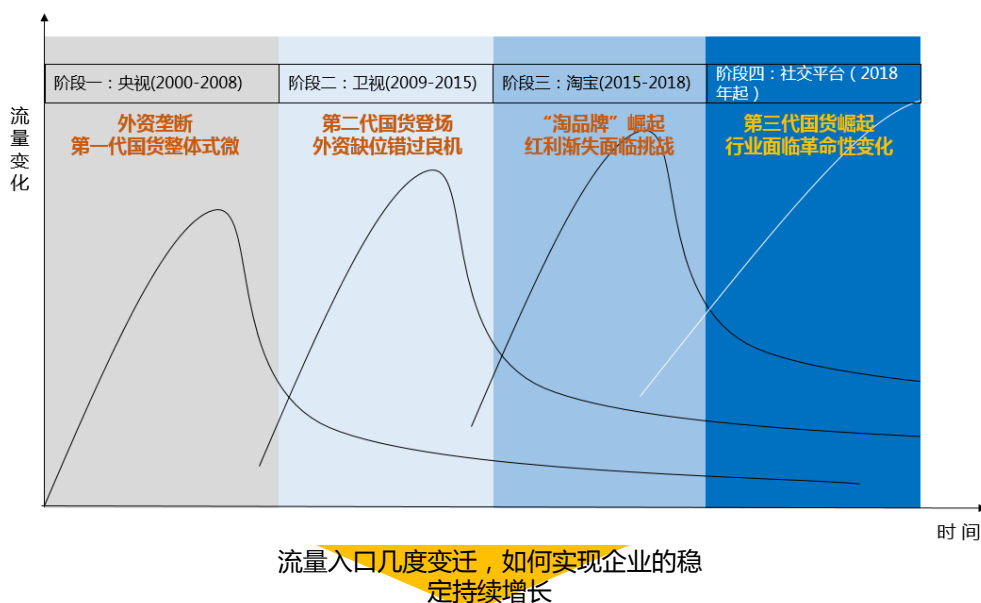
1. 聚散之间，看化妆品营销新纪元

未来营销之战将是品牌之战，是为了获得品牌主导地位而进行的竞争。

——美国品牌价值协会的主席拉里赖特

在化妆品行业，营销竞争尤为激烈与关键。中国化妆品营销的流量入口已经历了三轮切换，在当前经历最新一轮变革的关键时期，本文通过回顾中国化妆品营销发展历程，总结历史规律，分析当下社交营销产业链结构，意图探索：在流量入口不断变迁中，化妆品企业如何在愈发快速的营销方式变化中掌握核心，实现企业的稳定持续增长。本文认为，流量变迁中，企业应回归整体策略、组织架构、品牌建设等核心问题，考虑长远发展，方有望实现长期稳步增长。

图 1：中国化妆品营销历经三个完整阶段，正在经历第四次革命性变化



敏锐把握风口变化，及时进行营销策略调整

- 关注企业是否及时根据流量风口调整营销策略
- 关注企业是否形成可复制成体系营销打法

不能一味追求ROI，关注推动“引流”能力内部化的组织架构优化

- 关注营销投放ROI（衡量投放变现能力）
- 关注组织架构是否实现优化，营销“引流”能力是否实现了内部化、系统化、体系化

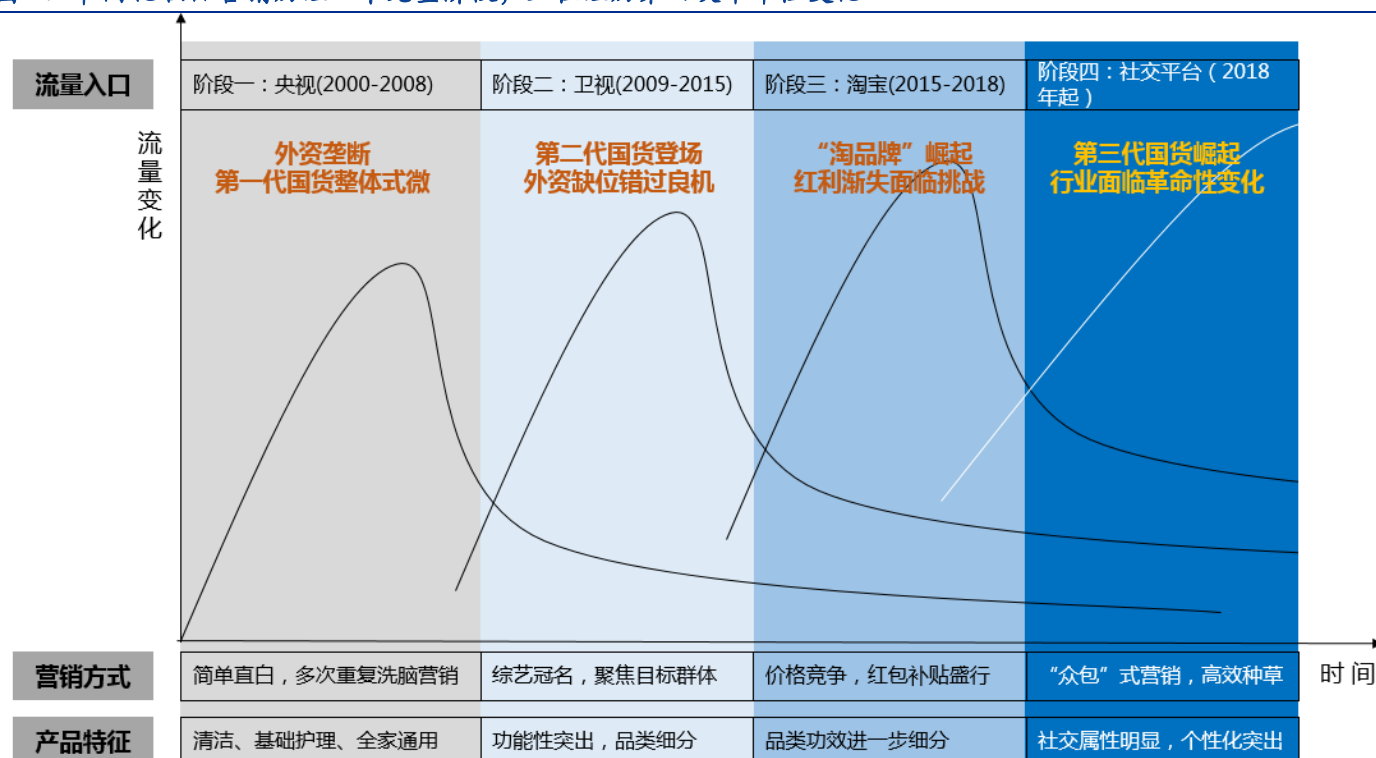
爆款不是目的，而品牌溢价是化妆品盈利关键

- 关注爆款的引流能力，对品牌高利润产品的带动效应
- 关注对品牌的影响力，是否正向提升品牌知名度
- 关注爆款是否有可能升级为精品款的潜力

2. 回顾化妆品行业营销史，聚散之间完成流量入口切换

回顾中国化妆品行业营销历程，1980 年以来，中国化妆品营销的流量入口已经历了三轮切换，目前正在经历新一轮变革，流量入口从央视——卫视——淘宝——社交平台依次切换。每一次流量入口的切换均打破行业稳态，带来流量的由聚到散，从而促使行业洗牌、为小品牌创造崛起机遇；而后流量再次由散到聚，格局重塑后形成新的稳态。

图 2：中国化妆品营销历经三个完整阶段，正在经历第四次革命性变化



资料来源：安信证券研究中心

在央视垄断流量期间，实力强大的外资垄断行业，第一代国货品牌整体式微、剩余国货品牌市占率普遍较低。经历 2009-2015 年地方卫视流量崛起、第二代国货品牌大规模综艺冠名之后，国货市占率大幅提升，百雀羚、韩束、自然堂成为护肤品类中市占率前 10 的品牌，佰草集、珀莱雅、相宜本草、丸美、美肤宝、水密码、一叶子、卡姿兰等市占率均显著提升，登陆市占率前 100 位榜单。电商流量崛起后，在电商红利带动下，依托淘宝起家的御泥坊于 2018 年市占率再次大幅提升，而上一阶段依托卫视流量崛起的第二代国货市占率无较大变化。

表 1：2009/2015/2018 年市占率前 100 名的国货护肤品品牌

2009		2015		2018	
市占率排名	品牌（公司）	市占率排名	品牌（公司）	市占率排名	品牌（公司）
23	自然堂(伽蓝(集团)股份有限公司)	6	百雀羚（上海百雀羚日化有限公司）	2	百雀羚（上海百雀羚日化有限公司）
30	六神(上海家化联合股份有限公司)	7	韩束（上海上美化妆品有限公司）	3	自然堂（伽蓝（集团）股份有限公司）
34	丁家宜(士齐集团)	9	自然堂（伽蓝（集团）股份有限公司）	10	韩束（上海上美化妆品有限公司）
36	佰草集(上海家化联合股份有限公司)	21	佰草集(上海家化联合股份有限公司)	17	一叶子（上海上美化妆品有限公司）
50	珀莱雅（珀莱雅化妆品股份有限公司）	22	珀莱雅（珀莱雅化妆品股份有限公司）	20	珀莱雅（珀莱雅化妆品股份有限公司）
51	相宜本草（上海相宜本草化妆品股份有	24	相宜本草（上海相宜本草化妆品股份有	25	佰草集(上海家化联合股份有限公司)

53	限公司) 丸美 (广东丸美生物技术股份有限公司)	36	限公司) 丸美 (广东丸美生物技术股份有限公司)	30	相宜本草 (上海相宜本草化妆品股份有限公司)
86	郁美净 (天津郁美净集团有限公司)	37	美肤宝 (环亚集团)	31	御泥坊 (御家汇股份有限公司)
90	美加净 (上海家化联合股份有限公司)	38	水密码 (丹姿集团)	35	丸美 (广东丸美生物技术股份有限公司)
99	雨洁 (拉芳家化股份有限公司)	39	一叶子 (上海上美化妆品有限公司)	36	水密码 (丹姿集团)
		46	六神 (上海家化联合股份有限公司)	41	美肤宝 (环亚集团)
		52	卡姿兰 (卡姿兰集团 (香港) 有限公司)	52	卡姿兰 (卡姿兰集团 (香港) 有限公司)
		54	御泥坊 (御家汇股份有限公司)	57	薇诺娜 (昆明贝泰妮生物科技有限公司)
		65	拉芳 (拉芳家化股份有限公司)	59	启初 (上海家化联合股份有限公司)
		80	滋源 (环亚集团)	66	六神 (上海家化联合股份有限公司)
		98	郁美净 (天津郁美净集团有限公司)	75	美素 (伽蓝 (集团) 股份有限公司)
				77	滋源 (环亚集团)
				80	高夫 (上海家化联合股份有限公司)
				81	玛丽黛佳 (上海菲扬化妆品有限公司)
				86	法兰琳卡 (环亚集团)
				96	拉芳 (拉芳家化股份有限公司)

资料来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

2.1. 中国化妆品营销起步期 (1980-2000)

1979 年 1 月 4 日在《天津日报》发布的“蓝天牙膏”广告，是改革开放后在中国内地发布的第一个商品广告。该次“蓝天牌牙膏”的广告投入仅为 700 元，位于《天津日报》第三版底部且只占版面的 1/10 左右。10 天后，上海《文汇报》发表题为《为广告正名》的文章，称广告并非“摆噱头、吹牛皮，资本主义生意经”。

图 3: 改革开放后中国第一个商业广告——蓝天牙膏



资料来源: 天津日报, 安信证券研究中心

1980 年白猫洗衣粉投放电视广告，时长仅 10 秒，广告词“白猫洗粉，帮你手”仅 7 个字。1985 年，北京市三露厂旗下品牌大宝推出时长 30 秒的电视广告，并邀请不同工种的普通人喊出“大宝明天见！大宝啊，天天见！”1987 年，上海霞飞化妆品厂邀请潘虹成为霞飞代言人，开创中国明星代言化妆品品牌先河。

20 世纪 90 年代，好迪、拉芳、蒂花之秀、飘影等为代表的“广东洗发军团”红极一时。“明星代言+广告传播”是“广东洗发军团”的经典打法。广告语“有飘影，更自信”、“好迪真好、大家好才是真的好”、“蒂花之秀，青春好朋友”，对消费者进行了灌输式的洗脑宣传，进而影响消费者特别是经销商的购买/进货决策。

此外，20 世纪 90 年代，广告品类以牙膏、洗衣粉、香皂、洗发水等大日化产品广告

为主，主要通过报纸、电视、广播等渠道传播，广告形式则呈现简单、实用等特点。

2.2. 外资品牌长驱直入，第一代国货品牌式微（2000 年—2008 年）

2000 年-2008 年，化妆品行业营销的主角从大日化品类转变为护肤品类，营销主体则被以宝洁和联合利华为主的外资集团垄断。在此阶段，消费者与外界接触渠道尚且单一，电视内容成为影响家庭消费决策的关键因素。而 21 世纪初期，央视以其权威性和丰富性在电视渠道具有极强的垄断力，进而对舆论及消费者认知有深远影响。

2.2.1. 电视渠道近乎垄断消费者认知，央视聚焦核心流量

1994 年，接手央视广告部一年的谭希松举办了第一届“央视黄金时段招标”。从此，央视广告招标会成为了中国广告界、商界乃至全国观众瞩目的现象级事件。至 2014 年，央视黄金资源招标不再公布招标总额及标王，一段历史现象就此落幕。

2005-2007 年，宝洁连续三年中标央视标王，对其深入中国市场具有关键作用。

表 2：央视历年黄金时段招标总额及标王

年份	招标额最高企业	中标金额（亿元）	央视招标总额（亿元）
1995	孔府宴酒	0.31	
1996	秦池酒	0.67	
1997	秦池酒	3.2	
1998	爱多 VCD	2.1	
1999	步步高	1.59	
2000	步步高	1.26	
2001	娃哈哈	0.22	
2002	娃哈哈	0.20	26.26
2003	熊猫手机	1.08	33.15
2004	蒙牛	3.10	44.12
2005	宝洁	3.80	52.48
2006	宝洁	3.94	58.69
2007	宝洁	4.20	67.96
2008	伊利	3.78	80.28
2009	纳爱斯	3.05	92.56
2010	蒙牛	2.04	109.66
2011	蒙牛	2.31	126.68
2012	茅台	4.43	142
2013	剑南春	6.09	158.81

资料来源：央视广告行业新闻，新京报，搜狐新闻，安信证券研究中心

20 世纪末期，全球各大护肤品集团争相密集进入中国，经过一段时期的摸索与发展，到 2000 年-2008 年，外资品牌在利用优质的产品 & 成熟的营销经验、在中国市场实现高速发展。到 2009 年，中国个人护理市场被外资品牌所垄断，2019 年前 20 大品牌市占率约为 35.2%，其中，中国品牌市占率仅 4%，31.2% 全部为外资品牌。

表 3：各大护肤品集团于 20 世纪末期密集进入中国

公司	进入中国时间
资深堂	1981
联合利华	1986
宝洁	1988

强生	1992
高露洁棕榄	1992
雅诗兰黛	1993
玫琳凯	1994
雅芳	1994
欧莱雅	1996

资料来源：各公司官网，安信证券研究中心

2.2.2. 第一代国货品牌与外资差距巨大，整体式微

在外资品牌的强大竞争优势下，第一代国货品牌整体式微，或被收购、或逐渐销声匿迹。在外资品牌狂轰滥炸式的营销攻势下，实力尚且薄弱的第一代国货品牌霞飞、友谊、爱丽丝等上海品牌如昙花一现，开始从市场上消退。其中上海霞飞化妆品有限公司前身为上海日用化工厂，成立于 1985 年，坐落于上海浦东新区，整个工厂占地面积达 3 万多平方米，根据百度百科，霞飞在 1993 年就成为全国十大驰名商标中唯一的化妆品品牌，1994 年产值超过 4 亿元，位居同年国内化妆品首位，被誉为中国的美白皇后，但受限于股权体制、实力规模等不敌外资品牌。

此外，发展较好的国货品牌成为外资集团收购标的，于 21 世纪初被密集收购。欧莱雅收购了小护士、羽西、美即，强生收购了大宝，高露洁收购了中华牙膏和三笑，科蒂集团收购了丁家宜等。

表 4：21 世纪初外资集团密集收购国货化妆品标的

公司	收购时间	收购标的
欧莱雅	2003	小护士
	2004	羽西
	2014	美即
强生	2008	大宝
高露洁棕榄	1994	中华牙膏
	2005	三笑
科蒂集团	2010	丁家宜
庄臣集团	1990	美加净（1994 年，被上海家化收回）
汉高集团	1994	孩儿面
拜尔斯道夫	2007	丝宝集团（旗下品牌包括舒蕾、风影、顺爽和美涛）

资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

当时从产品、营销经验、到资本实力，国货品牌与外资品牌都存在巨大差距。2008 年，中国传统渠道化妆品/浴室用品广告投放 TOP10 品牌中，全部为外资品牌，宝洁与联合利华两大巨头占据绝对优势地位。

表 5：2008 年中国传统广告渠道化妆品/浴室用品广告投放 TOP10 品牌

排名	品牌	隶属公司	2008 年广告投入增速
1	玉兰油	宝洁	24%
2	欧莱雅	欧莱雅	89%
3	高露洁	高露洁	-4%
4	佳洁士	宝洁	-5%
5	霸王	霸王	38%
6	力士	联合利华	-7%
7	旁氏	联合利华	22%
8	清扬	联合利华	14%
9	潘婷	宝洁	-3%

10 飘柔 宝洁 -25%

资料来源：CTR 媒介智讯，安信证券研究中心

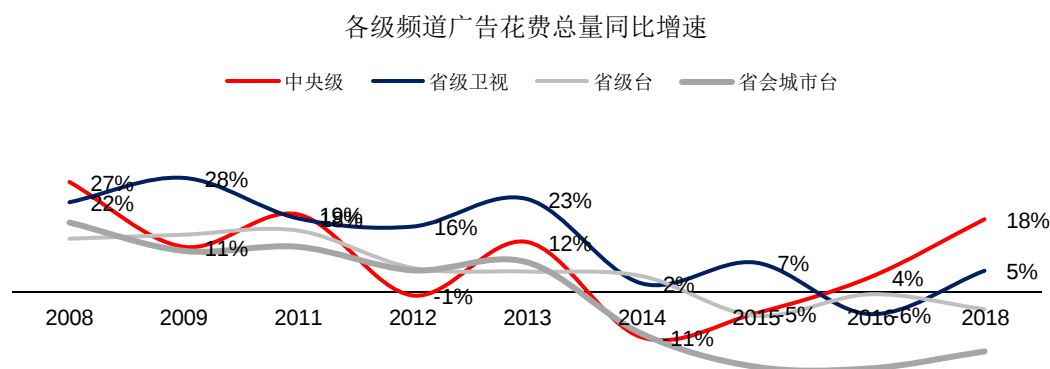
2.3. 第二代民营国货登陆主场，卫视冠名+CS 渠道崛起（2009-2015）

伽蓝集团创始人郑春影曾说过，“国产化妆品的转折点发生在 2008 年奥运会到 2010 年世博会期间，这两次大的世界盛事一定程度上改变了国人对本国品牌的心态。消费者逐渐发现本土品牌的性价比更高，外资品牌的光环逐渐退去。”

2.3.1. 地方卫视流量崛起，入口分散为国货企业带来机遇

从营销渠道来看，2009 年起，地方卫视流量崛起，央视对电视流量的绝对垄断力逐步下降。流量入口的分散给实力较为薄弱的国货化妆品集团提供了第一次机会。

图 4：2009 年起，省级卫视广告花费总量同比增速持续高于中央卫视



资料来源：CTR 媒介智讯，安信证券研究中心

2010 年，珀莱雅在对消费者心理进行摸底后，先后与浙江卫视和湖南卫视签约，并砸下两亿元买断后者“金鹰剧场”全年冠名。这次广告动作，让已在三四线市场蛰伏 7 年的珀莱雅，开始一飞冲天。据《浙商》杂志披露，珀莱雅自《宫》剧播出以来，销售额“至少增长了 33%”。到 2015 年韩束以 10 亿元拿下湖南卫视《2016 金鹰独播剧场》及《天天向上》的独家冠名，堪称国产品牌广告投放史上的标志性事件。卫视冠名热潮达到顶峰。

2.3.2. 综艺冠名成国货崛起关键，外资缺位错过良机

2015 年以来内资化妆品多采用综艺冠名营销，强调品牌名称的重复次数，而综艺冠名营销也具有良好的效果。在韩束冠名的《火星情报局 3》播出期间，韩束与节目在新浪微博上发起#发现就是超能力#话题，阅读高达 3.7 亿，讨论超过 15.4 万；此外，韩束还发起“我发现 1 分钟可以抢韩束火星黑面膜”、“我发现 1 片等于 1 整瓶精华液的黑面膜更润”等活动；在综艺播出期间，韩束黑面膜的百度搜索指数在面膜品牌位列第三。丹姿水密码在冠名的《蒙面唱将猜猜猜第二季》播出期间，其百度搜索指数同样远高于其他时段。

表 6：化妆品品牌密集通过卫视营销

综艺名	品牌	冠名/特约赞助	费用	播放平台
天天向上	韩束	冠名	-	湖南卫视
火星情报局 3	韩束	冠名	1 亿	优酷（现已下

我想和你唱第二季	一叶子	冠名	-	架)	湖南卫视
旅途的花样	美多丝	冠名	-		东方卫视
我们来了	韩后	冠名	1.5 亿		湖南卫视
花儿与少年	丸美	冠名	-		湖南卫视
高能少年团	自然堂	特约赞助	-		浙江卫视
生活相对论	自然堂	冠名	-		北京卫视
蒙面唱将猜猜猜第二季	丹姿水密码	网络总冠名	-		江苏卫视
梦想的声音第二季	珀莱雅	特约赞助	-		浙江卫视
王牌对王牌第二季	温碧泉	特约赞助	共 1.5 亿		浙江卫视
喜剧总动员第二季	温碧泉	特约赞助			浙江卫视
非诚勿扰	韩束	冠名	50000		江苏卫视
金鹰独播剧场		冠名			
变形记		冠名	40000		湖南卫视
快乐大本营	环亚集团	冠名			
我不是明星		冠名	8000		浙江卫视
黄金强档		冠名	8000		中央 8 套
钻石独播剧场		冠名	12800		湖南卫视
幸福剧场	温碧泉	冠名	16800		江苏卫视
快乐大本营 (2015 年)		合作伙伴	8000		湖南卫视
中国好声音	百雀羚	特约赞助	18000		浙江卫视
青春进行时		冠名	12800		湖南卫视
我为歌狂	伊贝诗	冠名	4200		安徽卫视
非常静距离		冠名	540		
930 栏目带		冠名	12000		湖南卫视
一路上有你	丸美	冠名	7000		
金鹰独播剧场	水密码	冠名	12000		湖南卫视

资料来源：联商网，聚美丽，安信证券研究中心

该段时期，各品牌营销竞争的关键除了资本的储备，更包括选择综艺的眼光、综艺受众与品牌的契合度、以及拿下热门综艺冠名权的行业资源、企业决策效率。

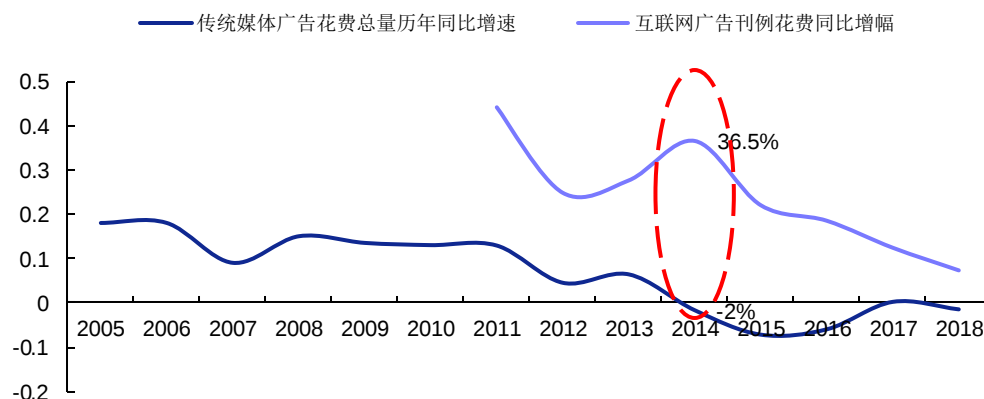
而在这段营销热潮下，外资品牌极参与较少。我们认为主要系：①外资品牌的决策模式和机制决定影响：外资品牌在国内的运作大多数都由职业经理人操盘，数亿的电视节目冠名投入需要较长时间的研究和论证，很容易错过机会；而本土品牌通常由老板直接拍板，不需要冗长的决策机制，因此在与电视台或广告公司的谈判中就能抓住时机；②外资品牌重视调查和数据：数据包括到达率、千人成本等指标。上海上美 CEO 吕义雄说，“国内关于广告效果的数据普遍不可信，而外资公司非常迷信数据”，因此其广告投放向硬广和互联网、移动互联网倾斜。（参考化妆品招商网《为何洋品牌不冠名中国电视综艺节目？》）

2.4. 线上销售崛起，大量“淘品牌”昙花一现 (2015-2017 年)

2.4.1. 流量入口向互联网切换，外资巨头纷纷转投线上

2014 年，传统媒体广告花费总量首次陷入负增长 (-1.7%)，而同年互联网广告刊例花费同比大增 36.5%。自此以后，传统媒体广告花费陷入持续负增长，而互联网广告花费保持增长。流量入口再次发生切换。

图 5：互联网广告刊例花费同比持续增长

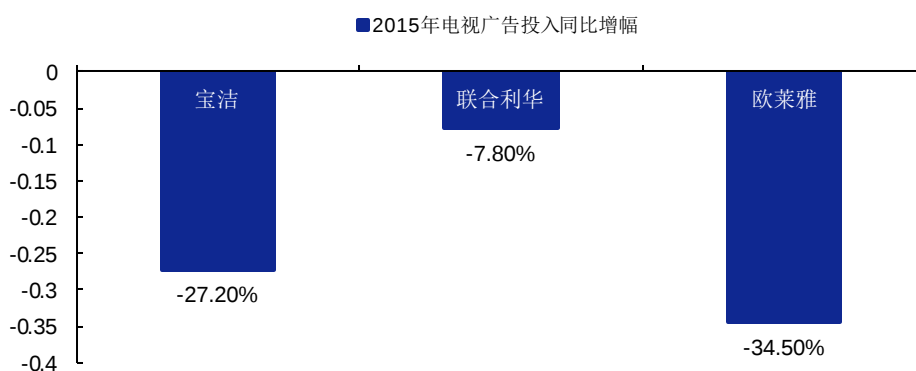


资料来源：CTR 媒介智讯，安信证券研究中心

2015 年，欧莱雅电视广告缩减最大（达-34.5%），巨头宝洁及联合利华均不同程度缩减了电视广告投入。但同时，他们纷纷加大了对数字化营销的投入。例如，2015 年，宝洁旗下海飞丝、联合利华旗下的奥妙、欧莱雅旗下的兰蔻等均在微信朋友圈进行广告投放。

联合利华负责人曾在 2016 年的达沃斯世界经济论坛上透露，联合利华 80 亿美元的广告支出中，未来将有 24%用在数字广告上，该数字与去年同期相比增长 4%。另据群邑中国首席数字官 Nils Roehrig 曾提供的数据显示，快消行业已大幅提升了数字营销费用，在 2013 年-2015 年间，其增长幅度在 35%-60%之间，移动端的占比也在提升。根据雅诗兰黛集团 2018 年财报电话会议记录显示，全球范围内，集团数字营销支出占营销总支出 75%，包括社交媒体营销和意见领袖营销，这些营销活动在亚洲，尤其是中国市场取得了巨大成效。

图 6：在华巨头 2015 年均大幅缩减电视广告投入



资料来源：CTR 媒介智讯，安信证券研究中心

2.4.2. 线上流量红利催化“淘品牌”崛起，红利渐失品牌面临挑战

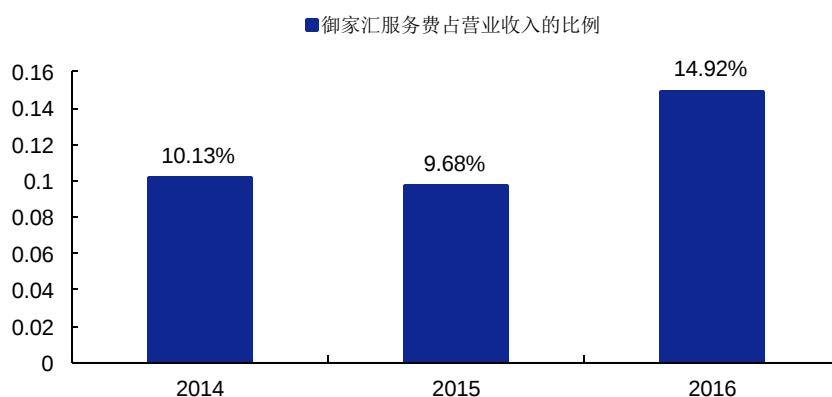
与线上流量崛起同时进行的是线上平台的持续集中，淘宝一家独大的龙头效应明显。部分新品牌通过分享淘宝线上红利，迅速崛起，行业称其为“淘品牌”。

2009 年淘宝商城（现更名为“天猫”）正式上线，淘品牌乘着电商的东风一路野蛮生长，一度问鼎双十一各大美妆销售榜单的 TOP10，甚至是 TOP3，可谓风光无限。以阿芙为例，自 2009 年“触网”之后，阿芙迅速成长为精油品类全网第一，其销量一度超过第二至第十名

的总和，其品牌创始人孟醒、江湖人称“雕爷”也被各大创业论坛奉为座上宾，关于“雕爷”的成功学理论一时间广为流传。2010年10月10日，柚子舍上线，3年以超300%的速度增长，官网的会员注册人数一度达到240余万，客单价从220元增长到330元，成为成长最快的互联网化妆品品牌，并获得资本市场的青睐，在中国无添加护肤市场可谓一骑绝尘。但是随着越来越多同类型护肤品牌在中国市场崛起，柚子舍所处的市场环境大不如从前，再加上品牌本身产品品类单一，销量受到严重挤压，柚子舍的后续发展也因此受到影响，风光不再。

根据百家号，目前淘宝、天猫等电商平台通常流量推广费用会占总成交额的10%，在一些热门领域，单次点击的费用应该在5元左右，而在双11、双12等大型节日时单次点击的费用要高达20到30元。从整个电商行业来看，通常平均流量费用要占商店收入的10%到40%，随着流量费用的不断上升，电商平台商品的价格也就在不断上升，背后所反映的实质就是电商平台的流量红利几乎已经枯竭，入驻平台的商家与广大的消费者成为了为流量费用上长所买单的主要群体。根据御家汇2017年4月1日申报稿，公司2016年服务费占营业收入的比例显著提升至14.92%，主要原因为电商平台推广和线下销售渠道拓展费用增加较快。

图 7：2016 年御家汇服务费占营业收入的比例显著提升



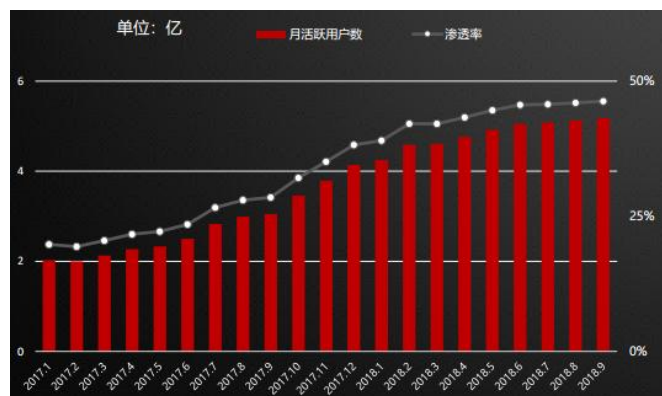
资料来源：CTR 媒介智讯，安信证券研究中心

2.5. 流量入口进一步切换，第三代新锐国货登场（2018 年起）

2.5.1. 社交营销流量迅猛聚集，美妆成为投放 KOL 最多品类

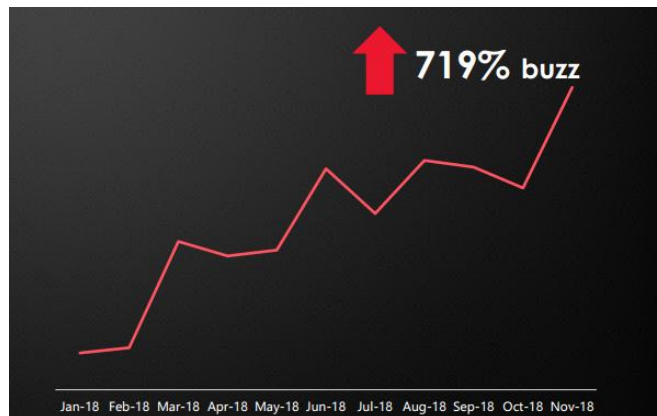
淘宝流量费用持续增长、电商平台获客成本持续提升，传统电商行业竞争日益激烈。而短视频行业经过2017年迅猛发展，2018年在持续高速增长的基础上，已累计起愈5亿用户基础、进入精耕细作的发展阶段。此外，其他内容平台对销售的影响能力持续提升，根据AdMaster统计，小红书2018年11月于2018年1月相比，电商评论中相关声量提升约719%。

图 8：2018 年短视频行业已累计广泛用户基础



资料来源：AdMaster，安信证券研究中心

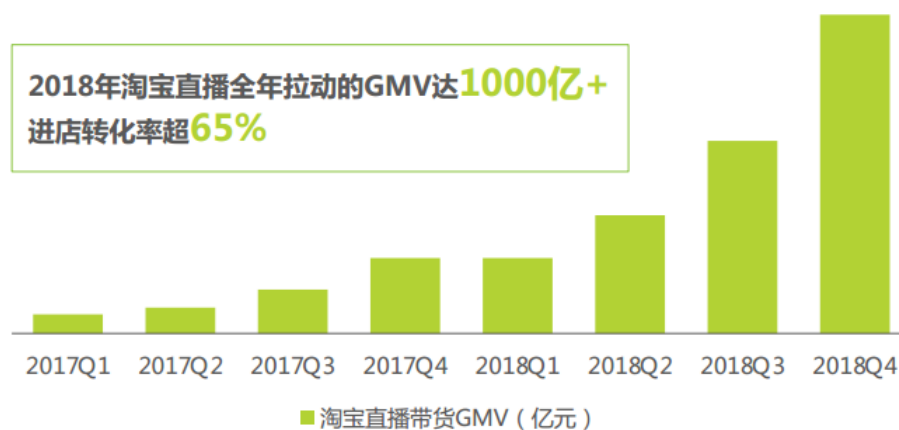
图 9：电商评论中，提到小红书相关声量趋势



资料来源：AdMaster，安信证券研究中心

淘宝直播于 2016 年 4 月上线后，终于在 2018 年迎来爆发式增长。淘宝直播 2018 年全年拉动的 GMV 达 1000 亿+，进店转化率超 65%。

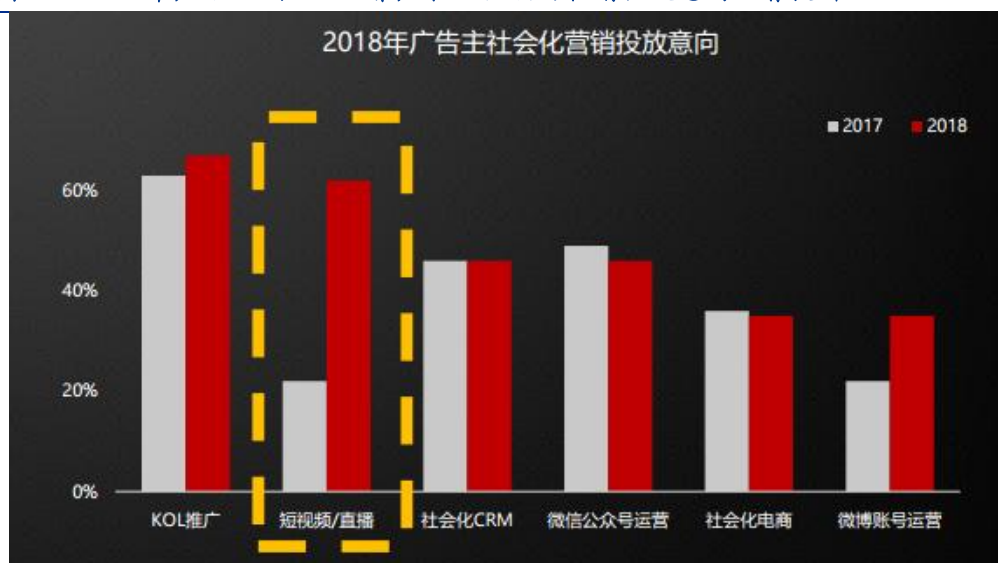
图 10：2018 年淘宝直播全年拉动的 GMV 达 1000 亿+，进店转化率超 65%



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

基于内容营销对销售显著的促进作用，2018 年广告主对 KOL 推广和短视频的营销投放意向显著提升。社交内容营销流量入口迅速崛起。

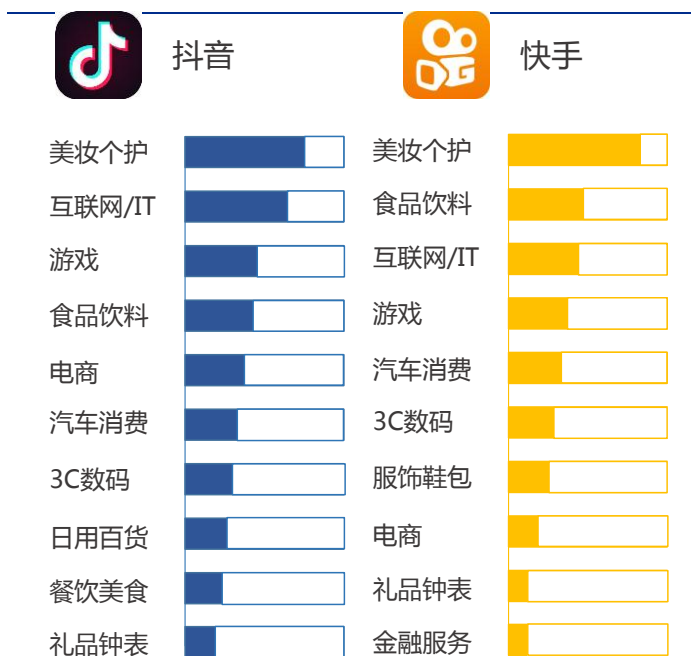
图 11: 2018 年广告主对 KOL 推广和短视频的营销投放意向显著提升



资料来源: 界面新闻, 安信证券研究中心

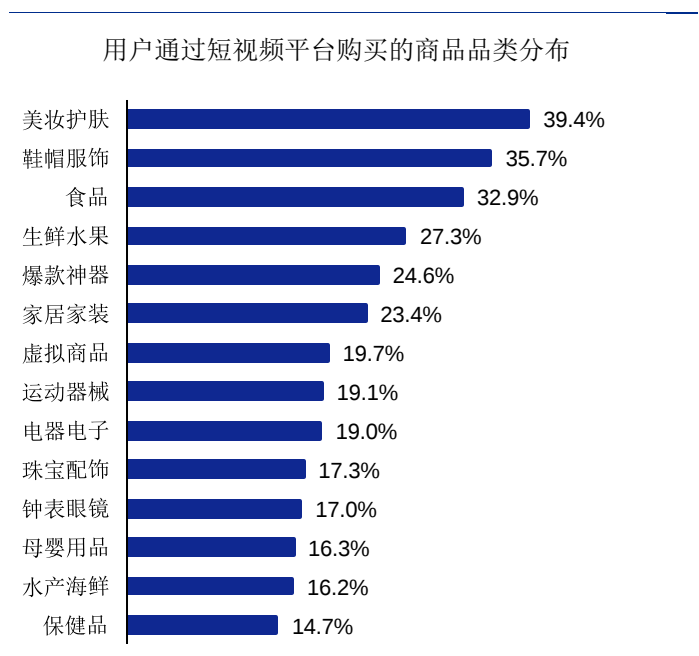
根据卡思数据统计, 美妆个护是抖音和快手平台上投放 KOL 最多的品类。根据 QuestMobile 调研数据, 消费者通过短视频平台购买的商品品类中美妆护肤品类占比最高。

图 12: 美妆个护是抖音和快手平台上投放 KOL 最多的品类



资料来源: 卡思数据, 安信证券研究中心

图 13: 消费者通过短视频平台购买的商品品类中美妆护肤品类占比最高



资料来源: QuestMobile, 安信证券研究中心

2.5.2. 流量入口切换为新锐国货带来机遇, 完美日记创造行业奇迹

随着流量入口切换, 新生代纯线上国货品牌迎来发展机遇。2018 年双十一美妆个护类目中, 亿元俱乐部品牌共有 33 个, 国际品牌以 22 席处于绝对优势, 本土品牌中, 除百雀羚、自然堂、薇诺娜、一叶子等传统国货品牌, 成立时间较短的 Home Facial Pro、完美日记、WIS

和稚优泉也成功破亿，首次跻身天猫双 11 亿元俱乐部；共有 183 个国货美妆品牌增速突破了 1000%，以完美日记、花西子等黑马品牌为代表的新锐国货品牌增速甚至高达 1192% 和 7580%。下文以完美日记为例，分析新锐国货品牌发展特点。

2.5.2.1. 创始团队优秀，最新估值或高于 10 亿美金

创世团队兼具电商基因及国际品牌背景。2016 年，三位联合创始人在广州创立了广州逸仙电子商务有限公司（下称逸仙电商），由于三人是中山大学的校友，因此公司冠以中山先生之号“逸仙”。2017 年 3 月，逸仙电商旗下品牌完美日记正式创立。完美日记创始人 David（黄锦峰）曾担任御泥坊 CEO，此外根据聚美丽报道，一位合伙人是“宝洁系毕业生”，另外两位合伙人是服装电商平台“以纯电商”的核心高管，创世团队兼具电商基因及国际品牌背景，阵容强大。

表 7：核心团队简介

序号	姓名	职位	简介
1	吕建华	董事	吕建华，完美日记董事，2009 年毕业于中山大学物流管理专业。
2	陈宇文	总裁	毕业于中山大学 MBA 专业。曾任职于广发证券。现任逸仙电商总裁。
3	黄锦峰	创始人兼 CEO	黄锦峰，PerfectDiary 完美日记创始人兼 CEO。哈佛大学商学院 MBA，中山大学本科毕业。曾任御泥坊 CEO。广州逸仙电子商务创始人、CEO。

资料来源：启信宝，安信证券研究中心

根据 36Kr 报道，完美日记已完成最新一轮融资，由高瓴资本领投，红杉中国、华人文化跟投，该轮融资估值或高于 10 亿美元。根据启信宝，真格基金、弘毅投资、高榕资本已参与此前融资。

表 8：完美日记融资历程

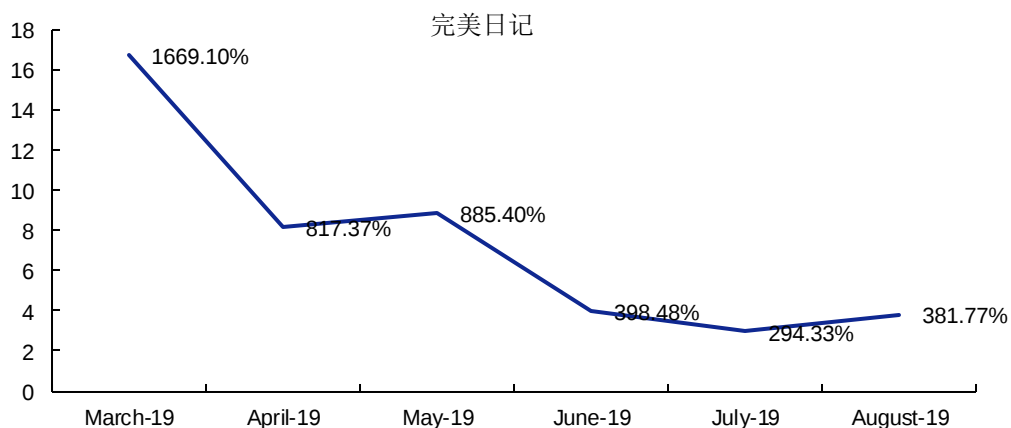
时间	融资轮次	融资金额	投资方
2019/9/11	C 轮	未披露	高瓴资本、红杉中国、华人文化
2016/12/30	B 轮	30000 万	真格基金、弘毅投资、高榕资本
2016/1/7	A 轮	未披露	真格基金

资料来源：启信宝，安信证券研究中心

2.5.2.2. “极致性价比”定价策略+高密度创新式社交营销，铸造行业神话

根据淘数据，2019 年 3 月以来，完美日记月度销售额同比高速飙升，持续爆发式增长。根据聚美丽报道，2018 年，成立仅 2 年时间完美日记销售额已逾 20 亿，2019 年销售额有望达 30 亿以上。

图 14：完美日记月度销售额同比高速飙升



资料来源：淘数据，安信证券研究中心

完美日记营销副总裁 Christy 曾公开表示完美日记的定价策略是“极致性价比”，产品平均售价是知名国际品牌的三份之一不到。从天猫旗舰店可以看出，当下完美日记大部分产品售价都不到 100 元，人气爆款哑光唇釉的实际售价更是仅有 39.9 元。

根据 36Kr 报道，完美日记合作的代加工及生产企业主要为韩国化妆品 OEM/ODM 企业科丝美诗 COSMAX、意大利企业莹特丽和上海臻臣。这些代工厂也是 Dior、YSL、雅诗兰黛等化妆品的合作厂家，不过完美日记的单品价格范围在 40-150 元之间，和大牌相差三到五倍。

图 15：以“极致性价比”作为定价策略

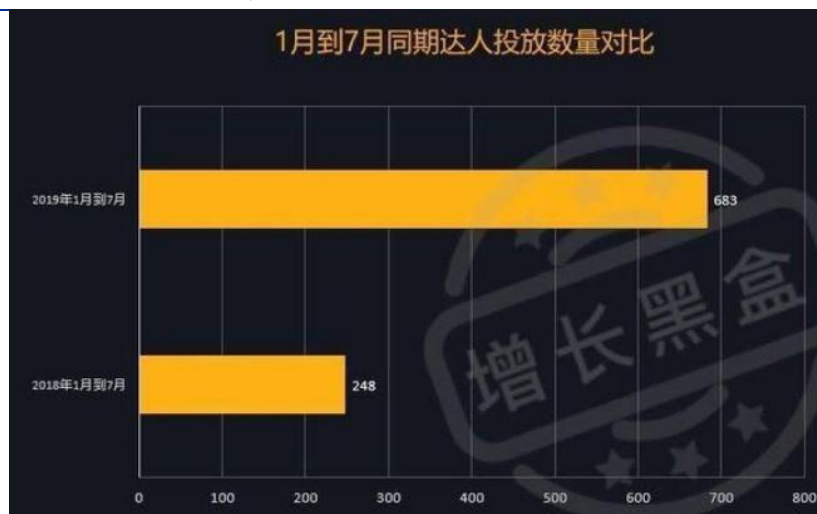


资料来源：淘宝，安信证券研究中心

高密度创新式社交营销打造爆款风靡网络。完美日记与探索频道 Discovery 合作推出十二色眼影盘，推出斑虎、小猪、鳄鱼和冰狼四种眼影盘配色，随后又新增大熊猫和小熊猫配色，打造爆款风靡网络，成为社交营销的经典案例。截至 2019 年 8 月底，完美日记的全渠道曝光量已经超过 10 亿，是小红书上粉丝最多的彩妆品牌。

根据增长黑盒，2019 年 1-7 月，完美日记在小红书上投放的 KOL 数量增长 175%。

图 16：完美日记小红书 KOL 投放力度较大



资料来源：增长黑盒，安信证券研究中心

2.5.2.3. 拟布局线下，效果有待观察

2019 年 9 月 7 日，完美日记在成都春熙路开出了目前全国最大的线下概念店。这家门店位于成都老牌商业中心的核⼼地段，楼高 6 层，营业面积超过 1000 平方米，是全国最大的单品牌彩妆线下店，一共配备了 40 名 BA（美容顾问），超过行业平均水平。完美日记目前在全国开有 13 家门店，分别位于广州、深圳、佛山、江⼨、重庆和成都。根据完美日记的规划，2019 年品牌将在全国铺设 40 多家门店，包括上海五角场的艺术体验店。2020 年品牌计划开出 200 家门店，到 2022 年共开出 600 家门店。

完美日记以“极致性价比”作为定价策略，毛利率较低，且营销投入较大，我们估计仍处于较大亏损中。布局线下将进一步加重财务负担，且线下面临激烈竞争、公司尚未证明其线下优势，具体效果仍需进一步观察。

图 17：完美日记成都春熙路概念店



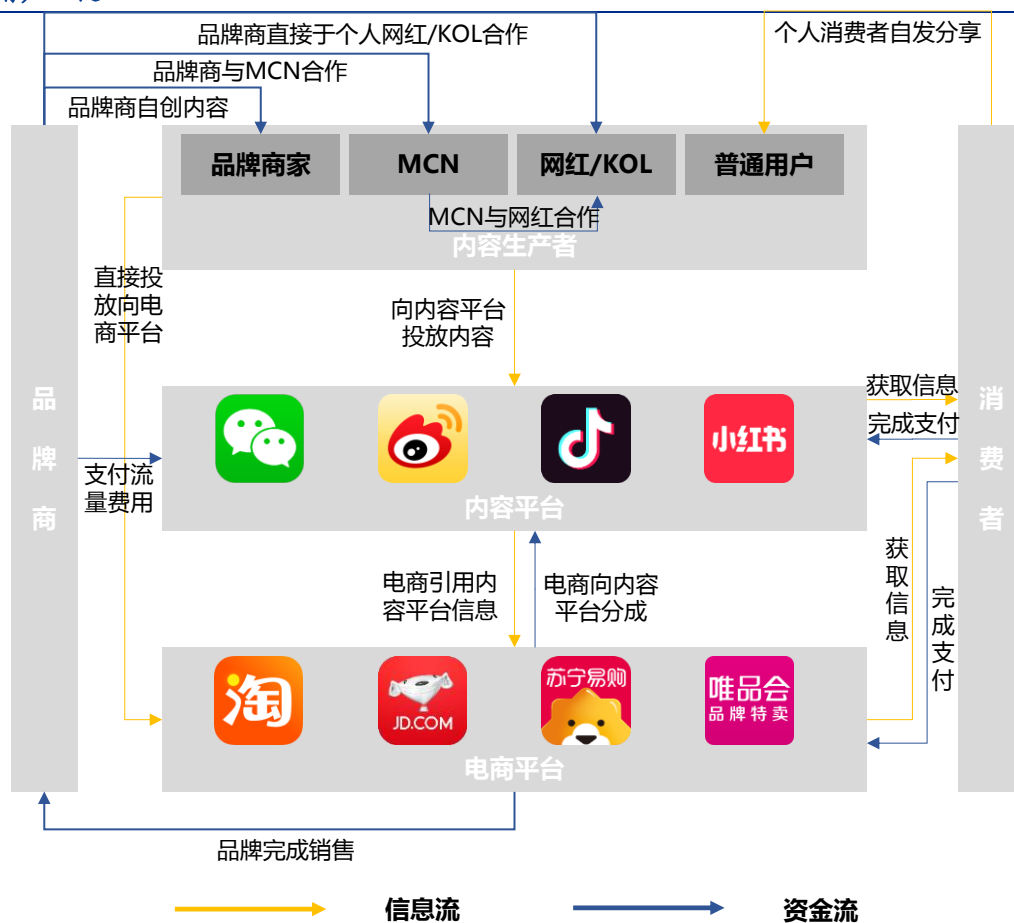
资料来源：界面新闻，安信证券研究中心

3. 社交营销产业链成熟完备，已进入高速发展期

社交平台的崛起是营销从中心化内容生产过度到“众包创意”，品牌商通过跨平台、跨圈层的营销布局推动合作 KOL 联动发声，使新品能够迅速成为大众爆款。

在社交营销产业链中，主要包括品牌方、内容生产者、内容平台、电商平台和消费者五大参与方。内容生产者包括品牌商家、MCN、网红/KOL、普通用户等，在品牌商的营销实施中，以与 MCN 机构合作最有效率、最能实现全面布局。

图 18：社交营销产业链



资料来源：安信证券研究中心

3.1. MCN 机构快速发展，行业集中趋势明显

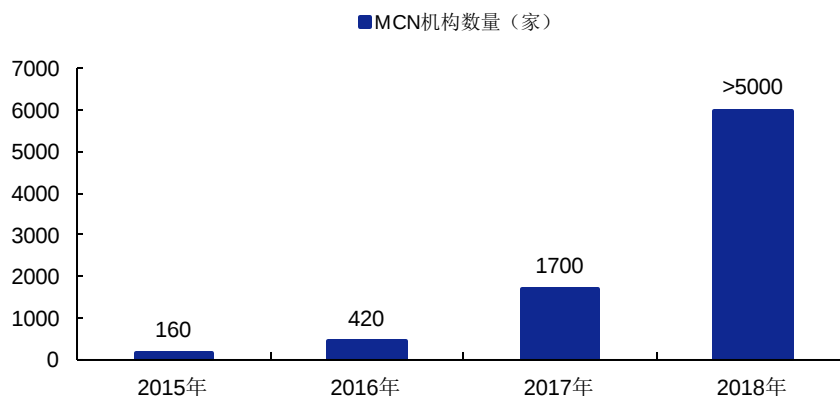
3.1.1. MCN 机构快速发展，分工逐步细化

MCN (全称 Multi-Channel Network)，全称多频道网络，诞生于美国，相当于内容生产者和 YouTube 之间的中介，最初不生产内容，只是将众多力量薄弱的内容创作者聚合起来建立频道，帮助他们解决推广和变现的问题，最后再以一定的比例与创作者分成；后于中国发展衍生、壮大，职能逐步丰富、分工逐步细化。

2012-2013，短视频行业起步，微博、微信等平台生态商业化战略部署；2015-2016，在资本风口下，短视频 PGC 创业浪潮兴起，出现了从单一账号到多账号矩阵的孵化模式，开始

进行电商、付费等多种商业尝试；2017-2018，各大平台转型并推出“内容补贴”战略，同时吸引了大批包括直播公会在内的红人机构转型 MCN，在短视频行业高速增长、资本、内容创作者以及流量平台多方面因素影响下，行业迎来井喷式增长；2018-2019，一方面，原有 MCN 强化内部效率与核心竞争力，去除流量红利之后的竞争与发展，会诞生出大的公司；另外一方面，依托新平台崛起，新 MCN 还在不断涌现。

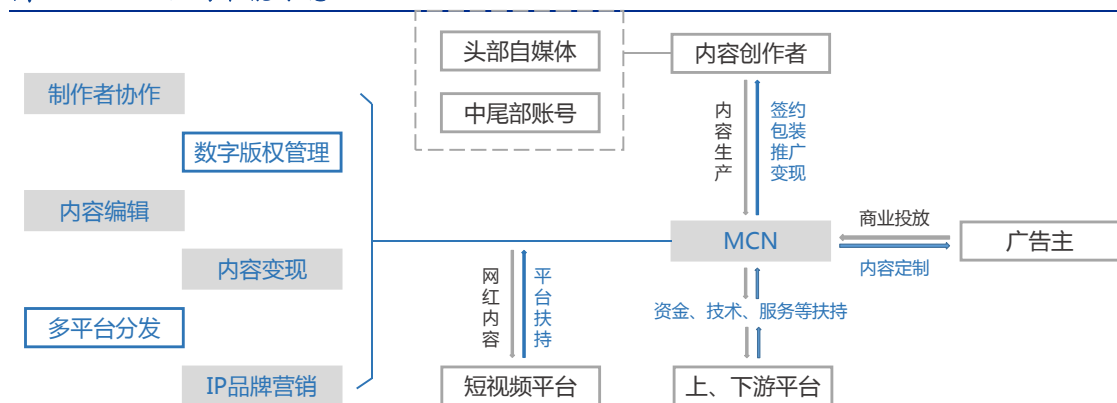
图 19：MCN 机构数量大幅增加



资料来源：克劳锐，安信证券研究中心

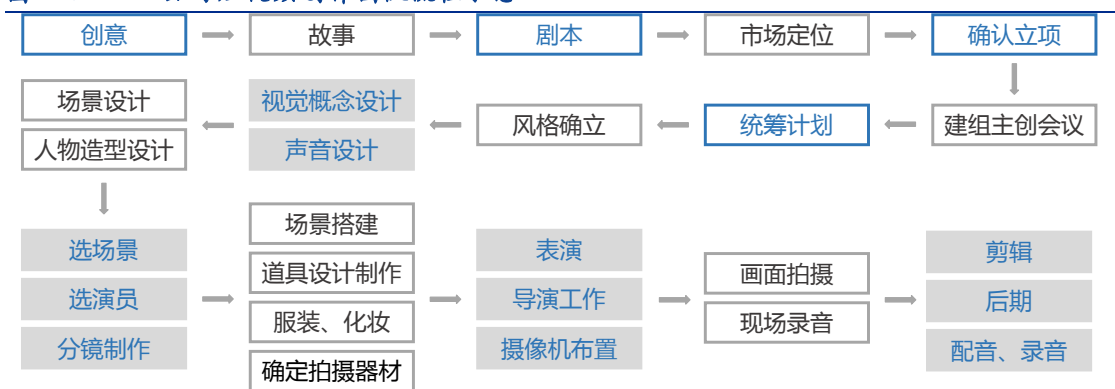
MCN 公司职能包括创作者协作、数字版权管理、内容编辑、内容变现、多平台分发、IP 品牌营销等内容，需要与广告主、内容平台以及电商平台等进行对接。短视频团队创作流程可粗略分为如图供 15 个主要环节，其中大部分核心环节均有较大细化空间。

图 20：MCN 公司职能示意



资料来源：聚沙创作营，安信证券研究中心

图 21: MCN 公司短视频创作团队流程示意



资料来源：聚沙创作营，安信证券研究中心

随着社交营销行业快速发展，分工与服务逐步细化。不同 MCN 团队基于各自创业基因，在不同环节的体现出核心竞争力，进而衍生出呈现不同业务类型的 MCN 机构。根据克劳锐，目前国内 MCN 机构共可分为 7 种业态类型，包括内容生产业态、运营业态、营销业态、电商业态、经纪业态、社群/知识付费业态、IP 授权/版权业态。

表 9: 国内 MCN 机构共可分为 7 种业态类型

业态类型	业态特点	举例
内容生产业态	核心竞争力为内容生产能力，逐步 IP 化	二更：从记录人文故事 PGC 短视频向非虚构的纪实类中长视频延展
运营业态	内容创造、平台合作、账号管理等方面均有一定的经营	大禹文化：
营销业态	具有较强营销能力，为广告主提供营销专业服务	蜂群文化：为广告主提供整合营销方案，多渠道分发触达潜在消费群体，全维度分析为广告主推荐最优化的 KOL 矩阵组合，从而实现转化
电商业态	以实现销售转化最终目的，注重与粉丝之间的沟通以塑造和巩固个人 IP。其中，可分为红人电商和内容电商	红人电商：美 One，旗下代表红人“口红一哥”李佳琦 内容电商：李子柒，古风类美食视频
经纪业态	解决博主前端商务问题，利用资源优势进行组合营销	Papitube：强娱乐基因，从经纪业态到多业态组合
社群/知识付费业态	从大盘粉丝中沉淀出重垂粉丝做专业变现	米未传媒---致力于互联网内容的生产、开发及衍生
IP 授权/版权业态	头期变现效率缓慢，属于后起之秀	十二栋文化---以卡通形象 IP 驱动，系统性布局 ACG 全产业链

资料来源：克劳锐，安信证券研究中心

3.1.2. 资源密集型行业，行业集中趋势明显

MCN 本身是资源密集型机构，经过数年高速发展，行业已经呈现明显的集中趋势。根据艾瑞咨询的估计，2018 年，头部 MCN 机构已占据市场份额 70%以上。

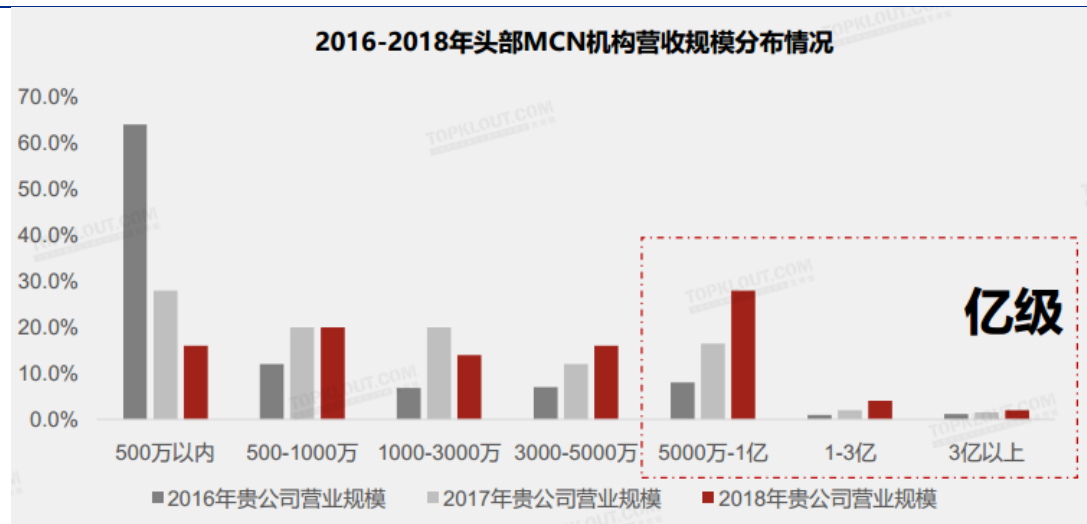
图 22：头部 MCN 占据市场份额 70%以上



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

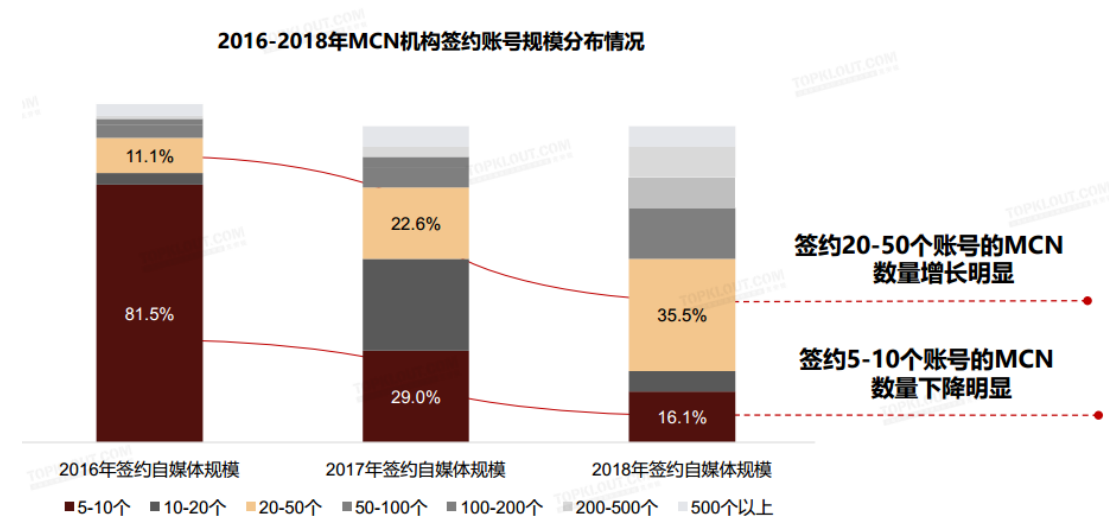
根据克劳锐的统计，2016 年以来头部 MCN 机构营收持续增长，亿级以上营收规模的 MCN 占比大幅提升。且 MCN 机构签约自媒体规模大幅提升，2016 年签约 10 个以上账号的 MCN 数量占比仅 18.5%，至 2018 年该占比大幅提升至 83.9%。

图 23：头部 MCN 营业规模增长，行业注重度正在提升



资料来源：克劳锐，安信证券研究中心

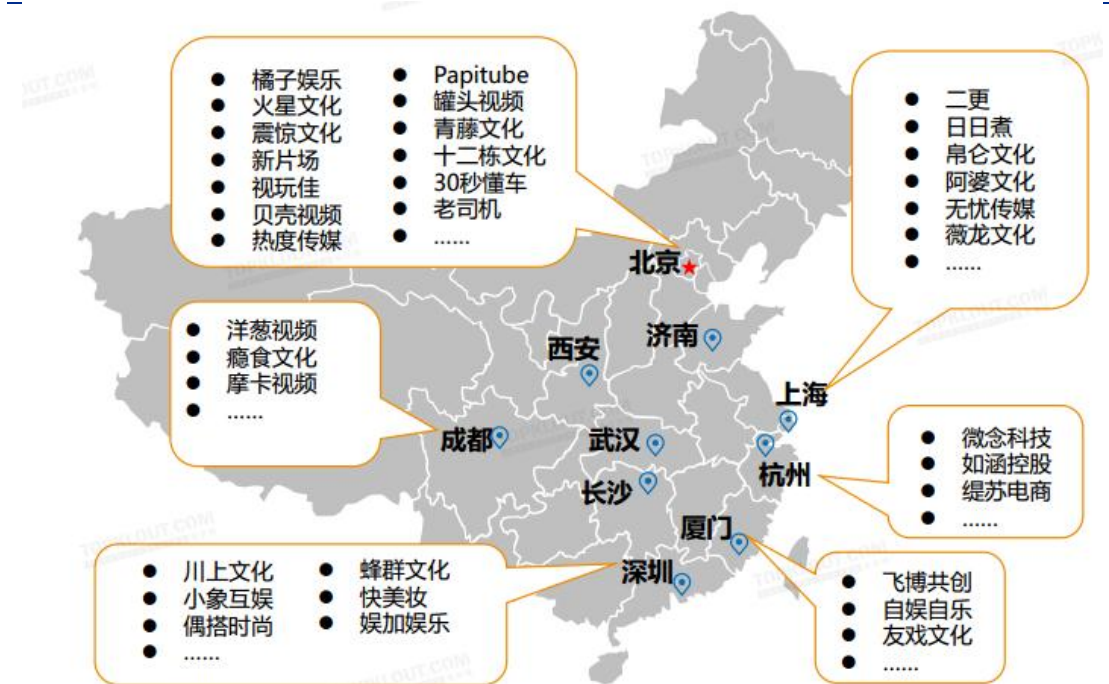
图 24：MCN 机构签约账号个数逐年增长，行业注重度正在提升



资料来源：克劳锐，安信证券研究中心

从地理分布来看，MCN 机构同样呈现资源密集型行业特点，目前主要位于资源丰富的一线城市，杭州、成都、厦门等二线城市正在崛起。

图 25：MCN 机构主要位于北上广深，二线城市正在崛起



资料来源：克劳锐，安信证券研究中心

3.2. 红人 KOL 四大梯队，多样营销打造爆款

3.2.1. 美妆 KOL 可分为头肩腰尾部四大梯队

美妆个护为主流内容平台中投放 KOL 最多的品类。根据巨量引擎的统计，2019 年 3 月抖音美妆达人已达 23468 位，与 2018 年 8 月相比半年内累计增长 172%。

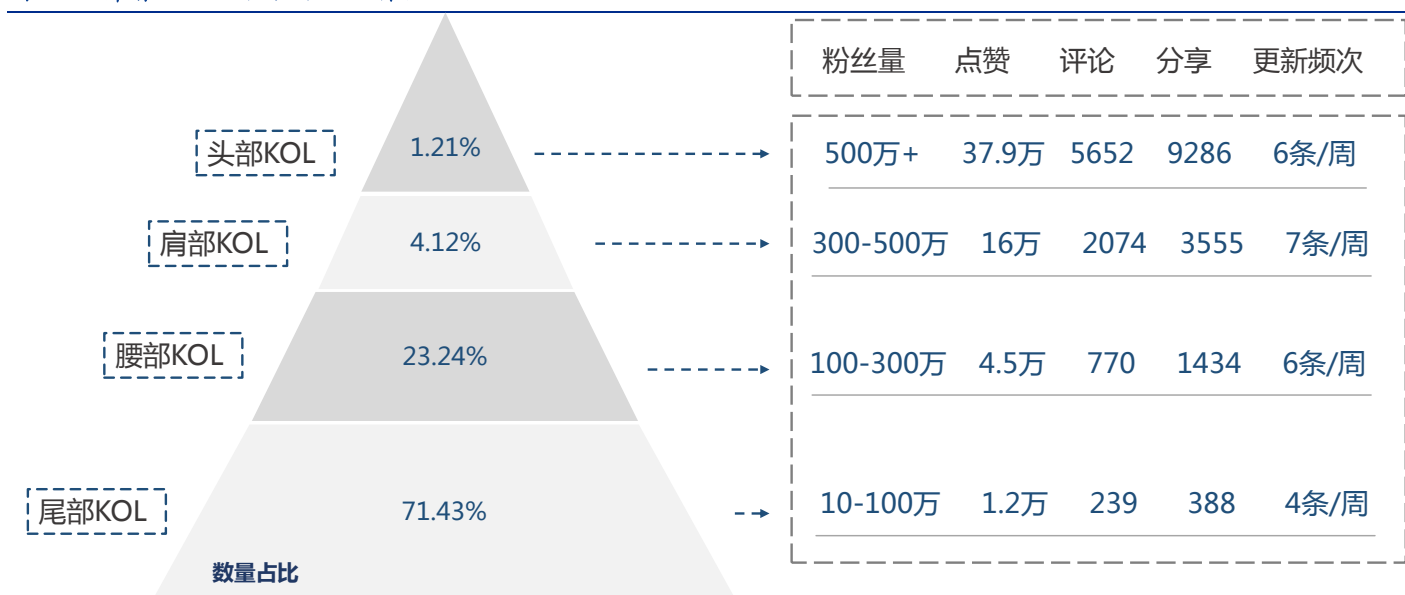
图 26：抖音美妆达人快速增长，半年内累计增长 172%



资料来源：巨量引擎，安信证券研究中心

卡思数据将抖音 KOL 根据粉丝量大致分为四类：头部（粉丝量 500 万+）、肩部（粉丝量 300-500 万）、腰部（粉丝量 100-300 万）、尾部（粉丝量 10-100 万）。进一步分析数据，发现头肩部 KOL 粉赞比更低，粉丝整体活跃度更高；而从赞评比来看，腰尾部 KOL 粉丝赞评比更低，圈层影响力更强。（粉赞比为总粉丝与 90 日内视频总点赞的比值，它代表 KOL 粉丝的活跃程度，比值越小，粉丝活跃度越高；赞评比指的是 KOL 集均点赞与集均评论的比值，代表粉丝的互动意愿，比值越小，粉丝互动意愿越高）

图 27：抖音 KOL 可分为 4 大梯队

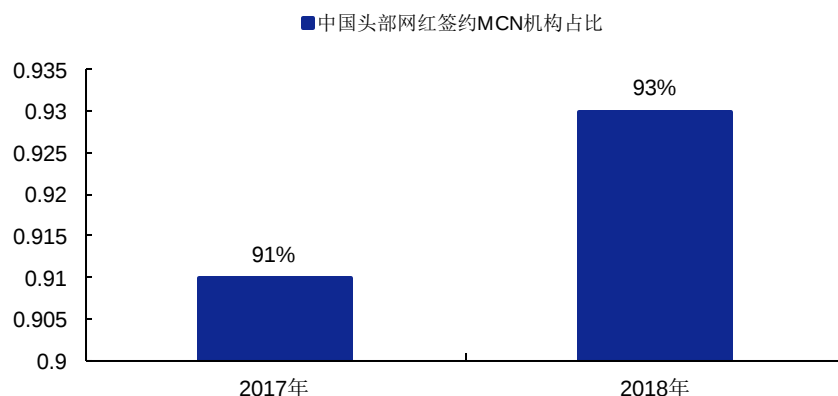


资料来源：卡思数据，安信证券研究中心

根据聚美丽调研,51%的品牌方认为最有效的 KOL 是中部 KOL,认为中部 KOL 更具性价比、与目标受众的联系更加紧密、内容更加真实、受众参与度更高、传递信息更精准。

品牌方更钟爱中部 KOL，但是其数量较大且分散，所以网红机构化是必然趋势。根据艾瑞咨询，2018 年中国头部网红签约 MCN 占比已高达 93%，相比 2017 年提升 2pct。

图 28：中国头部网红签约 MCN 占比提升



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

3.2.2. 营销玩法多样，头部流量稀缺变贵

红人/KOL 营销玩法多样，营销从中心化内容生产过度到“众包创意”，通过跨平台、跨圈层的 KOL 联动发声，品牌从圈层爆款逆袭为大众爆款成为可能。根据卡思数据的整理，营销玩法主要包括种草带货、边看边买、线下体验等几类，给粉丝带来尝鲜、化妆技巧、测评晒单等不同体验。

表 10：红人/KOL 营销玩法列举

营销玩法	具体方式	简介
种草带货	仿妆/主题妆容教学	通过仿妆明星、名人或安利某款主题妆容，向粉丝推荐产品，同时也会介绍整个妆容的完成过程
	开箱视频	开箱视频会侧重介绍产品的外包装和内包含，多会对其中的招牌/风评产品进行种草、测试
	体验晒单	KOL 在被安利购买某款产品后，第一时间向粉丝分享产品使用心得，给出种草/拔草建议
	定期盘点	KOL 定期对所购产品进行盘点，并一一介绍这些产品的使用体验和效果，也包括红黑榜盘点
	好物分享	KOL 结合自身的风格特色，向粉丝安利自己的爱用好物，多会介绍产品卖点和使用方法
	明星话题借势	借势明星相关话题，如：明星同款进行推荐，可应用于与明星引爆的联合营销中
	知识分享	通过专业知识分享，来介绍彩妆护肤的正确姿势，并在这个过程中安利一些好用物品
	专业测评	包括对比测评，实验测评，长效测评，全球首测等形式，来直观介绍产品的卖点、特色，以实现种草目的
	软性植入	通过剧情演绎，生活妙招分享等形式，将产品无缝植入，既迎合用户喜好又对产品有效曝光
	产品试色	通过产品试色向粉丝推荐产品，同时也会介绍产品适合肤色及使用感受，常见如：口红，粉底，腮红等
边看边买	节日好物推荐	在圣诞节、情人节等高话题节日热点来临前，进行好物分享与推荐，帮助用户解决选购礼物的难题
	粉丝福利时间	将品牌商品/PR 礼包以福利形式送给粉丝，一来激活活跃；二来，二度传播扩散（不适用于抖音）
	视频导流	在发布的视频内容里添加购物车（抖音、快手支持），或在视频下方加入导购链接（快手、B 站支持），实现产品引流购买
线下体验	直播带货	在直播过程中，完整的介绍产品卖点，在直播间下方购物车中，引导粉丝下单购买
	品牌溯源之旅加深品牌认同	定期邀请 KOL 到总部，与产品研发团队进行交流，提升其与品牌的契合度，以及对产品的认同感
	邀约线下活动提升活动热度	品牌线下活动（如：新品发布会，品牌周年庆）时，邀请 KOL 到达现场，切身感受品牌文化/产品魅力，并于后期发布视频
	直播探店助力曝光转化	品牌活动/促销活动期间，邀请 KOL 探店直播，通过直播活动来实现线下活动效果裂变，从线下引流线上，也支持边看边买

资料来源：卡思数据，安信证券研究中心

在完成销售的关键环节，大部分网红/KOL 会为粉丝带来购买福利，以巩固粉丝忠诚度；一般流量较大的网红议价能力更强，可以为粉丝争取的福利更多，进而可以更加巩固自己的头

部地位。以 2019 年 9 月 23 日李佳琦的一场日常淘宝直播为例，在线观看人数约达 163 万，其推荐产品均附直接购买链接，且大部分推荐产品均以赠券、买送、加赠小样等方式为粉丝提供额外优惠，优惠力度大于直接从官方旗舰店购买。

图 29：网红直播购物提供粉丝福利以巩固流量



资料来源：淘宝直播APP，安信证券研究中心

品牌方与不同 KOL/MCN 的分成方式差异较大，但头部 KOL 流量普遍较贵。根据广告狂人 (ID:m-a-dmen) 公众号发布的广告报价大全，李佳琦单条广告已达 95 万元。

表 11：抖音头部 KOL 广告价格

抖音名称	粉丝 (万)	单条价格 (万元)
李佳琦	2763	95
papi 酱	3170	78
黑脸 V	2393	78
会说话的刘二豆	4608	52
罗休休	513	52
张子凡 Scofield-	199	50
代古拉 K	2378	45
多余和毛毛姐	3069	44
七舅脑爷	3046	36

一禅小和尚

4773

34

资料来源：广告狂人公众号 (ID:m-a-dmen) 安信证券研究中心

3.2.3. 李佳琦的成功，背后是品牌、电商、和资本的共同推动

李佳琦作为社交营销时代的典型案例爆红网络，这一现象级的成功标本背后是品牌、电商和资本对行业风向的敏锐察觉和共同推动。

品牌：欧莱雅集团。2016年10月，欧莱雅在中国市场启动一个新项目，将专柜柜员转化成社交网络上的KOL，被称为“BA（美妆顾问，Beauty Advisor）网红化”。2017年，欧莱雅与天猫美妆、中国初创公司美ONE达成合作，筛选出200位专柜BA进行培训、让其成为淘宝上的博主。目前，欧莱雅的“BA网红化”项目已经进行到第二期。项目旨在根据BA的个人形象、语言表达能力、专业技能等角度，培养BA在直播中的品牌推广、销售能力。由此使得BA从传统线下柜台1对1式的销售场景扩充到线上1对多更有效的销售，以此提高个人销售效率，扩大销售量。李佳琦是第一期项目孵化出来的博主。2017年年初被选入该项目，最后与其他6人成为了最后的入选者。2018年上半年，李佳琦在天猫上做了80场直播，为欧莱雅直接贡献了千万元的销售额。

电商+资本：美ONE。根据联商网的报道，美ONE的投资方与阿里巴巴关系紧密，大致可以理解阿里巴巴继续推进2015年开始的“内容化”策略。欧莱雅与天猫此前合作，建立了跨部门的零售团队，其职责包括推动这次BA转型淘宝博主。欧莱雅是美ONE公司的第一个大客户。从合作关系上来说，这次的“BA网红化”项目主要是欧莱雅与阿里巴巴系公司的合作。

图 30：李佳琦的成功并非偶然，离不开品牌+电商+资本三方加持



资料来源：启信宝，安信证券研究中心

图 31：马云亲自上场支持李佳琦直播



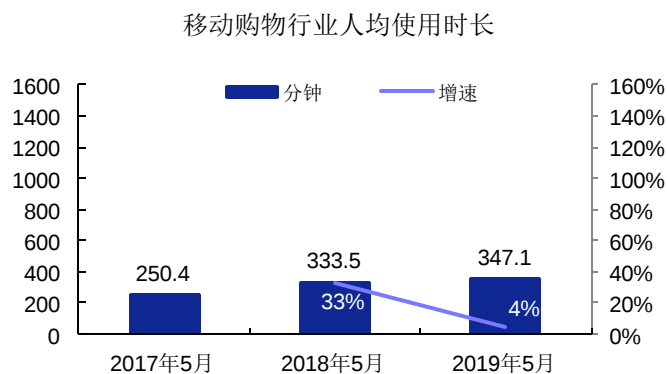
资料来源：淘宝，安信证券研究中心

3.3. 电商与内容平台相互转化，争夺头部内容资源助力社交营销进一步发展

3.3.1. 电商平台内容化，内容平台电商化

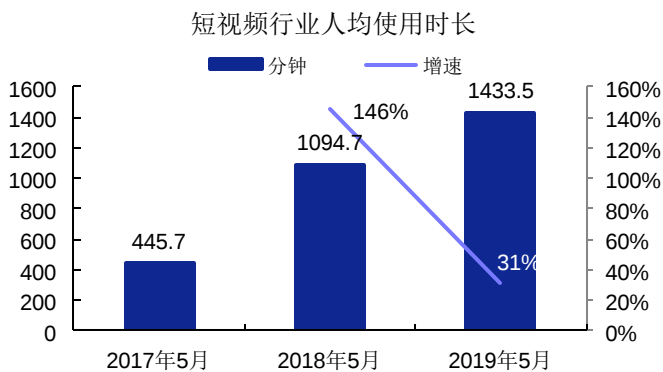
2017 年以来，移动购物 APP 人均使用时长增速放缓，而短视频行业人均使用时长保持高速增长，且短视频使用时长原高于移动购物 APP。

图 32：移动购物人均使用时长增速放缓



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

图 33：短视频人均使用时长保持高速增长



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

随着流量入口的迅速切换，电商平台开始专向内容化以强化自身的吸流能力。而内容平台随着流量的迅速集聚和行业的逐步成熟，需要更为直接的变现途径，内容平台纷纷上线电商功能。内容平台电商化为内容平台和内容创作者拓宽商业化边界，为内容行业发展提供新的驱动力；电商平台内容化丰富了电商行业的营销方式，在获客、提升用户粘性等方面打开了新的思路。

图 34：电商平台内容化，内容平台电商化



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

3.3.2. 平台争相获取头部内容资源，助力内容创作者成长

随着社交营销商业价值崛起，平台之前对头部内容资源的争夺日益激烈。各平台纷纷推出计划补贴助力内容创作者成长，进一步推动社交营销高速发展。

3.3.2.1. 微博推出垂直 MCN 合作计划

根据@微博小秘书官方微博，2017 年 5 月微博启动微博垂直 MCN 合作计划。微博将开启各个垂直领域 MCN 机构的接入合作，基于微博平台，共同发展建设各垂直领域的微博帐号和内容。通过资源倾斜和政策倾斜的方式，帮助垂直机构建设旗下优质帐号矩阵，包括帐号推荐、内容推荐、开放特定功能权限以及特定权益等深度合作模式，加快机构发展速度。

图 35：微博推出垂直 MCN 合作计划

Q：成为微博垂直MCN有什么好处？

A：成为与微博合作的垂直MCN机构，可获得如下资源和权益：

1. 可以获得微博提供的专属资源扶持和政策倾斜，包括帐号推荐、内容推荐等资源，以有效帮助机构旗下帐号增长粉丝、扩大曝光、提升影响力。

2016年，微博在短视频领域与超过200家视频MCN机构进行了接入合作，包括魔力TV、蜂群文化、二更视频、苏州大禹、一条等。在不到一年的时间里，这些MCN机构旗下月阅读量大于10万的帐号数提升了118%，单帐号粉丝量平均增长52%，帐号的阅读总量提升了126%，帐号的视频播放总量增长超过50倍。

以魔力TV为例，它旗下月阅读量大于10万的帐号规模由最初的18个提升到了54个，单帐号粉丝量提升了75%，帐号的阅读总量提升了350%，帐号的视频播放总量增长超过200倍。

2. 可以获得微博官方认可的合作伙伴身份，使用MCN合作机构身份对外开展工作。充分获得市场认可，提升机构所在垂直领域的市场影响力。

3. 可以获得微博提供的专员服务、数据服务、管理后台等专属服务，便于更好的管理旗下用户，提高机构的运营效率。

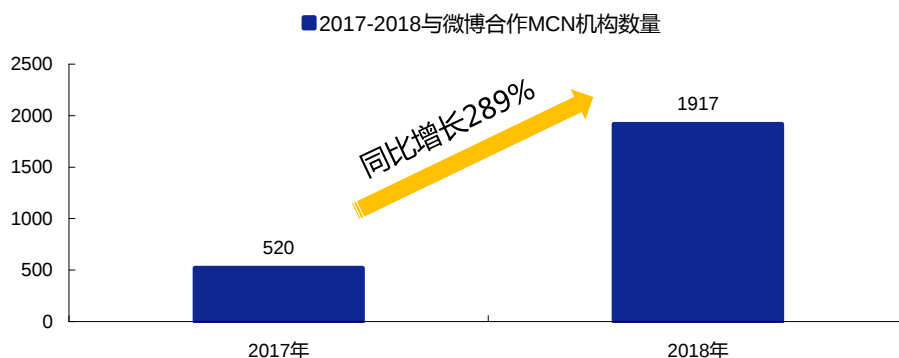
4. 可以享受快速认证、优先体验微博新产品/新功能、优先参加官方线上活动、优先邀请参加官方线下活动等专属权益，帮助机构在行业合作中抢占先机。

5. 可以实现同微博平台的生态绑定，拥有与平台一起联合的市场推广机会，带动MCN机构的行业影响力。

资料来源：微博，安信证券研究中心

微博垂直 MCN 机构合作计划推出后，与微博合作 MCN 机构大幅增长，2018 年合作机构数达 1917 家，同比增长 289%。

图 36：2018 年与微博合作 MCN 机构数量大幅增长



资料来源：微博，安信证券研究中心

3.3.2.2. 快手启动光合计划

2019 年 7 月 23 日，快手邀请全国上千家 MCN 聚首北京，首次举办了以“创作者”为主题的快手创作者光合大会。会上快手宣布启动光合计划，开放百亿元流量扶持 10 万内容创作者。计划今年新增 3000 个百万粉达人，覆盖 20+个垂类。其中 80%的流量重点发力垂类，

比如美食、体育、政务、媒体、二次元等。并且针对内容产出的各个环节推出细分的补贴计划，从公域流量的曝光资源、私域流量的沉淀手段，到变现模式分成及商业化探索，贯穿整个内容生产流程。众多补贴中，“双10计划”备受关注，快手表示年底前将分别为加入“超级快接单”和“创作者激励计划”的创作者分成10亿。

表 12：快手光合计划补贴细则

对象	计划名称	细则
媒体号	“快UP计划”	扶持媒体号，助力100个百万粉丝账号年收入超过百万元；在100个城市推动100个媒体号开展直播、电商或知识付费等业务。
游戏品类	“百万游戏创作者扶持计划”	每月百亿流量扶持，新引入500个头部游戏创作者，斥资10亿打造主播的站外影响力，扶持内容付费等商业模式
电商领域	“商家成长奖励金”“雷霆行动”“靠谱货计划”	针对时尚品类开启“时尚领域计划”，其在整体中占比超过百分之五十，以服饰、美妆为主，打造时尚内容种草阵地。开启针对外部账号的“冷启动计划”（之前没有粉丝，致力于让商家获得前一万粉丝）和针对尚未发力快手账号的“北极星计划”（对于已有一定数量粉丝的商家，使其提升至百万粉丝）。
MCN	“快成长计划”	拿出十亿专项流量，扶持十个百万级粉丝的独家IP账号，携手开展品牌传播、线下活动，打通商业化变现路径。在全国十个区域招募创作者联盟，与区域头部机构举办活动，带领中腰部创作者共同发展。
商业化	“双10计划”	年底前分别为加入“超级快接单”和“创作者激励计划”的快手创作者分成10亿。超级快接单对“快接单”升级，创作者激励计划保持不变。

资料来源：卡思数据，安信证券研究中心

3.3.2.3. 各大平台争相吸引和培育头部内容资源

除微博与快手外，各大平台均不同程度推出头部内容创作者支持计划，意图吸引和培育头部内容资源。

表 13：各大平台争相吸引和培育头部内容资源

平台	计划	对象	补贴措施
抖音	非遗合伙人计划	非遗创作者（招募50名）	1、帮助传承人提升现代化传播能力； 2、推动全社会参与非遗传播； 3、帮助全国各地尤其是贫困地区挖掘非遗的文化和市场价值。
	金映计划	创作者	1、8-10月参赛作品四座城市巡展曝光； 2、获奖者有机会参与到名导短片创作过程中，有机会获得与中影经济公司、青春光线签约的机会
快手	创作者激励计划	创作者、用户	平台选择性地在内容尾部添加与之相匹配的贴片广告，收益归创作者所有。
	美妆类百亿流量补贴计划	美妆创作者	即将推出
	西瓜视频	垂类创作者	为宠物、手作、时尚、音乐等30余个垂直内容品类创作提供10倍以上额外的流量支持和奖金制度。2019年4月，将vlog品类加入其中，设置专项奖金，同时开设了vlog学院，提供在线课程培训。
	好看视频	vlogger	1、5亿现金补贴，20亿流量扶持，2亿次粉丝推荐和商业合作，重点扶持MCN机构； 2、Vlog认证作者收益补贴翻2倍，首发翻3倍，粉丝SW+独家翻4倍。推出了创作者成长体系（创作学院和创作中心）。
视频平台	全民小视频	创作者、用户	1000魅力值折合人民币1元（魅力值取决于内容质量、互动率、活跃度）加V达人收益翻10倍。 邀请好友注册，发布短视频获得魅力值，经纪人可获其魅力值10%的提成奖金数。
	B站	vlogger	1、全年500亿次站内的流量曝光、每月100万专项Vlog奖金支持、每月1亿专项活动站内曝光量支持等； 2、“Vlog领域优秀UP主”认证系统，有机会和平台联合出品系列化精品内容。
	企鹅号	TOP（优质内	1、3亿补贴，20亿流量； 2、流量和资金扶持、生态资源倾斜、联合孵化等方式； 3、提供创作能力指导、全方位品牌推广、商业变现赋能等多项权益。
内容中台	金芒计划	图文及视频	1、不低于50亿的专项内容创作基金、超100亿的全平台日流量；
	TOP（优质内	全品类创作者	

资讯平台	头条号	内容出品计划	联合制片人计划	创作者	2、重点扶持超 10000 个潜力型创作者。 1、10 亿元流量支持联合制片人商业化； 2、获得在头条系产品的联合宣发机会。
	爱奇艺号	聚焦短视频计划	在校大学生		1、每月第一名 3 千元创作奖金； 2、业内专业人士帮助解决剧本、视频等专业问题； 3、100 万爱奇艺站内推广资源，爱奇艺各渠道的官方账号及爱奇艺站内“聚焦短视频”页面； 4、优秀参演者有机会入选爱奇艺&刘天池表演课程“天鹅计划”。
		新叶 100 计划	优质创作者		爱奇艺号首页推荐、扶持计划绿色通道、官方新媒体推送、主流权威媒体报道、年度纪录片参与机会、行业大会品牌曝光机会六大平台资
	一点资讯	点金计划	创作者		1、广告收益：每日 11 点前显示昨日广告收益金额，次月初显示上月累计广告收益金额。手动发布原创图集和视频内容可获得更多收益。 2、运营鼓励金：优质内容补贴收益，为当月 1-31 日优质内容补贴奖金。 3、圈子邀约收益：邀请表现优质自媒体的奖金。 4、奖金：榜单奖金，互动奖金及其他免税奖金。
	趣头条	麦浪计划	短视频机构		每月为 100 家原创短视频机构提供百亿流量的支持与包括一对一服务、认证、推荐、维权、品牌曝光在内的综合扶持方案。

资料来源：卡思数据，安信证券研究中心

3.4. 消费群体演变，社交营销更易精准触达 95 后高消费潜力人群

消费群体逐步过渡到千禧一代，95 后人群规模已超 3.69 亿，通过社交营销可精准触达，根据唯品会数据，2015-2018 年，90 后使用抗衰精华类产品增速达 312%，95 后用户增速达 481%。相比于传统的整体人群通投，借助社交媒体丰富的人群细分维度，针对不同社群文化的社交营销可以实现更为精准的触达。

在 95 后人群中，细分圈层的专家型自媒体/KOL 价值逐渐凸显，粉丝的兴趣度加以 KOL 的专业度，真正触达受众内心。Home Facial Pro 基于不同人群的诉求，设计不同的文案内容打动消费者，从而提升销量。

图 37：HFP 针对不同细分人群关注诉求，品牌可以推出定制化的传播策略

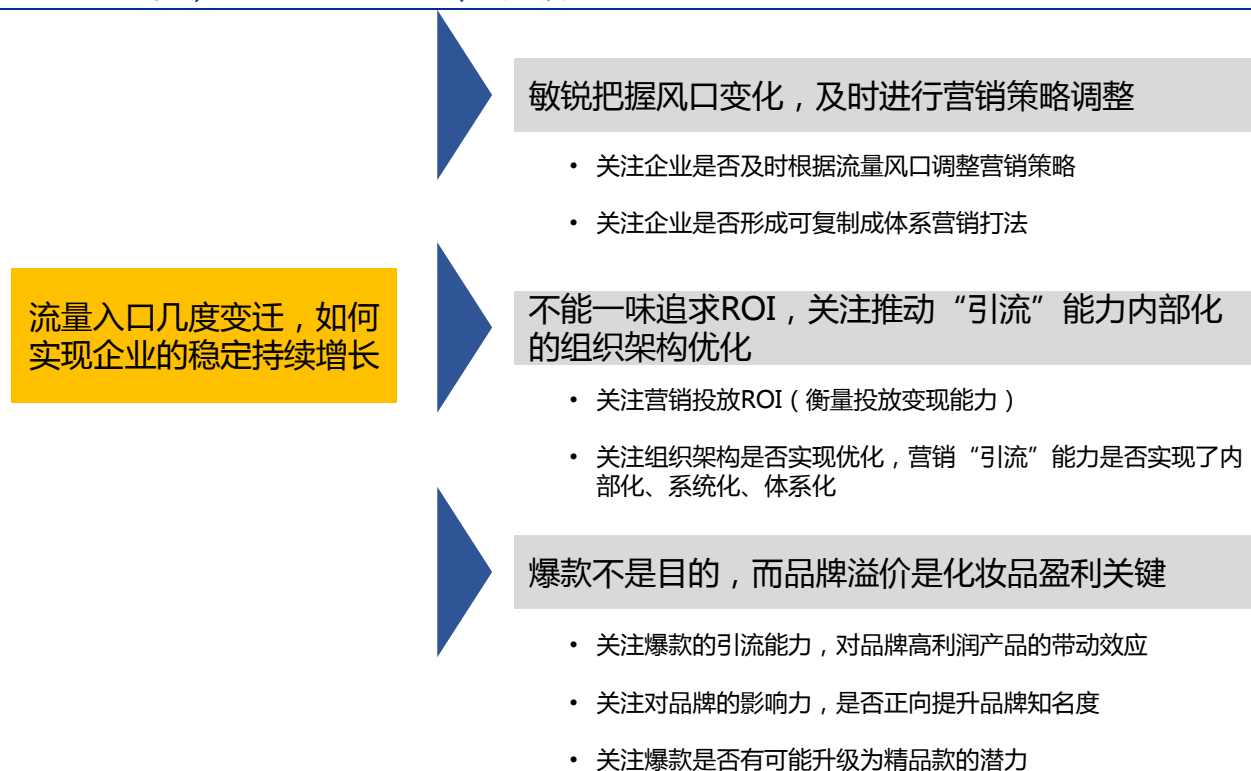


资料来源：Admaster，安信证券研究中心

4. 流量入口变迁，化妆品企业如何保持稳健增长

流量入口几度变迁，每次切换均带来的挑战和机遇均造成了行业格局的重塑。看向未来，随着科技的高速发展我们确定流量入口切换将更为迅速。营销作为化妆品行业的关键环节，如何在愈发快速的营销方式变化中掌握核心，实现企业的稳定持续增长，是行业面临的重要问题。

图 38：流量入口变迁，化妆品企业如何保持稳健增长



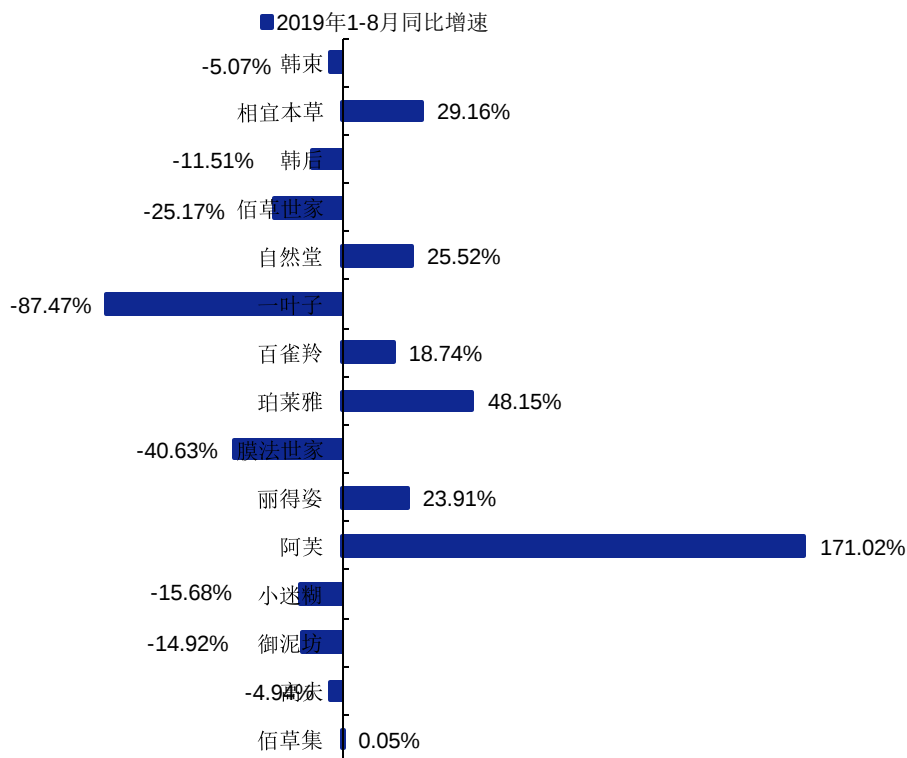
资料来源：安信证券研究中心

4.1. 敏锐把握风口变化，及时进行营销策略调整

4.1.1. 社交营销时代来临，第二代国货大牌分化明显

根据淘数据，我们统计了部分国货知名品牌 2019 年 1-8 月淘宝销售额同比增速，品牌呈现明显分化趋势。其中，阿芙、珀莱雅、相宜本草、自然堂、丽得姿、百雀羚、佰草集实现同比增长，而大量国货品牌如一叶子、膜法世家、佰草世家等则呈现较大增长压力。社交营销时代来临，国际品牌发力低线市场、新锐国货迅速获取线上流量，国货品牌目前面临较大挑战，管理层对市场的反应速度面临考验，目前国货品牌已呈现较大分化，我们判断分化趋势或将延续、行业将持续集中。

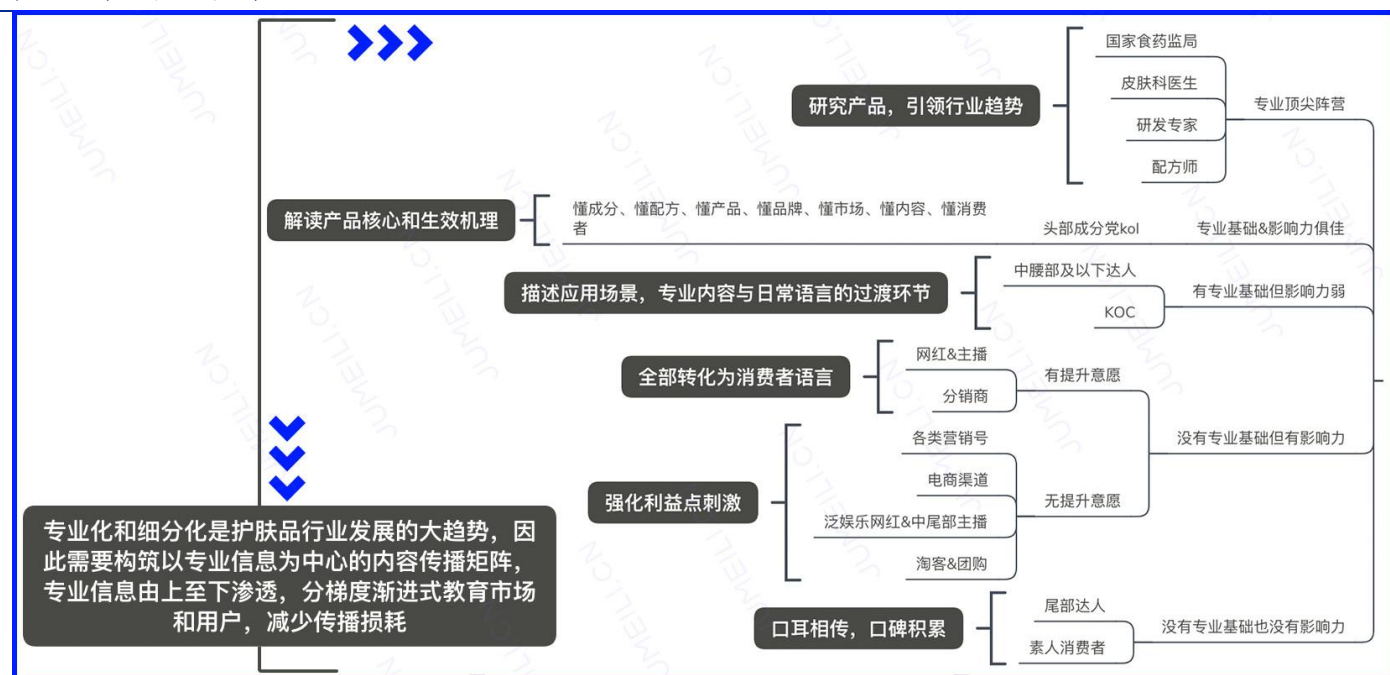
图 39：国货品牌 2019 年 1-8 月淘宝销售额同比增速呈现分化



资料来源：淘数据，安信证券研究中心

社交营销时代来临，新锐品牌已经总结出系统性成熟打法。根据聚美丽，专注全球新锐美妆品牌的资产管理公司高浪内部就总结了一整套的方法论，将社交营销流程系统分解、形成战略系。

图 40：高浪社交营销方法论



资料来源：聚美丽

4.1.2. 欧莱雅集团对风向极为敏感，营销调整最为及时

2015 年，流向入口从电视向互联网切换之时，欧莱雅已作出及时反映。统计历年传统媒体广告花费 TOP10 品牌，我们可以看出龙头欧莱雅在连续数年为传统媒体广告花费品牌 TOP1 后，2014 年虽仍为第一，但同比营销投入已经下滑，此后 2015 年、2016 年持续大幅缩减传统媒体广告花费，2018 年已经不在 TOP10 范围。

表 14：不同年份传统媒体广告花费 TOP10 品牌

排名	品牌	2008	品牌	2011	品牌	2012	品牌	2014	品牌	2016	品牌	2018
1	玉兰油	24%	欧莱雅	38%	欧莱雅	24.52%	欧莱雅	-8.6%	鸿茅	95.8%	鸿茅	-51.1%
2	肯德基	32%	玉兰油	10%	肯德基	7.56%	玉兰油	17.8%	陈李济	35.1%	同溢堂	73.5%
3	中国移动	-0.5%	肯德基	-15%	玉兰油	6.01%	肯德基	-13.8%	香丹清	89.4%	葛洪	68.6%
4	欧莱雅	89%	娃哈哈	16%	娃哈哈	13.18%	江中	75.0%	汇仁	-26.8%	兰蔻	77.7%
5	三精	-2%	中国移动	5%	伊利	16.13%	康师傅	16.2%	康师傅	11.3%	养无极	26.5%
6	黄金搭档	14%	三精	17%	中国移动	-5.58%	娃哈哈	-29.6%	摩美得	12.4%	伊利	10.2%
7	盖中盖	-4%	康师傅	6%	加多宝	118.34%	中国移动	-4.8%	伊利	19.2%	陈李济	-23.6%
8	高露洁	-4%	江中	28%	达利园	28.60%	伊利	-22.5%	欧莱雅	-31.9%	天地和	40.6%
9	江中	44%	伊利	-4%	麦当劳	24.95%	加多宝	-20.6%	曹清华	35.4%	肯德基	11.9%
10	佳洁士	-5%	哈药六	18%	康师傅	-14.56%	旺旺	77.0%	海飞丝	13.2%	蒙牛	14.8%

资料来源：CTR 媒介智讯，安信证券研究中心

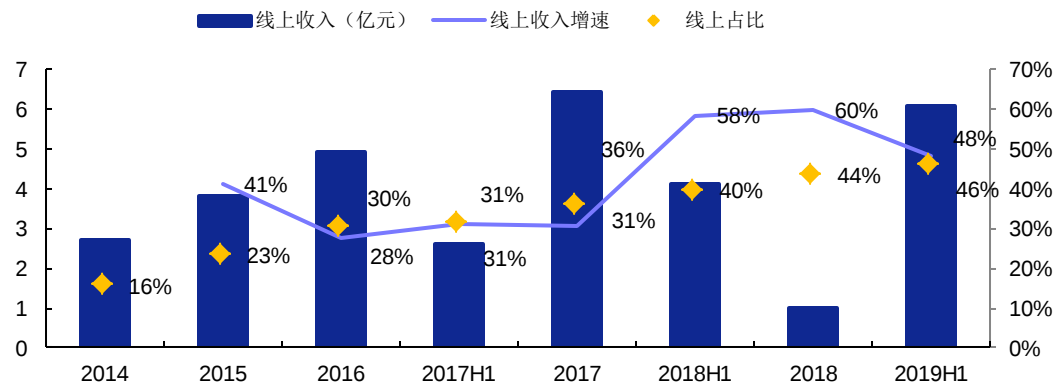
2016 年起，欧莱雅集团即开始大力投入社交营销。2016 年 10 月，欧莱雅在中国市场启动“BA（美妆顾问，Beauty Advisor）网红化”。2017 年，欧莱雅与天猫美妆、中国初创公司美 ONE 达成合作，筛选出 200 位专柜 BA 进行培训、让其成为淘宝上的博主。目前，欧莱雅的“BA 网红化”项目已经进行到第二期。项目旨在根据 BA 的个人形象、语言表达能力、专业技能等角度，培养 BA 在直播中的品牌推广、销售能力。由此使得 BA 从传统线下柜台 1 对 1 式的销售场景扩充到线上 1 对多更有效的销售，以此提高个人销售效率，扩大销售量。李佳琦是第一期项目孵化出来的博主。2017 年年初被选入该项目，最后与其他 6 人成为了最后的入选者。2018 年上半年，李佳琦在天猫上做了 80 场直播，为欧莱雅直接贡献了千万元的销售额。

4.1.3. 珀莱雅电商团队高效搭建，迅速掌握社交营销打法

珀莱雅于 2012 年成立美丽谷，作为线上运营主体，开始发展电商渠道销售，但上市前公司对电商渠道投入有限，线上整体保持平稳增长。2017 年，公司开始大力发展电商渠道，扩充美丽谷电商团队，抓住电子商务爆发式增长的契机，先后与唯品会、京东、聚美优品等国内知名大型 B2C 购物网站建立了密切的合作关系，分别采取经销和代销模式的模式，实现了线上的高速发展。

2018 年，社交平台流量爆发，公司敏锐抓住社交营销红利期，完善团队建设、自建内容团队，短时间内掌握社交营销打法。2019 年 3 月推出“发光瓶”精华、618 推出泡泡面膜爆红网络。截止 2019H1，公司电商渠道销售同比增长 48%，线上销售占比已达 46%，泡泡面膜热度仍在持续，预计 2019 年下半年线上销售增速将进一步提高。

图 41：2017 年以来珀莱雅线上收入增速保持高速增长



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

签约当红流量小生，推出成分类爆品。2019 年 3 月，公司新签约当红流量明星 Justin 黄明昊担任精华品类代言人，黄明昊自热门综艺“偶像练习生”引发广泛关注，出道以后更是在不断历练中成为实力与流量兼具的当红小生，有助于品牌形象年轻化。与此同时，重磅推出新品“发光瓶”烟酰胺精华，以海洋美肌科技为核心，主打 28 天内由内到外迅速见效，新品发布联合签约黄明昊的粉丝热度，自 3 月上线以来销售火爆受到广泛关注。

图 42：黄明昊担任精华类代言人，推出新品“发光瓶”精华



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2019 年 618 后“泡泡面膜”火爆抖音，再度证明公司“爆款”把控力。2019 年 7 月以来，珀莱雅“黑海盐高净润泡泡 SPA 面膜”在抖音等内容平台被广泛“种草”。根据化妆品报，2019 年 7 月，珀莱雅黑海盐泡泡清洁面膜贴旗舰店销量约 90 万件，成交均价为 79 元，贡献约 7110 万元销售额，销量 7 月天猫面膜单品第一名。“发光瓶”与“泡泡面膜”的先后成功营销，证明了珀莱雅团队极强的爆款营销能力，是当前流量入口切换时期核心竞争力之一。

图 43：抖音珀莱雅“泡泡面膜”种草视频



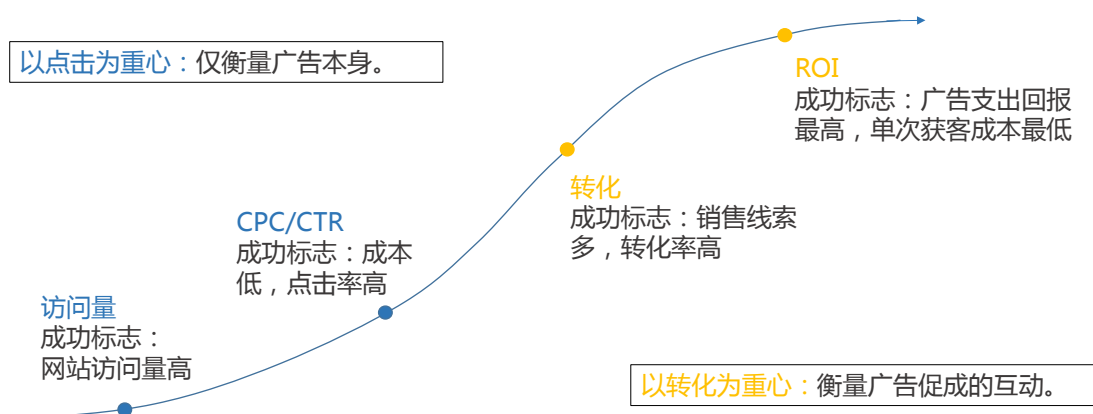
资料来源：抖音APP，安信证券研究中心

4.2. 不能一味追求 ROI，关注推动“引流”能力内部化的组织架构优化

4.2.1. 核心指标 ROI 拆解

行业惯例以 ROI 衡量一次营销投入的效果。在金融学中， $ROI = (\text{源于广告的营收} - \text{广告支出}) / \text{广告支出}$ ，即若广告支出为 100 万，带来了 200 万销售额，则 $ROI = (200 - 100) / 100 = 1$ 。行业中，普遍采用 ROI 的简化算法，即 $ROI = \text{源于广告的营收} / \text{广告支出}$ ，上例中，简化 $ROI = 200 / 100 = 2$ 。在达成最终转化 (ROI) 的过程中，另可关注访问量、CPC/CTR 等先行指标，从展示——点击——转化——实现购买。

图 44：营销成功的衡量曲线



资料来源：Linked-in，安信证券研究中心

注：CPC (Cost Per Click) 广告支出/点击次数，为每次点击实际支付的价格；CTR (Click Through Rate) 点击次数

展示次数，推广活动中的点击次数除以展示次数或发送次数。

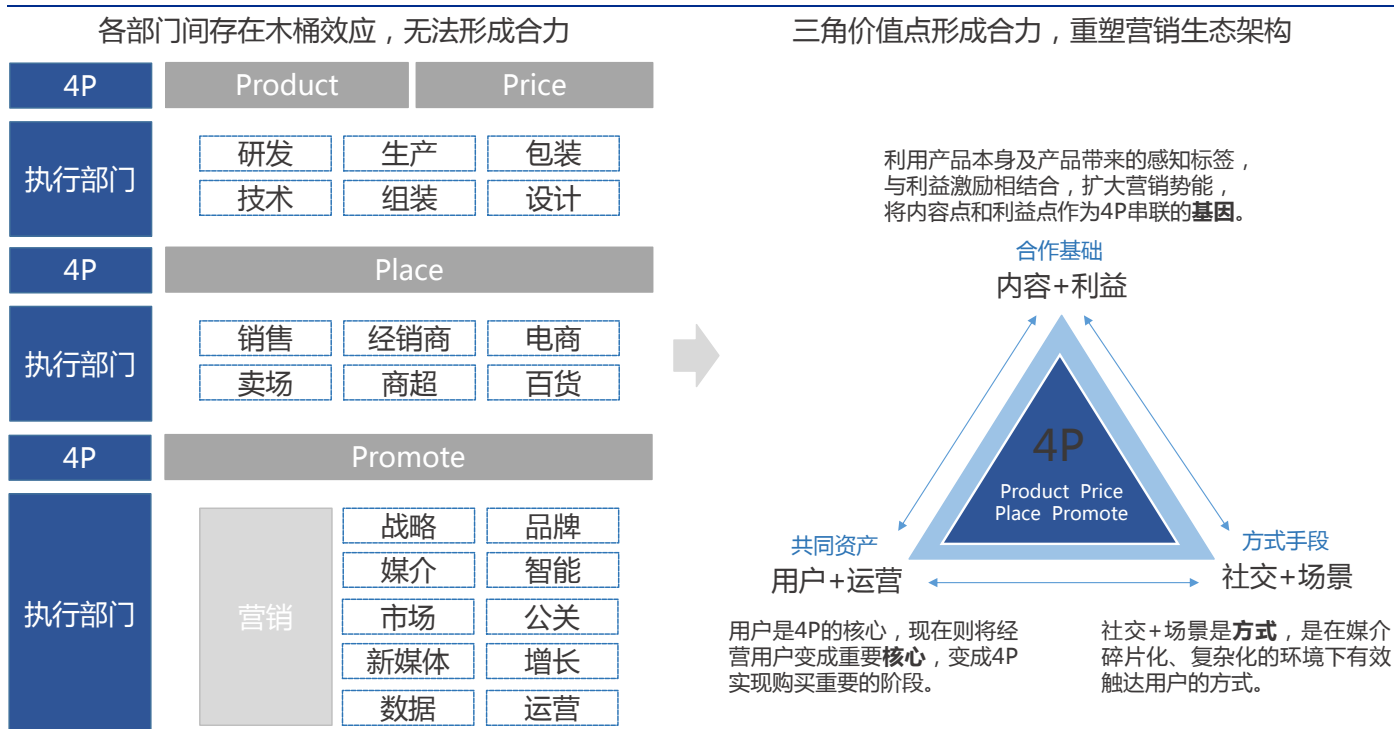
目前，ROI 绝对值是品牌商营销投放普遍最为关注的指标，标志着营销投放的变现能力，直接与品牌商的收益相关。

4.2.2. 关注“引流”能力能否内部化、系统化、体系化

对于品牌商而言，除关注营销投放的变现能力外，更应关注投放过程中、推动“引流”能力内部化的组织架构是否实现优化。

国内化妆品行业起步时间较晚，企业中后台运作尚不成熟，尤其是营销体系搭建尚处初期。目前对于国货化妆品企业而言，各个部门长期以来存在的木桶效应，使营销不能形成完整的合力和保障 4P 的有效运作；社交营销模式下，内容+利益将成为各部门建立合作的营销基础，用户+运营成为各部门共同运营的营销资产，最后社交+场景是各部门共同获得客户的营销方式和手段，三角价值点形成合力，保障 4P 策略的贯彻和执行。社交营销对化妆品企业营销架构搭建提出新的挑战，在企业不断进行营销投放的同时，我们认为应该更为关注此过程中，核心营销“引流”能力是否实现了内部化、系统化、体系化。

图 45：社交营销对化妆品企业营销架构搭建提出新的挑战



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

4.3. 爆款不是目的，而品牌溢价是化妆品盈利关键

爆款频出是社交营销时代的显著特征，但是爆款与网络热点呈现同样特点——生命周期较短，消费者基于新鲜感聚焦、而新鲜感消失后注意力会在较短时间被转移。一般化妆品爆款高峰销售周期约为 3-6 个月，此后关注度将会大幅下滑。

此外，我们认为爆款营销有以下几个主要风险：

- 社交平台流量红利消散后，竞争将更加激烈，爆款营销成本提升、影响利润；

- 爆款营销过程中，多以降价、补贴等形式推广，价格过低影响品牌定价；
- 爆款大规模推广时对 KOL 把控程度不足，KOL 形象与品牌形象不符影响品牌定位；
- 爆款选品偏差、导致品牌形象模糊。

由于打造爆款的营销成本较高、产品周期较短，所以我们认为爆款不是目的，应尤其关注爆款的引流能力、对品牌的影响力、以及爆款是否有可能升级为精品款的能力。

根据聚美丽总结，品牌方与红人有多种合作模式，各种模式下有不同程度的品牌和销售导向。我们认为应综合考虑变现及品牌建设诉求，推动品牌实现可持续的长期稳定成长。

表 15：品牌方与红人合作模式总结

合作方式	案例	品牌导向	销售导向
直播红人卖货	李佳琦/薇娅、淘宝直播、快手直播	1	5
发布销售转化文	HFP 公众号投放	2	4
红人联名款产品	贝玲妃 XMK 凉凉	4	4
新产品促销	完美日记动物眼影上市推广	4	4
出任产品泛代言人/体验官	urban decay 十余位红人代言	4	3
红人主动内容植入	测评、教学、开箱	4	3
发布付费种草文	小红书种草	3	2
举办线下活动	邀请红人探寻发源地	4	2

资料来源：聚美丽，安信证券研究中心

5. 投资建议

2018 年下半年以来社零增速趋缓，但其中化妆品社零增速维持稳定高速增长；化妆品行业的优质赛道属性不断被验证，表现出较强的持续增长能力和抗周期属性。重点推荐行业优质标的珀莱雅、丸美股份、上海家化。

珀莱雅：2017 年以来线上收入高速增长，紧抓电商及社交营销红利，实践证明了管理团队的敏锐度极高、反应速度极快，产品矩阵丰富具备强劲增长后劲。

丸美股份：上市后拟发力线上渠道及社交营销，正在加紧布局；主品牌卡位化妆品最优细分赛道之一眼部护理、定位中高端，有望迎来较大边际改善。

上海家化：国货化妆品龙头，多品牌稳定良性发展，2019 年发力社交营销，下半年推出新品“太极两仪精华”，有望进一步推升品牌认知。

表 16：化妆品行业核心标的估值（数据截止 2019 年 9 月 25 日）

股票代码	公司名称	最新市值 (亿元)	收入 (亿元)			归母净利 (亿元)			PE	
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2020E
603605	珀莱雅	171.66	23.61	30.75	39.99	2.87	3.90	5.24	44.01	32.76
603983	丸美股份	246.82	15.76	19.41	23.93	4.15	5.02	6.05	49.17	40.80
600315	上海家化	233.53	71.38	78.52	88.73	5.40	6.87	8.30	33.99	28.14

资料来源：Wind，安信证券研究中心

6. 风险提示

线上渠道增速放缓；

线下竞争持续恶化；

新品推广不及预期；

宏观经济增速持续下滑。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	陈盈怡		
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	
	张莹	010-83321366	
	李倩	010-83321355	
	姜雪	010-59113596	
	王帅	010-83321351	
	曹琰	15810388900	
	夏坤	15210845461	
	袁进	010-83321345	
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	
	范洪群	0755-23991945	
	聂欣	0755-23919631	
	杨萍	13723434033	
	巢莫雯	0755-23947871	
	黄秋琪	0755-23987069	
	王红彦	0755-82714067	
	黎欢	0755-23984253	

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034