

必需消费行业

双十一护肤品类预售期概要

今年双十一的时间节点和优惠力度与去年相近，整体活动时长维持不变但是销售时间由于部分活动节奏精简得以小幅拉长。平台来看，天猫双十一的预售+两波现货销售的时间安排与之前的大促基本一致，而京东则首次提早开启现货销售。天猫平台继 2022 年双十一将预售活动期缩短 4 天后，今年的预售期同样为 10 月 24 日至 31 日。京东首次取消了预售期，将在 10 月 23 日晚上 8 点直接开启现货销售。

聚焦头部国货护肤品牌珀莱雅和薇诺娜，本轮大促的折扣力度较以往并无大差异，不计赠品，折扣力度均维持低于日常价格 10-30% 左右。珀莱雅于 9 月新推出的能量系列已在各个平台累积起一定口碑。作为品牌目前最高价的产品线，能量系列包含 5 款产品，大促期间的折扣力度也相对谨慎。该系列产品的双十一价格约为日常优惠价的 90-95%，同款赠礼容量总额略微超过正装容量，赠品容量与国际品牌相似。

回归活动初衷，平台们纷纷将“超低价”作为核心卖点，而美妆板块的促销手段已发生了多轮变化，品牌与主播们也仍在调节合作模式。随着品牌粉丝数的增多以及多方促销信息的累积，消费者对于单品的价格敏感度持续提高，促使品牌方加快统一价格的步伐，以维护长期的品牌力和消费者体验。尽管品牌方不愿再向主播提供“最低价”保障，但依旧依赖于主播渠道可实现大规模的新客引流。

- 珀莱雅管理层曾在半年度业绩会中提出，目前的利润率水平符合期望，将以力保排名作为今年双十一的首要目标。
- 更新至 10 月 17 日的直播加购提醒预约排行榜显示，预约量最高的前三名均为珀莱雅产品（红宝石水乳套装、早 C 晚 A 精华套组、红宝石面霜 3.0）。在李佳琪首播产品清单上的 274 个美妆护肤类产品中，国货产品链接有 84 个，其中珀莱雅和薇诺娜分别有 16 和 5 个产品链接。国际品牌中，雅诗兰黛和兰蔻分别有 15 和 4 个产品链接。回顾今年 618 大促，珀莱雅和薇诺娜分别在李佳琪首场直播中上架了 10 和 6 个产品链接。
- 数据显示，珀莱雅 9 月的销售势头良好，淘宝、天猫平台合计 GMV 同比提升 1.5%/环比提升 15% 达到 2.5 亿元，位于当月护肤品排行榜首位。
- 回顾该品牌今年 618 的表现，在李佳琪首播 4 小时中，凭借 10 款产品链接，预售额达到 3.2 亿元，截至 618 预售期结束，维持市占率 7.4%，销售额 Top 1 的好成绩。综上，我们预计珀莱雅有望在此次双十一预售期内再得佳绩。

可比公司估值

公司	代码	评级	目标价 (LC)	收市价 (LC)	市值 USD Mn	Upside (%)	市盈率 (x) FY23E	市盈率 (x) FY24E	市净率 (x) FY23E	市净率 (x) FY24E	收益率 (%) FY23E	收益率 (%) FY24E	ROE (%) FY23E	ROE (%) FY24E
护肤品														
贝泰妮	300957 CH	买入	157.0	103.1	5,957	52.4	33.3	26.2	6.5	5.2	-	-	19.5	19.8
珀莱雅	603605 CH	买入	142.7	107.7	5,832	32.5	40.9	33.1	9.9	8.2	0.7	0.9	24.3	24.6
上海家化	600315 CH	持有	30.9	25.4	2,356	21.5	21.7	20.0	2.2	2.1	1.4	1.5	10.2	10.3

资料来源：公司数据、彭博、招银国际环球市场预测

同步大市
(维持)

中国消费

黄铭谦

(852) 3900 0838

josephwong@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3757 6202

bellali@cmbi.com.hk

图 1: 双十一、618 活动节奏对比：天猫、京东

平台	2023年双十一	2023年618	2022年双十一
天猫	1.预售期 定金支付：10月24日20点-10月31日18点 尾款支付：10月31日20点-11月3日24点	1.预售期 定金支付：2023年5月26日20点-5月31日18点 尾款支付：5月31日20点-6月3日24点	1.预售期 定金支付：10月24日20点-10月31日18点 尾款支付：10月31日20点-11月3日24点
	2.现货大促第一波 活动预热：10月29日0点-10月31日20点 现货销售：10月31日20点-11月3日24点	2.现货大促第一波 活动预热：5月29日0点-5月31日20点 现货销售：5月31日20点-6月3日24点	2.现货大促第一波 活动预热：10月28日0点-10月31日20点 现货销售：10月31日20点-11月3日24点
	3.现货大促第二波 活动预热：11月9日0点-11月10日20点 现货销售：11月10日20点-11月11日24点	3.现货大促第二波 活动预热：6月14日0点-6月15日20点 现货销售：6月15日20点-6月20日24点	3.现货大促第二波 活动预热：11月6日0点-11月10日20点 现货销售：11月10日20点-11月11日24点
京东	1.起售期：10月23日20点-10月31日20点 2.开门红：10月31日20点-11月3日24点 3.专场期：11月4日0点-11月10日20点 4.高潮期：11月10日20点-11月11日24点 5.返场期：11月12日0点-11月13日24点	1.预售期：5月23日20点-5月31日19点20分 2.开门红/付尾款：5月31日20点-6月3日24点 3.场景期：6月4日-6月15日20点 4.高潮期：6月15日20点-6月18日24点 5.返场期：6月19日0点-6月20日24点	1.预售期：10月20日20点-10月31日19点20分 2.开门红/付尾款：10月31日20点-11月3日24点 3.品类期：11月4日-11月10日20点 4.高潮期：11月10日20点-11月11日24点 5.返场期：11月12日0点-11月13日24点

资料来源：天猫官网、京东官网、知乎、招银国际环球市场预测

图 2: 李佳琪首播产品定价信息：珀莱雅、薇诺娜

品牌	产品	价格/容量(包括同款赠品容量)		
		2023双十一	2023 618	2022双十一
珀莱雅	红宝石+双抗精华(早C晚A)	463/127 ml	463/127 ml	463/134 ml
	红宝石水乳套装	408/480 ml	408/480 ml	408/480 ml
	双抗精华3.0	638/200 ml	319/104 ml	319/110 ml
	双抗眼霜2.0	249/40 ml	249/40 ml	249/40 ml
	双抗面膜2.0	396/50 pc	396/50 pc	396/45 pc
	源力精华2.0	319/110 ml	319/102 ml	319/102 ml
	红宝石面霜3.0 规格1	279/110 g	279/100 g	279/110 g
	红宝石面霜3.0 规格2	558/220 g	NA	NA
	双抗精华水乳三件套	509/set	NA	NA
	双白瓶精华	259/72 ml	259/72 ml	NA
	源力面霜	234/110 g	234/110 g	NA
	红宝石精华2.0	389/110 ml	NA	289/110 ml
	红宝石面膜2.0	TBD	280/25 pc	NA
	源力面膜2.0	TBD	NA	NA
	源力套装	TBD	NA	NA
	能量护肤三件套	1129/2 set	NA	NA
链接数量：		16	10	8
薇诺娜	冻干面膜	299/36 pc	276/30 pc	299/36 pc
	特护精华	259/60 ml	288/60 ml	269/60 ml
	特护霜 规格1	262/115 g	446/150 ml	262/120 g
	特护霜 规格2	399/200 g	NA	560/275 g
	经典护肤三件套	257/set	NA	257/set
	高保湿修护面霜	NA	NA	268/120 g
	皙白淡斑面膜	NA	NA	351/34 pc
	丝滑面膜	NA	NA	420/60 pc
	全家桶大礼包	499/set	NA	NA
	链接数量：	5	6	9

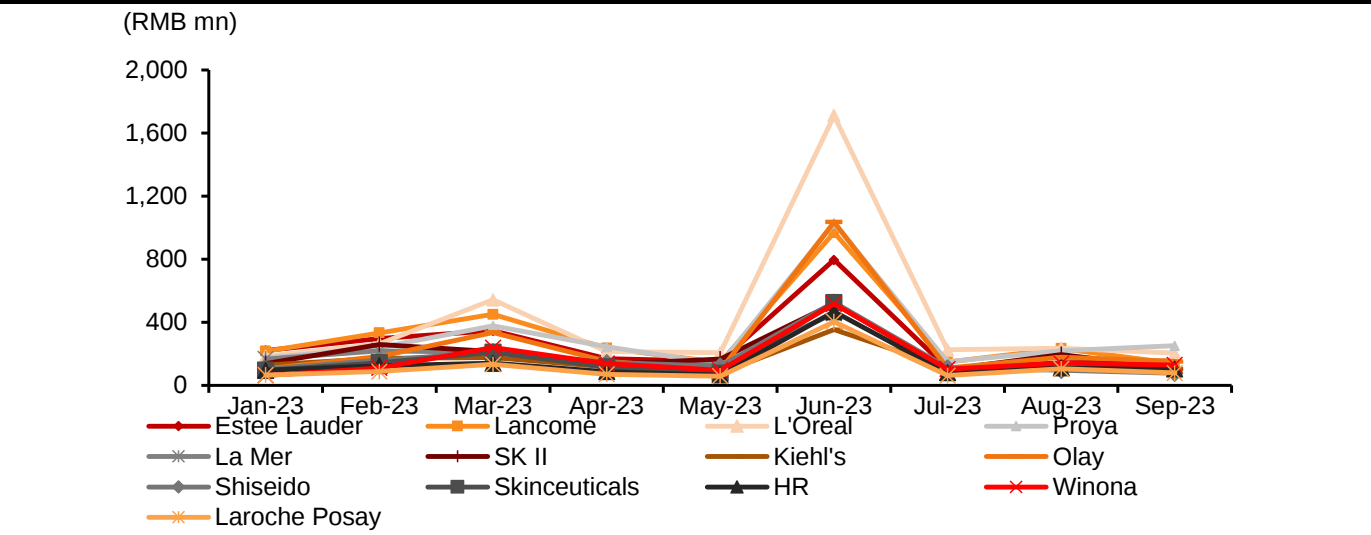
资料来源：微博官方号、买买买心得公众号、招银国际环球市场预测

图 3:双十一、618 预售期内天猫旗舰店定价、赠礼力度

品牌	产品	2023年双11 价格	赠品	2023年618 价格	赠品	2022年双11 价格	赠品
珀莱雅	双抗精华 3.0 (50 ml)	319	同款双抗精华3.0替换装 50ml 同款双抗精华3.0*4ml 红宝石精华2.0*3ml 正装双抗面膜2.0 5片	319	同款双抗精华3.0替换装50ml+4ml 双抗面膜5片	319	同款双抗精华7.5ml*8 双抗面膜7片 红宝石面霜5g
珀莱雅	红宝石精华 2.0+ 双抗精华 3.0 套组(30 ml*2)	463	同款双抗精华3.0替换装30ml*1 同款红宝石精华2.0 7.5ml*4 同款双抗精华3.0 4ml 同款红宝石精华2.0 3ml 正装双抗面膜2.0 5片 正装红宝石面膜2.0 5片 正装源力面膜2.0 5片 正装颈霜30g	463	同款双抗精华3.0*30ml 红宝石精华2.0 7.5ml*4+3ml 双抗精华3.0 4ml 双抗面膜2.0 5片 红宝石面膜2.0 5片 颈霜30g*1	463	双抗精华7.5ml*5 红宝石水20ml*2 红宝石乳20ml*2 红宝石精华7.5ml*5 水屏障面膜*5片 正装颈霜30g
珀莱雅	红宝石面霜 3.0 (50 g)	279	同款红宝石面霜3.0 15g*4 同款红宝石面膜3.0 4.5g 正装红宝石面膜2.0 5片	279	红宝石面霜15g*3+5g=50 红宝石面膜5片	279	红宝石面霜50g*2 水屏障面膜5片 红宝石水20ml 红宝石乳20ml
珀莱雅	源力精华 2.0 (50 ml)	319	同款源力精华2.0 15ml*4 正装源力面膜2.0 5片	319	源力精华50ml*1 精华小样7.5*7 源力面膜5片	NA	
珀莱雅	双抗三件套 (30+160+120 ml)	509	同款[双抗]水2.0 60ml*3(超1瓶正装量) 同款[双抗]乳2.0 40ml*3(正装量) 同款双抗 精华3.0替换装 30ml 正装双抗面膜2.0 5片 特护精华5ml*2 清透防晒乳5g	NA		NA	
薇诺娜	特护面霜 (50g*2+15g)	262		446	同款特护霜 5g*10 极润保湿面膜6片 特护眼胶20g	262	特护精华5ml 舒缓精华5ml 防晒5g 同款特护霜5g*5 极润面膜6片 睡眠面膜60g 水5ml*2
薇诺娜	特护面霜 + 精华 + 防晒 + 爽肤水 + 冻干面膜 (50 g + 30 ml + 50 g + 180 ml + 6 pc*2)	499		NA		NA	

资料来源: 天猫旗舰店、买买买心得公众号、招银国际环球市场预测

图 4: 天猫、淘宝上各品牌月度 GMV



资料来源: 魔镜数据, 招银国际环球市场预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。