

中信证券研究部

核心观点



徐晓芳
首席美妆及商业
分析师
S1010515010003

2021H1，淘系美妆销售额+20.2%，量价齐升但价的增长贡献首次超过量的增长贡献；Q2 销售额同比+14.3%，较 Q1 增速 27.9%显著放缓。据星图数据：618，美妆个护全网销售 512 亿元，同比+17.8%。2021H1，预计华熙/贝泰妮/珀莱雅将保持快速增长。

■ **淘系美妆-量价齐升，但价的增长贡献超过量的贡献：2021H1 销售额同比+20.2%，商品均价同比+14.3%；Q2 销售额同比+14.3%，较 Q1 的增速 27.9%显著放缓。**根据魔镜数据，2021H1 淘系（淘宝+天猫）化妆品（护肤类+彩妆类）销售额约 1522 亿元，同比+20.2%；销售量约 16.4 亿件，同比+5.2%；均价约 92.8 元，同比+14.3%。分品类看：2021H1，淘系护肤品销售额+17.9%，均价+17%；彩妆销售额+26.4%，均价+14.3%。

■ **2021H1，重点美妆公司淘系销售情况。**贝泰妮：淘系销售额+36%，均价+23%，单品 CR5 约 46%。华熙生物：润百颜战略性调整价格和单品包装等，价跌、量升、销售额+506%，夸迪+677%。珀莱雅：量价齐升，淘系销售额+69%、均价+23%。丸美股份：线上全网销售额+15%，天猫旗舰店正增长，淘系分销负增长。逸仙电商：新锐彩妆竞争激励，彩妆销售同比+17.2%，均价+7.5%。**618：美妆个护全网销售 512 亿元，同比+17.8%；品类排名被服饰配件反超，降至第 4。**天猫 618 护肤：欧莱雅销售额第一，本土品牌薇诺娜、珀莱雅位居第 6、第 8。天猫 618 彩妆：COLOR KEY 第一，完美日记、花西子紧随其后。**线上趋势：海外放量，加强会员管理，注重私域运营。**

■ **重点公司 2021H1 业绩前瞻。**华熙生物：预计营业收入增速在 100%~105%之间，归属净利润和扣非归属净利润预计在预告区间的中枢，对应增速分别约为+35%/+32%。爱美客：预计营业收入同比+147%~+168%，规模效应、理财收益等推动净利率略有上升，预计归属净利润同比+167%~+190%。贝泰妮：基于多平台线上销售，预计营业收入同比+45%~+50%，归属净利润同比+42%~+49%。上海家化：2020Q2 营业收入高基数、利润低基数，预计 2021H1 营业收入+15%~18%，归属净利润同比+56%~+71%。珀莱雅：预计营业收入同比+35%~38%，归属净利润同比 26%~29%。丸美股份：预计营业收入同比 6%~9%，归属净利润同比-18%~-13%。

■ **风险因素：**流量成本上行，压制收入增速和盈利空间；线下恢复不达预期。

■ **投资策略。**Q2 以来，化妆品企业面临的基数逐季走高，淘系美妆增速放缓，淘外增速较快但流量成本高企，预计 2021H2 化妆品企业的增速将在 Q2 的基础上继续放缓；重点推荐具备强产品力、业绩确定性高或处于明确基本面改善通道的公司，如华熙生物、贝泰妮、上海家化、珀莱雅；建议在 2021Q4 关注丸美股份的投资机会；重点推荐医美领域龙头爱美客。

商业零售行业

评级

强于大市（维持）

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价	EPS				PE				评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
华熙生物	285.61	1.35	1.84	2.49	3.24	211.6	155.2	114.7	88.2	买入
贝泰妮	263.90	1.28	1.96	2.61	3.41	206.2	134.6	101.1	77.4	买入
上海家化	53.81	0.63	0.78	1.16	1.41	85.4	69.0	46.4	38.2	买入
珀莱雅	183.99	2.37	2.91	3.54	4.24	77.6	63.2	52.0	43.4	买入
丸美股份	45.95	1.16	1.37	1.62	1.89	39.6	33.5	28.4	24.3	买入
爱美客	769.00	4.51	3.66	5.32	7.45	170.5	210.1	144.5	103.2	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 7 月 12 日收盘价

目录

淘系美妆：2021H1 同比+20.2%，均价同比+14.3%	1
2021H1，重点化妆品公司淘系销售情况	2
贝泰妮：淘系销售额+36%，均价+23%，单品 CR5 约 46%	2
华熙生物：淘系润百颜销量+506%、夸迪销售额+677%	2
上海家化：淘系佰草集增速转正、玉泽高基数下保持理性促销	3
珀莱雅：量价齐升，淘系销售额+69%、均价+23%	4
丸美股份：线上全网销售额+15%，受线上经销影响淘系负增长	5
逸仙电商：竞争激烈，增速放缓	6
618：美妆个护全网销售 512 亿元，位列品类第 4	8
全网全品类：2021 年 618 全网交易总额 5785 亿元，同比+26.5%	8
618 大促，美妆个护全网销售 512 亿元，位列品类第 4	8
618 美妆：护肤任重道远，彩妆竞争激烈	9
天猫美容护肤品类前十：欧莱雅第一，薇诺娜、珀莱雅进入前十	9
天猫彩妆香水品类前十：COLOR KEY 第一，完美日记、花西子紧随其后	9
重点上市公司：表现分化，但整体促销均较为收敛，单价上升	10
新趋势：淘外放量，加强会员管理，注重私域运营	18
重点公司 2021 年半年报业绩前瞻	22
风险因素	24
投资建议	24

插图目录

图 1：化妆品行业护肤类和彩妆类收入	1
图 2：化妆品行业销量和均价走势	1
图 3：2021 年 618 大促期间各品类销售额排名	8
图 4：薇诺娜 2021 年 618 战报.....	10
图 5：润百颜 2021 年 618 战报.....	11
图 6：夸迪 2021 年 618 战报	12
图 7：米蓓尔 2021 年 618 战报.....	13
图 8：肌活 2021 年 618 战报	13
图 9：上海家化 2021 年 618 战报	14
图 10：佰草集和玉泽品牌 2021 年 618 战报	15
图 11：逸仙电商 2021 年 618 战报	17
图 12：抖音 618 好物节数据报告	18
图 13：618 前站 天猫大快消 天猫会员运营榜单.....	21
图 14：2021 年商家私域消费者运营榜单	22

表格目录

表 1：薇诺娜天猫旗舰店 2021H1 单品销售情况.....	2
表 2：润百颜天猫旗舰店 2021H1 单品销售情况.....	3
表 3：佰草集天猫旗舰店 2021H1 单品销售情况.....	4
表 4：珀莱雅天猫旗舰店 2021H1 单品销售情况.....	5
表 5：丸美天猫旗舰店 2021H1 单品销售情况	5
表 6：2021H1 护肤类各品牌半年度表现	6
表 7：2021Q1-2021Q2 护肤类各品牌季度表现	7
表 8：2021H1 彩妆类各品牌半年度表现	7
表 9：2021Q1-2021Q2 彩妆类各品牌季度表现.....	7
表 10：天猫 2021 年 618 美容护肤/美体/精油类目销售额 Top10 品牌榜单	9
表 11：天猫 2021 年 618 彩妆/香水/美妆工具类目销售额 Top10 品牌榜单	9
表 12：天猫平台 618 美妆品类累计销售额 Top10 在抖音的累计销售额.....	19
表 13：国产美妆护肤品牌 2021 年 618 抖音销售额情况	19
表 14：2021 淘宝天猫私域相关大事件	20
表 15：2021 年 5 月 1 日-20 日 天猫会员运营榜单（美妆）	20
表 16：重点化妆品、医美公司 2021 年半年报业绩前瞻 （单位：亿元）	23
表 17：化妆品、医美板块重点跟踪公司盈利预测.....	25

■ 淘系美妆：2021H1 同比+20.2%，均价同比+14.3%

2021H1，淘系美妆保持平稳较快增长，均价提升，Q2 增速较 Q1 增速显著放缓。

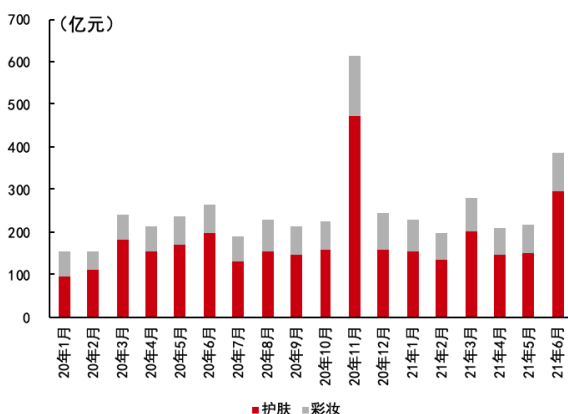
根据魔镜市场情报的数据：2021H1 淘系（淘宝+天猫）化妆品（护肤类+彩妆类）销售额约 1522 亿元，同比+20.2%；销售量约 16.4 亿件，同比+5.2%；均价约 92.8 元，同比+14.3%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）化妆品销售额约 814 亿元，同比+14.3%；销售量约 8.5 亿件，同比-2.2%；均价约 96.2 元，同比+16.8%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）化妆品销售额约 708 亿元，同比+27.9%；销售量约 7.9 亿件，同比+14.4%；均价约 89.1 元，同比+11.8%。

分品类看：

护肤类 2021H1 淘系（淘宝+天猫）销售额约 1080 亿元，同比+17.9%；销售量约 8.6 亿件，同比+0.8%；均价约 125.3 元，同比+17.0%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）护肤类销售额约 590 亿元，同比+12.7%；销售量约 4.7 亿件，同比-2.5%；均价约 126.7 元，同比+15.5%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）护肤类销售额约 490 亿元，同比+24.9%；销售量约 4.0 亿件，同比+4.9%；均价约 123.6 元，同比+19.0%。

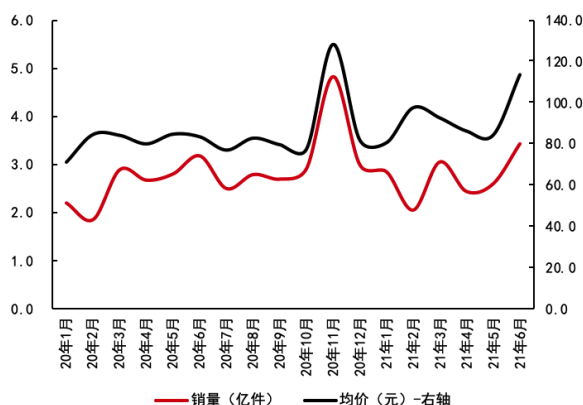
彩妆类 2021H1 淘系（淘宝+天猫）销售额约 442 亿元，同比+26.4%；销售量约 7.8 亿件，同比+10.6%；均价约 56.8 元，同比+14.3%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）彩妆类销售额约 224 亿元，同比+18.7%；销售量约 3.8 亿件，同比-1.8%；均价约 58.9 元，同比+20.9%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）彩妆类销售额约 218 亿元，同比+35.4%；销售量约 4.0 亿件，同比+25.8%；均价约 54.8 元，同比+7.6%。

图 1：化妆品行业护肤类和彩妆类收入



资料来源：魔镜市场情报数据，中信证券研究部

图 2：化妆品行业销量和均价走势



资料来源：魔镜市场情报数据，中信证券研究部

■ 2021H1，重点化妆品公司淘系销售情况

贝泰妮：淘系销售额+36%，均价+23%，单品 CR5 约 46%

薇诺娜：根据魔镜市场情报的数据，2021H1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 10.42 亿元，同比+36.0%；销售量约 673.5 万件，同比+10.6%；均价约 154.6 元，同比+23.0%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 6.86 亿元，同比+34.4%；销售量约 426.1 万件，同比+11.2%；均价约 161.0 元，同比+20.9%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 3.56 亿元，同比+39.3%；销售量约 247.5 万件，同比+9.6%；均价约 143.8 元，同比+27.2%。

薇诺娜天猫旗舰店：2021 年 H1 销售额前 5 的单品分别为清透防晒乳、舒敏保湿特护霜、舒敏保湿修护精华液、舒缓修护冻干面膜、舒敏修护补水面膜套装，CR1/3/5 分别为 17.9%/39.0%/46.2%。

表 1：薇诺娜天猫旗舰店 2021H1 单品销售情况

销售额排名	产品名称	1-6 月销售额（元）	1-6 月销售量*（件）
1	清透防晒乳（50g 1 支）	150,278,740	799,355
2	舒敏保湿特护霜（50g 1 支）	115,059,699	375,648
3	舒敏保湿修护精华液（30mL 1 支）	61,575,262	237,528
4	舒缓修护冻干面膜（2 盒）	35,305,230	105,939
5	舒敏修护补水面膜套装（1 套）	24,779,152	32,951
	整体规模	837,820,676	4,138,926
占比	1-6 月销售额占比		
1	CR1	17.9%	
前 3	CR3	39.0%	
前 5	CR5	46.2%	

资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部 *注：因单品链接在 1-6 月间可能存在更改，故销售量的数据仅供参考。

华熙生物：淘系润百颜销量+506%、夸迪销售额+677%

润百颜：2021H1，战略性调整价格和单品包装等，价跌、量升、销售额高速增长。

2020 年以来，华熙战略性调整旗下 4 大主力功能性护肤品品牌的定位：1）润百颜主打“玻尿酸次抛原液开创者”“支支鲜活，精纯有效”，定位适当下调，做成大众可接受的国民品牌；2）夸迪主打“冻龄，抗初老”，为当前公司最高端的品牌；3）米蓓尔专为敏感肌肤研制；4）肌活，活性成分管理大师。

根据魔镜市场情报的数据：2021H1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 5.29 亿元，同比+250.1%；销售量约 350.3 万件，同比+506.0%；均价约 151.0 元，同比-42.2%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 3.11 亿元，同比+192.2%；销售量约 188.1 万件，同比+382.1%；均价约 165.3 元，同比-39.4%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 2.18 亿元，同比+388.0%；销售量约 162.2 万件，同比+763.3%；均价约 134.5 元，同比-43.5%。

润百颜天猫旗舰店：2021 年 H1 销售额前 5 的单品分别为屏障调理次抛精华原液、水润次抛精华原液、多啦 A 梦联名水润次抛精华原液、377 小灯管 VC 次抛精华原液、奶皮面膜，CR1/3/5 分别为 19.6%/38.9%/64.7%。

表 2：润百颜天猫旗舰店 2021H1 单品销售情况

销售额排名	产品名称	1-6 月销售额（元）	1-6 月销售量*（件）
1	屏障调理次抛精华原液（45ml 30 支）	79,210,272	157,656
2	水润次抛精华原液（45ml 30 支）	59,435,490	141,600
3	多啦 A 梦联名水润次抛精华原液（45ml 30 支*3 盒）	18,784,145	15,567
4	377 小灯管 VC 次抛精华原液（45ml 30 支）	71,677,729	144,506
5	奶皮面膜（5 片）	32,701,158	200,757
	整体规模	404,349,974	1,338,834
占比	1-6 月销售额占比		
1	CR1	19.6%	
前 3	CR3	38.9%	
前 5	CR5	64.7%	

资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部 *注：因单品链接在 1-6 月间可能存在更改，故销售量的数据仅供参考。

夸迪：2021H1，战略性调整价格和单品包装等，价跌、量升、销售额高速增长。

夸迪：根据魔镜市场情报的数据，2021H1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 3.89 亿元，同比+677.1%；销售量约 105.8 万件，同比+433.6%；均价约 367.5 元，同比+45.6%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 1.92 亿元，同比+351.1%；销售量约 63.8 万件，同比+268.9%；均价约 301.2 元，同比+22.3%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 1.97 亿元，同比+2546.6%；销售量约 42.0 万件，同比+1558.9%；均价约 468.3 元，同比+59.5%。

米蓓尔：根据魔镜市场情报的数据，2021H1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 1.89 亿元，同比+109.6%；销售量约 145.5 万件，同比+86.3%；均价约 129.7 元，同比+12.6%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 1.24 亿元，同比+116.5%；销售量约 95.5 万件，同比+80.0%；均价约 129.8 元，同比+20.3%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 0.65 亿元，同比+97.6%；销售量约 50.0 万件，同比+99.4%；均价约 129.5 元，同比-0.9%。

肌活：根据魔镜市场情报的数据，2021H1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 1.39 亿元，同比+126.0%；销售量约 90.5 万件，同比+172.9%；均价约 153.9 元，同比-17.2%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 0.80 亿元，同比+132.8%；销售量约 53.1 万件，同比+187.7%；均价约 151.2 元，同比-19.1%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 0.59 亿元，同比+117.4%；销售量约 37.4 万件，同比+154.3%；均价约 157.8 元，同比-14.5%。

上海家化：淘系佰草集增速转正、玉泽高基数下保持理性促销

佰草集：根据魔镜市场情报的数据，2021H1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 1.59 亿元，同比+9.4%；销售量约 98.4 万件，同比+9.3%；均价约 161.7 元，同比

+0.1%。其中，**2021Q2 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 1.04 亿元，同比+43.0%，这是 2020Q2 淘系出现负增长以来首次单季度增速转正**；销售量约 64.5 万件，同比+31.1%；均价约 160.5 元，同比+9.1%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 0.56 亿元，同比-23.9%；销售量约 33.9 万件，同比-16.9%；均价约 164.0 元，同比-8.3%。

佰草集天猫旗舰店：2021 年 H1 销售额前 5 的单品分别为新七白冻干粉透亮精华液、新七白冻干面膜、新玉润护肤品套装、白茶玲珑水乳套装、新七白大白泥美白面膜，CR1/3/5 分别为 13.5%/34.9%/42.4%。

表 3：佰草集天猫旗舰店 2021H1 单品销售情况

销售额排名		1-6 月销售额（元）	1-6 月销售量*（件）
1	新七白冻干粉透亮精华液（5ml）	16,137,341	113,606
2	新七白冻干面膜（6 片）	14,156,647	63,079
3	新玉润护肤品套装（水 150ml+露 75ml）	11,498,940	26,534
4	白茶玲珑水乳套装（水 150ml+乳 100ml）	4,660,919	11,852
5	新七白大白泥美白面膜（500ml）	4,288,318	16,429
	整体规模	119,710,860	530,394
占比		1-6 月销售额占比	
1	CR1	13.5%	
前 3	CR3	34.9%	
前 5	CR5	42.4%	

资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部 *注：因单品链接在 1-6 月间可能存在更改，故销售量的数据仅供参考。

玉泽：根据魔镜市场情报的数据，2021H1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 5.53 亿元，同比-1.6%；销售量约 341.4 万件，同比+48.0%；均价约 162.0 元，同比-33.5%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 3.27 亿元，同比+4.4%；销售量约 231.3 万件，同比+75.7%；均价约 141.6 元，同比-40.6%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 2.26 亿元，同比-9.3%；销售量约 110.2 万件，同比+11.1%；均价约 204.9 元，同比-18.4%。

珀莱雅：量价齐升，淘系销售额+69%、均价+23%

珀莱雅：根据魔镜市场情报的数据，2021H1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 11.18 亿元，同比+68.9%；销售量约 806.0 万件，同比+37.2%；均价约 138.7 元，同比+23.2%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 6.32 亿元，同比+53.7%；销售量约 442.4 万件，同比+21.1%；均价约 142.9 元，同比+26.9%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 4.86 亿元，同比+93.9%；销售量约 363.7 万件，同比+63.5%；均价约 133.7 元，同比+18.6%。

珀莱雅天猫旗舰店：2021 年 H1 销售额前 5 的单品分别为解渴面膜、双抗精华液、美白光子面膜、轻享阳光羽感养护精华防晒液、日不落粉底液，CR1/3/5 分别为 8.3%/23.6%/35.9%。

表 4：珀莱雅天猫旗舰店 2021H1 单品销售情况

销售额排名	产品名称	1-6 月销售额（元）	1-6 月销售量*（件）
1	解渴面膜（75mL 1 支）	67,179,321	622,439
2	双抗精华液（30mL 1 支）	61,575,262	237,528
3	美白光子面膜（5 片）	61,314,760	535,773
4	轻享阳光羽感养护精华防晒液（50g/mL 1 支）	50,796,239	352,486
5	日不落粉底液（1 支）	47,692,550	596,903
	整体规模	804,596,850	5,403,486
占比	1-6 月销售额占比		
1	CR1	8.3%	
前 3	CR3	23.6%	
前 5	CR5	35.9%	

资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部 *注：因单品链接在 1-6 月间可能存在更改，故销售量的数据仅供参考。

珀莱雅：根据魔镜市场情报的数据，2021H1 淘系（淘宝+天猫）彩妆类产品销售额约 1.18 亿元，同比+13.1%；销售量约 125.9 万件，同比+10.8%；均价约 93.4 元，同比+2.1%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）彩妆类产品销售额约 0.53 亿元，同比-12.1%；销售量约 55.4 万件，同比-15.8%；均价约 96.2 元，同比+4.5%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）彩妆类产品销售额约 0.64 亿元，同比+48.3%；销售量约 70.56 万件，同比+47.3%；均价约 91.2 元，同比+0.7%。

彩棠：根据魔镜市场情报的数据，2021H1 淘系（淘宝+天猫）彩妆类产品销售额约 1.51 亿元，同比+591.1%；销售量约 83.0 万件，同比+525.4%；均价约 181.8 元，同比+10.5%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）彩妆类产品销售额约 0.70 亿元，同比+293.3%；销售量约 41.3 万件，同比+282.1%；均价约 169.9 元，同比+2.9%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）彩妆类产品销售额约 0.81 亿元，同比+1923.9%；销售量约 41.7 万件，同比+1596.8%；均价约 193.6 元，同比+19.3%。

丸美股份：线上全网销售额+15%，受线上经销影响淘系负增长

丸美：根据魔镜市场情报的数据，2021H1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 **3.27 亿元，同比-22.1%**；销售量约 160.9 万件，同比-36.9%；均价约 203.4 元，同比+23.5%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 1.67 亿元，同比-33.3%；销售量约 80.7 万件，同比-42.8%；均价约 207.5 元，同比+16.7%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 1.60 亿元，同比-5.5%；销售量约 80.2 万件，同比-29.6%；均价约 199.2 元，同比+34.2%。

丸美天猫旗舰店：2021 年 H1 销售额前 5 的单品分别为多重胜肽紧致淡纹眼膜、多重胜肽紧致淡纹眼霜、小棕瓶润透修护精华露、多重胜肽紧致淡纹精华乳、凝时宠爱礼盒，CR1/3/5 分别为 24.9%/55.1%/63.0%。

表 5：丸美天猫旗舰店 2021H1 单品销售情况

销售额排名	产品名称	1-6 月销售额（元）	1-6 月销售量*（件）
1	蝴蝶绷带眼膜/多重胜肽紧致淡纹眼膜（7 片）	43,108,740	142,601
2	小红笔/多重胜肽紧致淡纹眼霜（30g 1 支）	41,691,760	107,823

销售额排名	产品名称	1-6 月销售额（元）	1-6 月销售量*（件）
3	小棕瓶/小棕瓶润透修护精华露（20g 1 支）	10,587,703	98,823
4	小红蝎/多重胜肽紧致淡纹精华乳（30g/mL 1 支）	8,155,746	16,254
5	凝时宠爱礼盒（46g 1 套）	5,505,233	14,076
	整体规模	173,229,874	692,547
占比	1-6 月销售额占比		
1	CR1	24.9%	
前 3	CR3	55.1%	
前 5	CR5	63.0%	

资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部 *注：因单品链接在 1-6 月间可能存在更改，故销售量的数据仅供参考。

逸仙电商：竞争激烈，增速放缓

完美日记-彩妆：根据魔镜市场情报的数据，2021H1 淘系（淘宝+天猫）彩妆类产品销售额约 14.68 亿元，同比+17.2%；销售量约 1952.9 万件，同比+9.0%；均价约 75.2 元，同比+7.5%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）彩妆类产品销售额约 7.06 亿元，同比+18.8%；销售量约 960.9 万件，同比+14.0%；均价约 73.4 元，同比+4.2%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）彩妆类产品销售额约 7.62 亿元，同比+15.7%；销售量约 992.0 万件，同比+4.5%；均价约 76.8 元，同比+10.6%。

完美日记-护肤：根据魔镜市场情报的数据，2021H1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 0.99 亿元，同比-35.0%；销售量约 169.2 万件，同比-27.8%；均价约 58.5 元，同比-9.9%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 0.55 亿元，同比-17.5%；销售量约 93.0 万件，同比-10.3%；均价约 58.9 元，同比-8.1%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 0.44 亿元，同比-48.5%；销售量约 76.2 万件，同比-41.8%；均价约 58.0 元，同比-11.6%。

完子心选：根据魔镜市场情报的数据，2021H1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 1.22 亿元，同比+1147.2%；销售量约 117.2 万件，同比+1649.2%；均价约 103.9 元，同比-28.7%。其中，2021Q2 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 0.50 亿元，同比+408.0%；销售量约 53.4 万件，同比+697.1%；均价约 92.9 元，同比-36.3%。2021Q1 淘系（淘宝+天猫）护肤类产品销售额约 0.72 亿元，销售量约 63.8 万件，均价约 113.1 元。

表 6：2021H1 护肤类各品牌半年度表现

	公司	贝泰妮		华熙生物			上海家化			珀莱雅	丸美股份	
	品牌	薇诺娜	润百颜	夸迪	米蓓尔	肌活	合计	佰草集	玉泽	合计	珀莱雅	丸美股份
2021 H1	销售额（亿元）	10.42	5.29	3.89	1.89	1.39	12.46	1.59	5.53	7.12	11.18	3.27
	同比（%）	36.0%	250.1%	677.1%	109.6%	126.0%	253.1%	9.4%	-1.6%	0.6%	68.9%	-22.1%
	销量（万件）	673.5	350.3	105.8	145.5	90.5	692.1	98.4	341.4	439.9	806.0	160.9
	同比（%）	10.6%	506.0%	433.6%	86.3%	172.9%	266.4%	9.3%	48.0%	37.1%	37.2%	-36.9%
	均价（元）	154.6	151.0	367.5	129.7	153.9	180.0	161.7	162.0	161.9	138.7	203.4
	同比（%）	23.0%	-42.2%	45.6%	12.6%	-17.2%	-3.6%	0.1%	-33.5%	-26.6%	23.2%	23.5%

资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部

表 7：2021Q1-2021Q2 护肤类各品牌季度表现

	公司	贝泰妮		华熙生物			上海家化			珀莱雅	丸美股份	
	品牌	薇诺娜	润百颜	夸迪	米蓓尔	肌活	合计	佰草集	玉泽	合计	珀莱雅	丸美股份
2021 Q1	销售额（亿元）	3.56	2.18	1.97	0.65	0.59	5.38	0.56	2.26	2.81	4.86	1.60
	同比（%）	39.3%	388.0%	2546.6%	97.6%	117.4%	380.7%	-23.9%	-9.3%	-12.6%	93.9%	-5.5%
	销量（万件）	247.5	162.2	42.0	50.0	37.4	291.6	33.9	110.2	144.1	363.7	80.2
	同比（%）	9.6%	763.3%	1558.9%	99.4%	154.3%	377.3%	-16.9%	11.1%	2.9%	63.5%	-29.6%
	均价（元）	143.8	134.5	468.3	129.5	157.8	184.7	164.0	204.9	195.2	133.7	199.2
	同比（%）	27.2%	-43.5%	59.5%	-0.9%	-14.5%	0.7%	-8.3%	-18.4%	-15.1%	18.6%	34.2%
2021 Q2	销售额（亿元）	6.86	3.11	1.92	1.24	0.80	7.07	1.04	3.27	4.31	6.32	1.67
	同比（%）	34.4%	192.2%	351.1%	116.5%	132.8%	193.8%	43.0%	4.4%	11.7%	53.7%	-33.3%
	销量（万件）	426.1	188.1	63.8	95.5	53.1	400.5	64.5	231.3	295.8	442.4	80.7
	同比（%）	11.2%	382.1%	268.9%	80.0%	187.7%	213.3%	31.1%	75.7%	63.6%	21.1%	-42.8%
	均价（元）	161.0	165.3	301.2	129.8	151.2	176.6	160.5	141.6	145.7	142.9	207.5
	同比（%）	20.9%	-39.4%	22.3%	20.3%	-19.1%	-6.2%	9.1%	-40.6%	-31.7%	26.9%	16.7%

资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部

表 8：2021H1 彩妆类各品牌半年度表现

公司		逸仙电商				珀莱雅		
		完美日记	小奥汀	PINK BEAR	合计	珀莱雅	彩棠	合计
2021H1	销售额（亿元）	14.68	2.81	0.64	18.13	1.18	1.51	2.69
	同比（%）	17.2%	9.9%	-	20.2%	13.1%	591.1%	113.5%
	销量（万件）	1952.9	348.2	130.0	2431.1	125.9	83.0	208.9
	同比（%）	9.0%	-0.6%	-	13.5%	10.8%	525.4%	64.6%
	均价（元）	75.2	80.7	49.5	74.6	93.4	181.8	128.5
	同比（%）	7.5%	10.5%	-	5.9%	2.1%	10.5%	29.7%

资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部

表 9：2021Q1-2021Q2 彩妆类各品牌季度表现

公司		逸仙电商				珀莱雅		
		完美日记	小奥汀	PINK BEAR	合计	珀莱雅	彩棠	合计
2021Q1	销售额（亿元）	7.62	1.64	0.06	9.32	0.64	0.81	1.45
	同比（%）	15.7%	101.2%	-	25.9%	48.3%	1923.9%	206.2%
	销量（万件）	992.0	193.6	10.1	1195.8	70.6	41.7	112.2
	同比（%）	4.5%	68.2%	-	12.4%	47.3%	1596.8%	122.9%
	均价（元）	76.8	84.5	59.2	77.9	91.2	193.6	129.2
	同比（%）	10.6%	19.6%	-	12.0%	0.7%	19.3%	37.4%
2021Q2	销售额（亿元）	7.06	1.17	0.58	8.81	0.53	0.70	1.23
	同比（%）	18.8%	-32.8%	-	14.7%	-12.1%	293.3%	57.5%
	销量（万件）	960.9	154.6	119.9	1235.4	55.4	41.3	96.7
	同比（%）	14.0%	-34.3%	-	14.6%	-15.8%	282.1%	26.2%
	均价（元）	73.4	75.8	48.7	71.3	96.2	169.9	127.7
	同比（%）	4.2%	2.3%	-	0.1%	4.5%	2.9%	24.8%

资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部

■ 618：美妆个护全网销售 512 亿元，位列品类第 4

全网全品类：2021 年 618 全网交易总额 5785 亿元，同比+26.5%

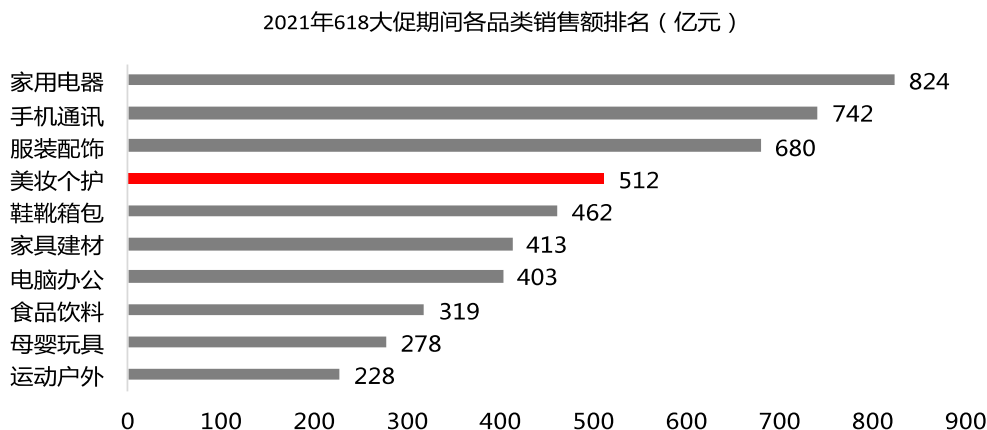
2021 年 618 大促期间（2021 年 6 月 1 日 0 时- 6 月 18 日 24 时），星图数据全网销售监测数据显示，全网交易总额为 5784.8 亿元，同比+26.5%。全网各平台从销售额排名上看，天猫位列榜首，京东和拼多多分别位列第 2 位和第 3 位。

天猫 2021 年 6 月 1 日首 1 小时 88VIP 用户消费额同比+221%，品牌会员大爆发，25 个品牌 1 天的会员成交额破 1 亿元。截至 6 月 16 日，天猫的品牌在 618 新增近 6000 万会员，部分品牌超过 50%的成交来自会员。京东公布了其在 2021 年 618 期间（2021 年 6 月 1 日-18 日）累计下单金额超 3438 亿元，其中 236 个品牌销售过亿，相比 2020 年 618 累计下单金额 2692 亿元同比+27.7%。抖音电商发布的抖音 618 好物节快报显示，618 活动期间（2021 年 5 月 25 日- 6 月 20 日）抖音直播总时长达到 2852 万个小时，其中商家直播总时长为 1647 万个小时，累计看播人次达 372 亿，单场成交额破千万（含破亿）的直播间达 153 个。

618 大促，美妆个护全网销售 512 亿元，位列品类第 4

星图数据显示，618 大促期间（2021 年 6 月 1 日-18 日），美妆个护品类的销售额为 512 亿元，在各品类销售额 Top10 榜单中居第 4 位，前 3 分别为家用电器、手机通讯和服装配饰，销售额分别为 824/742/680 亿元。美妆个护品类的同比增速在 Top5 榜单中同样居第 4 位，Top5 分别为运动户外、居家日用、酒类、美妆个护和食品饮料。

图 3：2021 年 618 大促期间各品类销售额排名（亿元）



资料来源：星图数据，中信证券研究部

■ 618 美妆：护肤任重道远，彩妆竞争激烈

天猫美容护肤品类前十：欧莱雅第一，薇诺娜、珀莱雅进入前十

根据魔镜市场情报 2021 年 618 天猫全品牌榜单，618 活动期间（2021 年 5 月 25 日 - 6 月 20 日）美容护肤/美体/精油类目销售额 Top10 品牌榜单如表 10 所示。从销售额看，欧莱雅、雅诗兰黛和兰蔻依旧包揽 Top3，其中欧莱雅稳居榜首，销售额超过 11 亿元，雅诗兰黛和兰蔻分别位列第 2 位和第 3 位。Top10 榜单相较去年较为稳定，其中 7 个品牌连续两年在 Top10 榜单中（珀莱雅、海蓝之谜和修丽可新入榜）。国产护肤品牌薇诺娜和珀莱雅分别位列第 6 位和第 8 位，销售额约为 3.5/3.1 亿元。从销售额增速上看，Top10 榜单中有 7 个品牌实现了超过 90% 的增速。修丽可销售额同比增速最快，同比+312%，增长的主要驱动力是销售量的大幅上升，同比+302%，均价则相对稳定，同比+2%。国产护肤品牌薇诺娜和珀莱雅销售额分别同比+91%/+214%，销售量和均价的增长共同促进销售额的增长。

表 10：天猫 2021 年 618 美容护肤/美体/精油类目销售额 Top10 品牌榜单

No.	品牌名称	累计销售额（元）	销售额同比增速	累计销售（件）	销售量同比增速	均价（元）	均价同比增速
1	欧莱雅	1,182,454,084	97%	3,912,165	51%	302.25	31%
2	雅诗兰黛	800,049,173	123%	1,057,340	107%	756.66	8%
3	兰蔻	676,849,643	54%	1,373,783	89%	492.69	-19%
4	玉兰油	440,577,703	65%	1,484,437	48%	296.80	12%
5	SHISEIDO	387,990,922	98%	739,263	72%	524.83	15%
6	薇诺娜	349,686,491	91%	1,860,582	48%	187.94	29%
7	SKII	327,143,296	36%	261,619	21%	1,250.46	13%
8	珀莱雅	310,109,865	214%	1,837,033	126%	168.81	39%
9	海蓝之谜	290,076,190	170%	151,020	107%	1,920.78	31%
10	修丽可	284,381,455	312%	279,859	302%	1,016.16	2%

资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部

天猫彩妆香水品类前十：COLOR KEY 第一，完美日记、花西子紧随其后

根据魔镜市场情报 2021 年 618 天猫全品牌榜单，618 活动期间（2021 年 5 月 25 日 - 6 月 20 日）彩妆/香水/美妆工具类目销售额 Top10 品牌榜单如表 11 所示。从销售额上看，国产品牌包揽 Top3，其中 COLOR KEY 跃居榜首，销售额约 2.7 亿元，完美日记与花西子继续保持前 3，销售额分别为 2.33/2.25 亿元。第 4-10 位均为国际品牌。从销售额增速上看，Top10 品牌榜单中绝大多数品牌都维持双位数的增长，这使得 9 个品牌依然位居 Top10（仅小奥汀出榜，兰蔻入榜），但由于增速各异，具体排名有所调整。其中，COLOR KEY 销售额同比增速最快，同比+255%，从去年的第 6 位窜升至今年的第 1 位，增长的主要驱动力是销售量的大幅上升，同比+224%，均价则相对稳定，同比+9%。Top10 中的其余 2 个国产品牌完美日记和花西子销售额分别同比+20%/+7%。

表 11：天猫 2021 年 618 彩妆/香水/美妆工具类目销售额 Top10 品牌榜单

No.	品牌名称	累计销售额（元）	销售额同比增速	累计销售（件）	销售量同比增速	均价（元）	均价同比增速
1	COLOR KEY	270,087,184	255%	3,968,204	224%	68.06	9%
2	完美日记	233,103,472	20%	3,450,406	23%	67.56	-3%

No.	品牌名称	累计销售额（元）	销售额同比增速	累计销售（件）	销售量同比增速	均价（元）	均价同比增速
3	花西子	225,723,372	7%	1,565,871	-2%	144.15	10%
4	3CE	216,023,934	55%	1,419,938	42%	152.14	10%
5	YSL	140,060,685	85%	331,359	4%	422.69	77%
6	雅诗兰黛	123,014,540	55%	290,450	49%	423.53	4%
7	阿玛尼	116,331,366	81%	272,873	69%	426.32	7%
8	MAC	100,714,814	19%	421,215	-2%	239.11	21%
9	兰蔻	92,811,919	61%	232,073	67%	399.93	-4%
10	美宝莲	79,265,601	26%	665,350	20%	119.13	5%

资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部

重点上市公司：表现分化，但整体促销均较为收敛，单价上升

➤ 贝泰妮

薇诺娜：在天猫平台，根据魔镜市场情报统计，2021 年 618 活动期间（2021 年 5 月 25 日- 6 月 20 日），功能性护肤品品牌薇诺娜销售额近 3.5 亿元，同比+88%，销售量突破 186 万件，同比+45%，均价近 188 元，同比+30%。根据公司战报，5 月 24 日预售当日，薇诺娜携手主播李佳琦卖爆 10 万套清透防晒乳；6 月 1 日薇诺娜天猫旗舰店开售 37 分钟超 2020 年同期全天销售，并荣登天猫美妆护肤类目 Top10，蝉联天猫美妆国货第一。

在京东平台，根据公司战报显示，6 月 1 日薇诺娜京东自营旗舰店前 1 小时营业额超去年全天营业额，荣登京东美妆品牌热销 Top6，蝉联京东美妆国货第一。

在抖音平台，明星、达人、成分党和皮肤科专家 KOL 全面加持，沉淀于话题#薇诺娜 618，浏览量超过 1.7 亿。根据飞瓜数据 618 抖音带货主播榜，2021 年 618 活动期间（2021 年 6 月 1 日-19 日），薇诺娜在抖音平台品牌自播 21 场次，销售额为 1069.4 万元，销量为 6.1 万件。

图 4：薇诺娜 2021 年 618 战报



资料来源：薇诺娜公司战报

➤ 华熙生物

润百颜：在全网，根据公司战报，核心品牌润百颜在 2021 年 618 活动期间（2021 年 6 月 1 日-20 日），全平台销售额约 2.3 亿元，同比+ 232%。

在天猫平台，根据公司战报，2021 年 618 活动期间（2021 年 6 月 1 日-20 日），天猫旗舰店销售额约 1 亿元，同比+197%，连续 3 年增长翻倍，登顶天猫 618 全时段新锐国货护肤品牌 No.1，并首次荣登国货护肤类目 Top5。根据魔镜市场情报的数据显示（2021 年 5 月 25 日-6 月 20 日），天猫旗舰店的润百颜销售额以美容护肤/美体/精油品类为主（占比 99.8%），这部分约 1.13 亿元，同比+198%，销售量约 30 万件，同比+170.34%，均价约 380 元，同比+10%。三大 2000 万级单品为屏障调理次抛、水润次抛和 377 次抛。

在京东平台，根据公司战报，2021 年 618 活动期间（2021 年 6 月 1 日-20 日），销售额增至去年 2.28 倍，登顶京东国货精华类目 No.1。全域热卖的产品有，次抛大师系列，爆销 1919 万支；星品爆款面膜，售罄 318 万片；年度新品屏障调理系列，爆卖 3100 万。

在抖音平台，根据飞瓜数据 618 抖音带货主播榜，2021 年 618 大促期间（2021 年 6 月 1 日-19 日），润百颜在抖音平台品牌自播销售额约 163 万元，销售量为 8257 件。

图 5：润百颜 2021 年 618 战报





资料来源：润百颜公司战报

夸迪：在全网，根据公司战报， 高端品牌夸迪在 2021 年 618 活动期间，全平台销售额突破 1.9 亿元。

在天猫平台，从魔镜市场情报的数据看，2021 年 618 活动期间（2021 年 5 月 25 日-6 月 20 日），天猫旗舰店销售额约 1.13 亿元，同比+270%，销售量约 23 万，同比+196%，均价 489 元，同比+25%，量价齐升。

在腾讯平台，根据公司战报，在 2021 年 618 活动期间，夸迪在夸迪腾讯专属直播间带货贡献 5500 万+。热门星品包括极光匀净亮肤次抛原液，售空 600 万支；5D 轻透水光隔离乳，25 分钟秒空 5 万支；5D 玻尿酸水活修护喷雾，爆卖 6 万瓶；新品超 C 双抗精华，售罄 10 万瓶。

图 6：夸迪 2021 年 618 战报



资料来源：夸迪公司战报

米蓓尔：在天猫平台，根据根据公司战报，功能型护肤品牌米蓓尔在 2021 年

618 大促期间（2021 年 6 月 1 日-20 日），天猫旗舰店销售额突破 3228 万元，同比+234%，霸场销量王为销冠小粉水，爆卖 16.8 万瓶，同比+373%。大白水销售 1.5 万瓶，同比+316%。蓝绷带爆卖 5 万瓶。

图 7：米蓓尔 2021 年 618 战报



资料来源：米蓓尔公司战报

肌活：在天猫平台，根据公司战报，美容品牌肌活旗舰店在 2021 年 618 活动期间总销售额突破 2300 万元，全程同比+457%。从魔镜市场情报的数据看，2021 年 618 活动期间（2021 年 5 月 25 日-6 月 20 日），天猫旗舰店销售额约 2025 万元，同比+150% 在全网，根据公司战报，赋活焕能肌底精华水全网销售超 12 万瓶，同比+1121%。

图 8：肌活 2021 年 618 战报



资料来源：肌活公司战报

➤ 上海家化

根据上海家化 618 上海家化：战报显示，2021 年 618 活动期间（天猫平台 2021 年 6 月 1 日-20 日，其他平台 2021 年 5 月 24 日- 6 月 20 日），公司线上整体

增速近 50%，美妆护肤品类增速近 80%，母婴用品品类增速超 60%；品牌自播贡献店内 GMV15%，增速超 220%。

图 9：上海家化 2021 年 618 战报



资料来源：上海家化公司战报

佰草集：在天猫平台，根据魔镜市场情报统计，2021 年 618 活动期间（2021 年 6 月 1 日-20 日），佰草集在天猫平台逆势获得 2 位数增长。从会员运营数据上看，佰草集官方旗舰店在阿里统计的会员复购榜单中位列第 3 名。

从产品全网销售上看，2021 年 618 活动期间（天猫平台 2021 年 6 月 1 日-20 日，其他平台 2021 年 5 月 24 日- 6 月 20 日），佰草集新七白美白套装共售出 1.2 万套，新品佰草集新七白美白透润精华液共售出 2.3 万支。

玉泽：在天猫平台，根据魔镜市场情报统计，2021 年 618 活动期间（2021 年 5 月 25 日- 6 月 20 日），玉泽销售额突破 2.59 亿元，同比+133%，销售量超过 123 万件，同比+217%，均价近 210 元，同比-26%。根据上海家化 618 战报显示，2021 年 618 活动期间（2021 年 6 月 1 日-20 日），玉泽首次进入 618 天猫美妆类目前 20。从会员运营数据上看，玉泽在阿里统计的会员首购榜单中位列第 6 名，会员复购榜单中位列第 4 名。

从产品全网销售上看，2021 年 618 活动期间（天猫平台 2021 年 6 月 1 日-20 日，其他平台 2021 年 5 月 24 日- 6 月 20 日），玉泽积雪草修护干面膜共售出 6.4 万盒，玉泽皮肤屏障修护保湿霜共售出 38 万罐，玉泽皮肤屏障修护水乳霜套装共售出 8.8 万套，新品玉泽蓝铜胜肽精华液共售出 2.6 万支。

图 10：佰草集和玉泽品牌 2021 年 618 战报



资料来源：上海家化公司战报

➤ 珀莱雅

珀莱雅：在天猫平台，据魔镜市场情报珀莱雅：魔镜数据显示，2021 年 618 活动期间（2021 年 5 月 25 日-6 月 20 日），核心美妆品牌珀莱雅天猫旗舰店销售额约 3.24 亿元，同比+169%，其中美容护肤/美体/精油品类销售额 3.10 亿元，同比+214%，销售量约 184 万，同比+126%，均价 169 元，同比+39%；彩妆/香水/美妆工具品类销售额约 1422 万元，同比-35%，销售量约 14 万，同比-44%，均价 99 元，同比+15%。

在抖音平台，根据聚美丽联合果集推出的抖音美妆类目 Top30 品牌，珀莱雅位列第 6 位，2021 年 618 活动期间（2021 年 5 月 25 日-6 月 18 日）在抖音平台累计销售额为 6341 万元。根据飞瓜数据 618 抖音带货主播榜，2021 年 618 大促期间（2021 年 6 月 1 日-19 日），珀莱雅在抖音平台品牌自播销售额约 2327 万元，销售量约 10 万件。

彩棠：在天猫平台，据魔镜市场情报统计，2021 年 618 活动期间（2021 年 5 月 25 日-6 月 20 日），国风彩妆品牌彩棠天猫旗舰店销售额约 2478 万元，同比+232%，销售量约 16 万，同比+288%，均价 154 元，同比-14%。

在抖音平台，根据飞瓜数据 618 抖音带货主播榜，2021 年 618 大促期间（2021 年 6 月 1 日-19 日），彩棠在抖音平台品牌自播销售额约 32 万元，销售量为 2762 件。

➤ 丸美股份

丸美/Marubi: 在天猫平台, 根据魔镜市场情报统计, 2021 年 618 活动期间 (2021 年 5 月 25 日- 6 月 20 日), 丸美销售额达到 7462 万元, 同比+1%, 销售量超过 27.8 万件, 同比-20%, 均价达到 268 元, 同比+27%。

在抖音平台, 根据聚美丽联合果集推出的抖音美妆类目 Top30 品牌, 丸美位列第 23 位, 2021 年 618 活动期间 (2021 年 5 月 25 日-6 月 18 日) 在抖音平台累计销售额为 1965 万元。

➤ 逸仙电商

完美日记: 在全网, 公司战报显示, 数据截至 6 月 21 日 0 时, 完美日记位列天猫国货彩妆排行 Top2, 京东自营国货彩妆 Top1, 唯品会彩妆 Top1。从产品上看, 小细跟口红热卖超 30 万件, 登顶 2021 年累计天猫口红类目 Top1; 名片唇釉热卖超 40 万件; 动物眼影热卖超 30 万盘;

在天猫平台, 从魔镜市场情报的数据来看 (2021 年 5 月 25 日-6 月 20 日), 时尚美妆品牌完美日记的天猫旗舰店总销售额为 2.33 亿元, 同比+8%。彩妆/香水/美妆工具品类销售额同比+20%, 销售量约 345 万, 同比+23%, 均价约 68 元, 同比-3%。

在抖音平台, 根据聚美丽联合果集推出的抖音美妆类目 Top30 品牌, 完美日记位列第 26 位, 2021 年 618 活动期间 (2021 年 5 月 25 日-6 月 18 日) 在抖音平台累计销售额为 1930 万元。根据飞瓜数据 618 抖音带货主播榜, 2021 年 618 大促期间 (2021 年 6 月 1 日-19 日), 完美日记抖音平台的品牌自播销售额约 826 万元, 销售量约 11 万件。

小奥汀: 在全网, 公司战报显示, 数据截至 6 月 21 日 0 时, 从产品上看, 不 NG 眼线液笔登顶天猫眼线类目 Top1, 销售额破 1000 万, 同时登顶京东自营眼线类目 Top1, 唯品会眼线液笔类目 Top1。绚彩睫毛膏登顶京东自营睫毛膏类目 Top1。小奥汀 DELETE 遮瑕液, 登顶唯品会遮瑕品类 Top1。

在天猫平台, 魔镜市场情报显示 (2021 年 5 月 25 日-6 月 20 日), 潮玩彩妆品牌小奥汀 (Little Ondine) 位列天猫国货彩妆 Top6, 彩妆/香水/美妆工具品类销售额约 4060 万元, 同比-42%, 销售量约 58 万, 同比-40%, 均价 70 元, 同比-4%。

在抖音平台, 根据飞瓜数据 618 抖音带货主播榜, 2021 年 618 大促期间 (2021 年 6 月 1 日-6 月 18 日), 小奥汀在抖音平台品牌自播销售额约 118 万元, 销售量约 1.5 万件。

完子心选: 公司战报显示, 护肤品牌完子心选, 预售开启前 1 小时销售额破 200 万。神经酰胺修护面膜销售额破 100 万。

图 11: 逸仙电商 2021 年 618 战报



资料来源：逸仙电商公司战报

■ 新趋势：淘外放量，加强会员管理，注重私域运营

1、淘外，尤其是抖音放量

天猫 618 美妆品类销售额 Top10 品牌的抖音销售额逐步放量，珀莱雅、完美日记、丸美进入抖音美妆类目 Top30 品牌榜单

全网各大平台：根据星图数据统计，全网各平台从总销售额、美容护肤销售额和美妆香水销售额排名上看，均是天猫位列榜首，京东和拼多多分别位列第 2 位和第 3 位。其中，京东公布了其在 2021 年 618 期间（2021 年 6 月 1 日-18 日）累计下单金额超 3438 亿元，其中 236 个品牌销售过亿，相比 2020 年 618 累计下单金额 2692 亿元同比 +27.7%。

抖音：根据星图数据统计，2021 年 618 预售及狂欢期间，直播带货总额高达 645 亿元。抖音电商发布的抖音 618 好物节快报显示，抖音借助直播在 618 活动期间（2021 年 5 月 25 日- 6 月 20 日）放量，兴趣电商成为 618 新选择，参与商家是去年同期的 2.9 倍，直播总时长达到 2852 万个小时，其中商家直播总时长为 1647 万个小时，累计看播人次达 372 亿，单场成交额破千万（含破亿）的直播间达 153 个，直播间总点赞数 769 亿次，总评论数 40 亿次。

图 12：抖音 618 好物节数据报告



资料来源：抖音公司战报

根据魔镜情报数据统计的天猫平台 618 活动期间（2021 年 5 月 25 日-6 月 20 日）美妆品类（彩妆/香水/美妆工具+美容护肤/美体/精油）累计销售额 Top10 和聚美丽联合果集推出的抖音美妆类目 Top30 品牌（2021 年 5 月 25 日-6 月 18 日）累计销售额，天猫平台美妆品类累计销售额 Top10 中有 8 个品牌也在抖音美妆类目 Top30 品牌榜中，这些品牌的抖音累计销售额占天猫累计销售额比重在 4%-20%，平均为 9%。

表 12：天猫平台 618 美妆品类累计销售额 Top10 在抖音的累计销售额

No.	品牌名称	天猫累计销售额（元）	抖音累计销售额（元）	抖音累计销售额/天猫累计销售额
1	L'OREAL/欧莱雅	1,233,052,140	47,346,589	4%
2	Estee Lauder/雅诗兰黛	923,063,713	91,760,086	10%
3	LANCOME/兰蔻	769,661,562	95,157,706	12%
4	Olay/玉兰油	440,577,703	28,290,893	6%
5	SHISEIDO	397,464,020	17,075,796	4%
6	Winona/薇诺娜	349,686,491	-	-
7	SKII	327,143,296	41,572,541	13%
8	PROYA/珀莱雅	324,325,379	63,408,307	20%
9	LAMER/海蓝之谜	290,076,190	22,844,409	8%
10	SKINCEUTICALS/修丽可	284,381,455	-	-
平均值		588,170,500	50,932,041	9%

资料来源：魔镜市场情报、聚美丽、果集数据、中信证券研究部，注：（1）“-”表示暂时无法获得的非零数据（2）平均值均不包括数据缺失的薇诺娜和修丽可

国产品牌也逐渐将抖音作为 618 的重要平台，珀莱雅、丸美和完美日记进入了抖音美妆类目 Top30 品牌榜中，抖音累计销售额分别为 6341/1965/1930 万元，占天猫累计销售额比重分别为 20%/26%/8%。品牌可以选择和个人主播合作或者品牌自播，结合飞瓜数据统计的 618 抖音品牌自播 Top50 榜榜单，珀莱雅和完美日记抖音自播销售额占比分别达到 37%/43%，对个人主播依赖程度较低。丸美未登上 618 抖音品牌自播榜 Top50 榜单，对个人主播依赖程度较高。

表 13：国产美妆护肤品牌 2021 年 618 抖音销售额情况

抖音 618 美妆品类排名	品牌名称	天猫累计销售额（万元）	抖音累计销售额（万元）	抖音累计销售额/天猫累计销售额	抖音自播金额（万元）	抖音自播占比
6	珀莱雅	32,433	6,341	20%	2,327	37%
23	丸美	7,462	1,965	26%	-	-
26	完美日记	23,310	1,930	8%	826	43%

资料来源：魔镜市场情报、聚美丽、果集数据、中信证券研究部，注：（1）“-”表示暂时无法获得的非零数据

2、加强会员管理，注重私域营销

天猫 618 会员发力成果初现：天猫的会员体系目前由天猫 88 VIP 会员和商家品牌会员两大部分组成，近年发力私域的天猫在今年 618 成果初现：6 月 1 日首 1 小时 88VIP 用户消费额同比+221%，品牌会员大爆发，25 个品牌 1 天的会员成交额破 1 亿元；截至至 6 月 16 日，天猫的品牌在 618 新增近 6000 万会员，部分品牌超过 50%的成交来自会员。

2021 年天猫私域发展情况：天猫 2021 年的三大变化之一为“商家私域产品从用户触达工具向人群运营解决方案升级”。天猫未来的目标是服务 10 亿消费者，40 家品牌会员数超 1000 万，600 家品牌会员数超 100 万。以往商家通过钻展（主动展示）和直通车（被动展示）两个营销工具，往往会出现只见进店增多、不见成交增多的情况。天猫平台将通过订阅、客服导购、群聊、CRM 等将形成商家高效运营粉丝和会员的工具矩阵，从而帮助商家获得更多运营主动权和数智化能力，实现私域运营消费者从效率型到效果型的升级。

表 14：2021 淘宝天猫私域相关大事件

时间	事件
2021 年 4 月 26 日	阿里巴巴集团副总裁、天猫事业群副总裁吹雪在天猫的 Top Talk 上表示，天猫未来将服务 10 亿消费者，预计会有 40 家品牌会员数超 1000 万，600 家品牌会员数超 100 万。
2021 年 5 月 25 日	商家产品升级发布会上，淘宝商家事业部总经理齐俊生透露今年淘宝天猫三大变化，其中之一为“商家私域产品从用户触达工具向人群运营解决方案升级”。
2021 年 5 月 28 日	天猫消费者策略中心联合阿里数据以及淘宝商家平台事业部发布了首版《天猫会员运营榜单》。
2021 年 6 月 24 日	淘宝商家平台事业部发布《2021 年商家私域消费者运营榜单》

资料来源：阿里研究院，《天猫会员运营榜单》，阿里官方网站，中信证券研究部

2021 年 5 月 28 日，淘宝商家平台事业部发布的首版《天猫会员运营榜单》以“会员招募”“会员首购”“会员复购”“会员传播”为标准，选取 2021 年 5 月 1 日-20 日每个行业的前 20 名品牌上榜。在 618 伊始发布此榜单，我们认为天猫意在帮助品牌明确自身在行业中的会员运营水平，品牌们得以提前制定好相关策略来迎接预热之后的 6 月大促环节。在会员招募的 Top20 中，有 7 个国产品牌，薇诺娜、润百颜、珀莱雅、完美日记分别位列第 5/10/17/18 位；在会员首购的 Top20 中，有 14 个国产品牌，润百颜、玉泽、珀莱雅、完美日记分别位列第 3/6/16/18 位；在会员复购的 Top20 中，有 9 个国产品牌，润百颜、佰草集、玉泽、薇诺娜分别位列第 1/3/4/14 位；在会员传播的 Top20 中，有 5 个国产品牌，完美日记、薇诺娜、珀莱雅分别位列第 4/7/10 位；综合来看，国产品牌中天猫会员运营能力的第一梯队有珀莱雅、润百颜、薇诺娜和完美日记，第二梯队有玉泽和佰草集。

表 15：2021 年 5 月 1 日-20 日 天猫会员运营榜单（美妆）

排名	会员招募	会员首购	会员复购	会员传播
1	阿玛尼官方旗舰店	欧莱雅男士官方旗舰店	润百颜旗舰店	花西子旗舰店
2	雅诗兰黛官方旗舰店	旁氏官方旗舰店	林清轩官方旗舰店	欧莱雅官方旗舰店
3	ysl 圣罗兰美妆官方旗舰店	润百颜旗舰店	佰草集官方旗舰店	lancome 兰蔻官方旗舰店
4	3ce 官方旗舰店	花西子旗舰店	玉泽官方旗舰店	perfectdiary 旗舰店
5	薇诺娜官方旗舰店	美康粉黛旗舰店	一叶子旗舰店	阿玛尼美妆官方旗舰店
6	judydoll 橘朵官方旗舰店	玉泽官方旗舰店	cogi 高姿旗舰店	雅诗兰黛官方旗舰店
	geokincare 纽西之谜旗舰店	一叶子旗舰店	shiseido 资生堂官方旗舰店	薇诺娜官方旗舰店
8	花西子旗舰店	相宜本草官方旗舰店	guerlain 娇兰官方旗舰店	3ce 官方旗舰店
9	欧莱雅官方旗舰店	御泥坊旗舰店	理肤泉官方旗舰店	olay 官方旗舰店
10	润百颜旗舰店	稚优泉化妆品旗舰店	植村秀官方旗舰店	珀莱雅官方旗舰店
11	anessa 安热沙官方旗舰店	韩束官方旗舰店	花西子旗舰店	judydoll 橘朵官方旗舰店
12	cogi 高姿旗舰店	innisfree 官方旗舰店	透真官方旗舰店	shiseido 资生堂官方旗舰店
13	lancome 兰蔻官方旗舰店	wis 旗舰店	sisley 希思黎官方旗舰店	kiehls 科颜氏官方旗舰店
14	百雀羚旗舰店	clinique	薇诺娜官方旗舰店	ysl 圣罗兰美妆官方旗舰店

排名	会员招募	会员首购	会员复购	会员传播
15	植村秀官方旗舰店	skii 官方旗舰店	雅漾官方旗舰店	美宝莲旗舰店
16	sisley 希思黎官方旗舰店	珀莱雅官方旗舰店	biotherm 碧欧泉官方旗舰店	colorkey 旗舰店
17	珀莱雅官方旗舰店	谷雨化妆品旗舰店	lancome 兰蔻官方旗舰店	mac 魅可官方旗舰店
18	perfectdiary 旗舰店	perfectdiary 旗舰店	biotherm 碧欧泉官方旗舰店	clinique 倩碧官方旗舰店
19	屈臣氏官方旗舰店	雅诗兰黛官方旗舰店	clinique 倩碧官方旗舰店	cogi 高姿旗舰店
20	美宝莲旗舰店	膜法世家官方旗舰店	谷雨化妆品旗舰店	理肤泉官方旗舰店

资料来源：淘宝商家平台事业部，中信证券研究部，注：（1）数据统计期间为 2021 年 5 月 1 日-20 日（2）会员招募指店铺在数据统计期间招募的会员人员（3）会员首购指店铺在数据统计期间招募会员的购买比例（4）会员复购指店铺在数据统计期间有过多次购买的会员在的会员资产中的占比（5）会员传播指店铺在数据统计期间有过分享直播「直播」「短视频」「淘口令」的会员人数

图 13：618 前站 天猫大快消 天猫会员运营榜单



资料来源：淘宝商家平台事业部

2021 年 6 月 24 日，淘宝商家平台事业部发布《2021 年商家私域消费者运营榜单》。私域运营消费者由效率型向效果型的升级正在兑现。2021 年 6 月 1 日-20 日，商家自主引导 GMV 同比+50%；商家自主引导会员人群成交同比+50%，商家自主引导会员人群客单价较普通人群同比+170%，商家自主投入会员权益同比+200%。这得益于通过升级平台会员运营能力和机制实现对粉丝/会员/老客核心人群的精细化运营以及通过精准高效触达消费者持续加强的商家运营自主权。

图 14：2021 年商家私域消费者运营榜单



资料来源：淘宝商家平台事业部

重点公司 2021 年半年报业绩前瞻

华熙生物：根据公司业绩预告，预计 2021 年上半年营业收入同比+95%~+105%，预计归属净利润同比+30%~+40%，扣非归属净利润同比+28%~+35%；考虑到公司 2020Q2 原料业务、医美业务均为较低的基数，今年同期原料产能释放、医药级原料价格坚挺、化妆品级竞争加剧但销售量良好，同时化妆品保持高速增长，我们预计收入增速预计在 100%~105%之间，取值+102%；考虑到化妆品、医美的营销投入均有所加大，归属净利润和扣非归属净利润预计在预告区间的中枢，对应增速分别约为+35%/+32%。

爱美客：基于 2020 年上半年受疫情影响，基数偏低，Q2 以来嗨体保持高速增长、带动宝尼达及逸美一加一等量价齐升，结合 Q1 季报，我们预计 2021 年上半年营业收入同比+147%~+168%；综合考虑规模效应、为童颜针等推广、为新品储备做的投入增加以及理财收入等，预计净利率略有提升，推算归属净利润同比+167%~+190%。

贝泰妮：基于公司在淘系、抖音等电商平台的数据，以及 618 大促的业绩情况，我们推算 2020 年上半年营业收入同比+45%~+50%；考虑到营销投入加大但理财收入增加，预计归属净利润同比+42%~+49%。

上海家化：基于公司 2020Q2 营业收入高基数，但当季净利率仅 3.2%；2021Q2 公司理性投入，净利率同比显著回升，但在一定程度上对销售增速有制约，预测 2021H1 营业收入同比+15%~18%，归属净利润同比+56%~+71%。

珀莱雅：基于公司 2020Q2 淘系、抖音、618 大促等数据，结合线下草根调研，推算公司 2020H1 营业收入同比+35%~38%，归属净利润同比 26%~29%。

丸美股份：基于公司线上经销和线上自营的比例结构、大力拓展淘外的抖音、京东等电商平台以及 Q2 以来新品上市提速等综合判断，预测公司 2021H1 营业收入同比 6%~9%，归属净利润同比-18%~-13%。

表 16：重点化妆品、医美公司 2021 年半年报业绩前瞻（单位：亿元）

公司	指标	2020 年		2021 年							
		2020A	2021Q1	Q2-E			H1-E			H2	2021E
				下限	上限	取值	下限	上限	取值		
华熙生物	营业收入	26.3	7.8	10.7	11.7	11.2	18.5	19.4	19.1	28.3	47.4
	YOY	39.6%	111.1%	84.8%	101.1%	92.9%	95%	105%	102%	67.8%	80.1%
	占比	100.0%	16.4%			23.6%			40.3%	59.7%	100.0%
	归属净利润	6.5	1.5	1.9	2.2	2.1	3.5	3.7	3.6	5.2	8.9
	YOY	10.3%		22.5%	39.3%	30.9%	30%	40%	35%	38.5%	37.0%
	占比	100.0%	17.2%			23.5%			40.7%	59.3%	100.0%
	扣非归属净利润	5.68	1.39	1.6	1.8	1.7	3.0	3.2	3.1	5.3	8.4
	YOY	0.1%	48.3%	14.4%	26.1%	21.1%	28%	35%	32%	57.9%	47.2%
	占比	100.0%	16.7%			20.3%			37.0%	63.0%	100.0%
爱美客	营业收入	7.1	2.6	3.4	3.9	3.8	6.0	6.5	6.4	6.3	12.6
	YOY	27.2%	227.5%	107.2%	139.1%	131.1%	147%	168%	163%	34.2%	78.0%
	QOQ			30%	50%	45%	28%	39%	36%		
	占比	100.0%	20.5%			29.8%			50.3%	49.7%	100.0%
	归属净利润	4.4	1.7	2.2	2.6	2.5	3.9	4.3	4.2	3.7	7.9
	YOY	43.9%		113.0%	145.8%	137.6%	167%	190%	184%	28.0%	80.2%
	QOQ			30%	50%	45%	34%	46%	43%		
	占比	100.0%	21.5%			31.2%			52.8%	47.2%	100.0%
	扣非归属净利润	4.24	1.62	2.1	2.4	2.4	3.7	4.1	4.0	3.7	7.7
	YOY	42.9%	303.3%	109.6%	141.9%	133.8%	165%	188%	182%	32.3%	82.1%
贝泰妮	营业收入	26.4	5.1	8.7	9.0	8.9	13.7	14.1	14.0	25.4	39.4
	YOY		59.3%	40%	45%	43%	45%	50%	49%	50.1%	49.5%
	占比	100.0%	12.9%			22.6%			35.5%	64.5%	100.0%
	归属净利润	5.4	0.8	1.5	1.6	1.5	2.3	2.4	2.3	6.0	8.3
	YOY		45.8%	40%	50%	45%	42%	49%	45%	56.1%	52.9%
	占比	100.0%	9.5%			18.6%			28.0%	72.0%	100.0%
	净利率	20.6%	15.5%	17.1%	17.7%	17.3%	16.5%	16.9%	16.7%	23.5%	21.1%
	扣非归属净利润	5.1	0.77	1.6	1.7	1.6	2.4	2.5	2.4	5.5	8.0
	YOY		61.1%	55%	65.6%	60.5%	57%	64%	61%	53.1%	55.3%
	占比	100.0%	9.7%			20.6%			30.3%	69.7%	100.0%
上海家化	营业收入	70.3	21.1	21.2	22.2	21.8	42.4	43.4	43.0	40.1	83.1
	YOY	-7.4%	27.0%	5.0%	10.0%	8.0%	15%	18%	17%	19.8%	18.1%
	占比	100.0%	25.5%			26.3%			51.7%	48.3%	100.0%
	归属净利润	4.3	1.7	1.2	1.4	1.3	2.9	3.1	3.0	2.3	5.3
	YOY	-22.8%		81.7%	125.0%	103.9%	56%	71%	64%	-8.2%	22.4%

公司	指标	2020 年		2021 年							
		2020A	2021Q1	Q2-E				H1-E	H2	2021E	
				下限	上限	取值	下限	上限			取值
	占比	100.0%	32.1%			24.8%			57.0%	43.0%	100.0%
	归属净利率	6.1%	8.0%	5.5%	6.5%	6.0%	6.7%	7.2%	7.0%	5.7%	6.3%
	扣非 归属净利润	3.96	1.99	1.1	1.3	1.2	3.1	3.3	3.2	1.7	4.9
	YOY	4.3%	53.0%	219.8%	303.1%	262.5%	87%	104%	96%	- 28.2%	23.0%
	占比	100.0%	40.9%			24.8%			65.7%	34.3%	100.0%
	营业收入	37.5	9.1	9.7	10.1	9.9	18.8	19.1	19.0	27.2	46.2
	YOY	20.1%	48.9%	25%	30%	28%	35%	38%	37%	14.9%	23.0%
	占比	100.0%	19.6%			21.4%			41.0%	59.0%	100.0%
	归属净利润	4.8	1.1	1.2	1.2	1.2	2.3	2.3	2.3	3.6	5.9
	YOY	21.2%	41.4%	15.0%	20.0%	18.0%	26%	29%	28%	19.9%	23.0%
珀莱雅	占比	100.0%	18.8%			20.4%			39.1%	60.9%	100.0%
	扣非 归属净利润	4.70	1.08	1.1	1.2	1.2	2.2	2.3	2.2	3.5	5.8
	YOY	21.7%	29.0%	15.4%	20.5%	18.4%	22%	24%	23%	22.6%	22.9%
	占比	100.0%	18.7%			20.3%			39.0%	61.0%	100.0%
	营业收入	17.4	4.0	4.4	4.6	4.4	8.4	8.6	8.5	13.3	21.8
	YOY	-3.1%	9.1%	3%	8%	5%	6%	9%	7%	39.9%	24.9%
	占比	100.0%	18.5%			20.4%			38.9%	61.1%	100.0%
	归属净利润	4.6	1.0	1.2	1.3	1.3	2.2	2.3	2.3	3.2	5.5
	YOY	-9.8%	-15.7%	-20.0%	-10.0%	-15.0%	-18%	-13%	-15%	65.1%	18.6%
	占比	100.0%	18.2%			23.0%			41.2%	58.8%	100.0%
丸美股份	扣非 归属净利润	4.04	0.96	0.9	1.1	1.0	1.9	2.0	1.9	3.1	5.0
	YOY	-10.5%	-10.7%	-17.6%	-4.2%	-10.9%			-11%	65.1%	24.0%
	占比	100.0%	19.2%			19.7%			38.9%	61.1%	100.0%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

■ 风险因素

线上流量成本加速上行，各品牌增速放缓或盈利能力下行；线下恢复不达预期。

■ 投资建议

Q2 以来，化妆品企业面临的基数逐季走高，淘系美妆增速放缓，淘外增速较快但流量成本高企，预计 2021H2 化妆品企业的增速将在 Q2 的基础上继续放缓；重点推荐具备强产品力、业绩确定性强或处于明确基本面改善通道的公司，如华熙生物、贝泰妮、上海家化、珀莱雅，建议在 2021Q4 关注丸美股份的投资机会；重点推荐医美领域龙头爱美客。

表 17：化妆品、医美板块重点跟踪公司盈利预测

简称	收盘价	EPS				PE				评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
华熙生物	285.61	1.35	1.84	2.49	3.24	211.6	155.2	114.7	88.2	买入
贝泰妮	263.90	1.28	1.96	2.61	3.41	206.2	134.6	101.1	77.4	买入
上海家化	53.81	0.63	0.78	1.16	1.41	85.4	69.0	46.4	38.2	买入
珀莱雅	183.99	2.37	2.91	3.54	4.24	77.6	63.2	52.0	43.4	买入
丸美股份	45.95	1.16	1.37	1.62	1.89	39.6	33.5	28.4	24.3	买入
爱美客	769.00	4.51	3.66	5.32	7.45	170.5	210.1	144.5	103.2	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

备注：股价为 2021 年 7 月 12 日收盘价

■ 相关研究

医疗美容行业产业链专题报告—长坡厚雪，万亿空间

)

医美行业八大部委联手整治非法医美服务政策点评—医美整治，涤浊扬清，良币驱劣币

)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。