

互联网

互联网行业动态点评
中性

(维持评级)

2019年11月13日

第 11 个“双十一”，众神下沉，各有惊喜

证券分析师: 王学恒	010-88005382	wangxueh@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030002
证券分析师: 王念春	0755-82130407	wangnc@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027
联系人: 谢琦	021-60933157	xieqi2@guosen.com.cn	
证券分析师: 刘馨竹		liuxinz@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519060002

事项:

2019年“双十一”落幕,根据星图数据,总销售额达4101亿元,同比增长31%,增速同比增长7pct;各大电商平台表现均达预期:阿里巴巴GMV同比增长26%,达到市场预期上限,参与用户数、创建订单峰值、新品首发数量、直播交易额等核心数据均刷新历史记录;拼多多当天GMV占比同比翻倍,上攻一、二线市场成效显著;京东11月1日至11日GMV首次突破2000亿元,“京喜”在下沉市场表现优异。

国信海外观点:“双十一”已经成为观察我国消费行业变化的重要窗口,针对本次购物节的变化,我们得到以下几点重要结论: **1) 各大电商平台均积极向对方的基本盘中寻找增量用户:** 天猫、京东着力布局下沉市场,拼多多反攻一、二线高端用户群; **2) 下沉市场≠低端消费需求:** 包裹平均单价持续上涨、“聚划算”品牌折扣商品的优异表现,验证了下沉市场蕴含巨大的优质商品消费需求,“双十一”已经从“尾货大卖场”,演变为下沉市场积蓄已久的消费升级; **3) 主流营销方式由自然搜索转变为直播带货:** 这种由KOL引导的销售方式,贴合下沉市场用户的消费习惯,有利于激发其购买欲望、提升客单价,但应警惕头部主播流量过于集中的风险。电商平台之间的竞争已经从“拼价格”,到了“拼性价比”、“拼生态”的阶段,结合各电商平台的生态布局、对品牌方的掌控力以及后台的技术能力,建议重点关注品牌电商龙头**阿里巴巴**。

评论:

■ 市场概况: 天猫、京东销售份额企稳,包裹平均价格持续增长

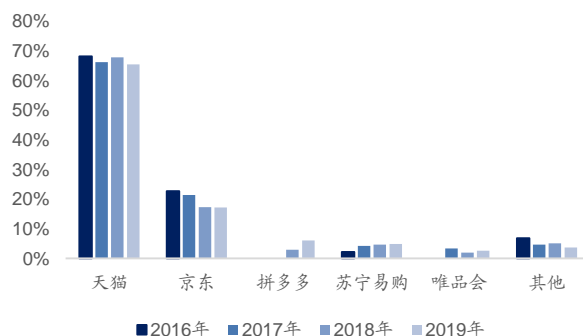
2019年“双十一”,全网销售额为4101亿元,同比增长31%,增速较2018年有所回升;产生包裹数量16.57亿个,同比增长24%;平均包裹价格为247.5元,同比增长6%,已实现连续三年增长。在各平台大力进攻下沉市场的背景下,单个包裹价格依旧保持增长,这说明用户在“双十一”购物的心智已经从“买便宜货”逐渐转变为购买兼顾“实惠”及“高品质”的商品。分平台来看,天猫依旧为行业领导者,全网销售额占比为65.5%,较去年降低2.4pct,主要系京东、拼多多加大补贴力度分流部分销售额所致;追随者方面,京东当天销售额占比为17.2%,与去年几乎持平;拼多多基数较低,叠加大力度的百亿补贴,成效显著,当天销售份额为6.1%,较去年增长3.1pct。我们认为,当下的“双十一”购物节,已经不仅是各大电商关于GMV、用户量级的大比拼,同时也是对各大平台技术后台、物流供应链、战略的一次检验。GMV总量增速略超市场预期,各平台内部所发生的结构性变动,更值得深思。

图 1: 历年“双十一”全网销售额及增速 (亿元, %)



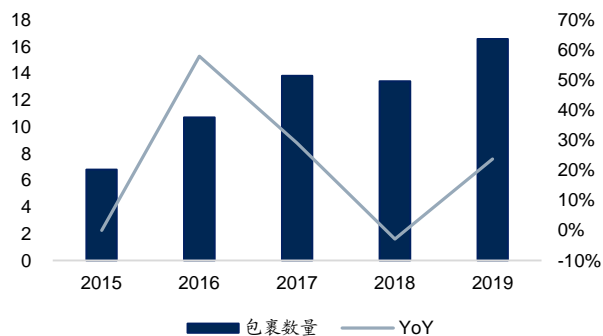
资料来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

图 2: 历年“双十一”当天主要电商销售额占比



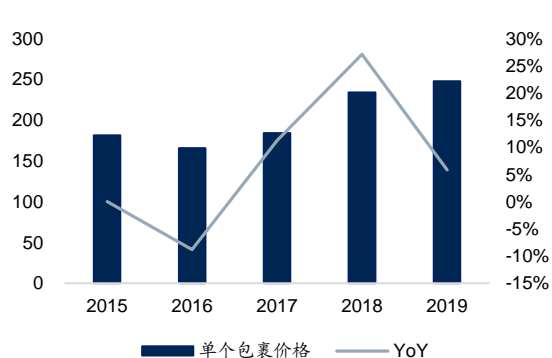
资料来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

图 3: 历年“双十一”全网包裹数量及增速 (亿, %)



资料来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

图 4: 历年“双十一”平均包裹平均价格及增速 (元, %)



资料来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

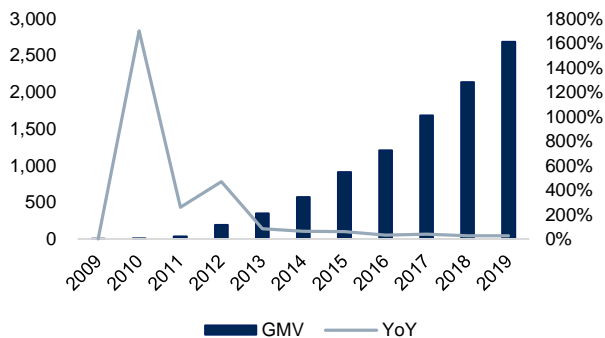
■ 各大电商均达预期、各有惊喜

1、 阿里巴巴: 新增用户超 1 亿, 新战略表现优异

GMV 同比增长 26%，略超市场预期，参与用户数较去年增长 1 亿。本次“双十一”，天猫 GMV 达 2684 亿元，同比增长 26%，达到市场预期上限（此前市场预期 GMV 同比增速为 20%-25%）。购物节当天，成交额表现出了较强的爆发力，前 21 秒，成交额突破 10 亿元；1 分 36 秒，成交额突破 100 亿元，比去年突破 100 亿元提前了 29 秒；成交额突破去年全天的 2135 亿元用时约 16 小时 31 分钟；总物流订单达 12.92 亿，并创下了 8 小时发货破亿的新纪录；平均每个家庭有 1.25 人参与“双十一”；首发新品超过 100 万款。同时，参与用户数较去年全天增长超过 1 亿，符合公司管理层预期。整体来看，本次天猫“双十一”表现稳妥，但技术能力、聚划算、淘宝直播的表现各有惊喜。

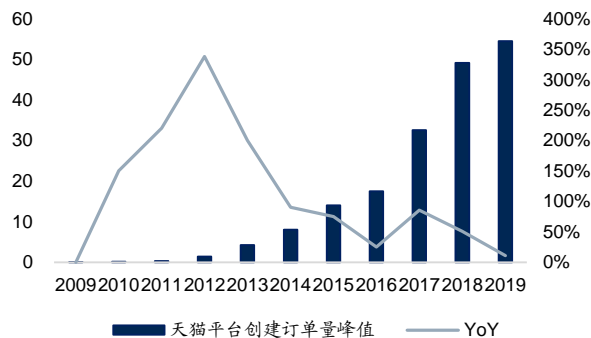
技术能力：阿里云保障高流量并发稳定运行，创建订单峰值达到 54.4 万笔/秒，刷新纪录。2019 年“双十一”，天猫订单创建峰值创下新的纪录，达到每秒 54.4 万笔，是 2009 年首个双 11 的 1360 倍。为了保障高流量并发时的系统稳定，阿里巴巴的核心系统已经全部运行在阿里云的公有云上。两个月前，阿里巴巴就已将数以十万计的物理服务器在用户无感的情况下，从线下迁移到云上，由此，阿里巴巴成为了全球首个将核心交易系统全部运行在公共云上的大型互联网公司。

图 5: 历年天猫“双十一”GMV 及增速 (亿元, %)



资料来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

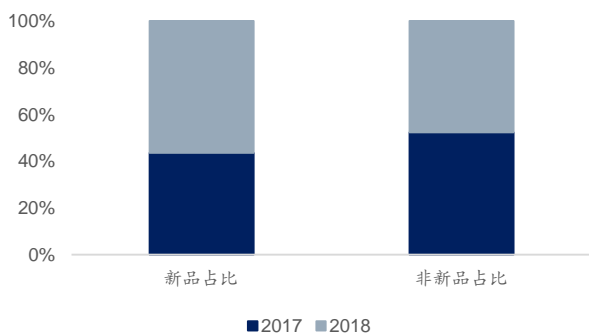
图 6: 阿里平台“双十一”创建订单峰值 (万笔/秒, %)



资料来源: 阿里数据、国信证券经济研究所整理

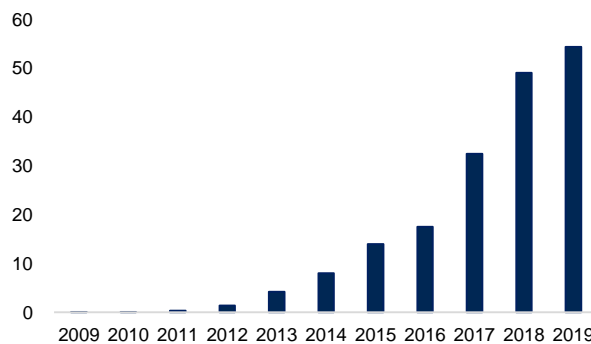
新品首发初战告捷，一线品牌参与数量大幅提升。今年“双十一”，有 100 万款新品在天猫首次发布，超过 50% 的美妆品牌打破惯例，将一年中最受关注的“圣诞礼盒”提前到天猫“双十一”发布，去年在全球范围内与天猫合作的 品牌公司仅有 100 家，一线品牌仅 800 个，而今年在预售期内便已有超过 20 万个品牌参与。天猫新任总裁蒋凡表示，天猫计划在三年内，孵化 100 个超 10 亿交易规模的新品牌，创造 1000 亿的新品牌增量市场。我们认为，天猫“双十一”购物节已经从最初的折扣品清仓转变为品牌新品的首发基地，引导用户的参与心智从“买便宜货”转变为买兼顾“品质”与“优惠”的新产品，卡位平台在品牌方面的优势，与其他电商平台形成差异化竞争，巩固用户粘性。

图 7: 天猫旗舰店新品/非新品销售占比 (%)



资料来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

图 8: 阿里平台“双十一”创建订单峰值 (万笔/秒)

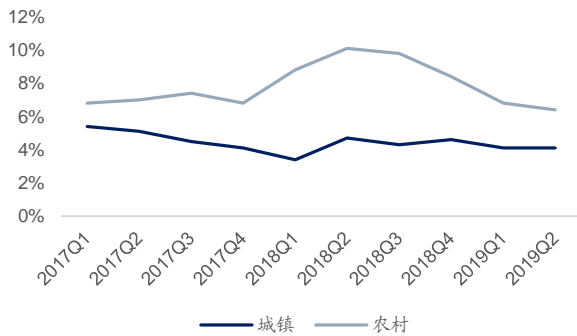


资料来源: 阿里数据、国信证券经济研究所整理

聚划算表现优异，下沉市场被压抑的品牌消费需求得以验证。重启聚划算，大力进攻下沉市场，是阿里“双十一”的另一重要主题。今年“双十一”的前两个小时，聚划算凭借大量品牌折扣商品，“千万爆款团”诞生了 216 个销量超过 10 万件的商品、超过 7000 个百万单品以及 576 个千万单品。惊喜的是，最受下沉市场欢迎的品牌爆款中，有 70% 为聚划算定制款或一年内首发的新品。我国三线以下的城市包含近 300 个地级市、3000 个县城及 40000 个乡镇，我们认为，下沉市场并不等同于“中低端消费市场”，其内在有着丰富多元的层次和结构。综合考虑房价及其他综合成本，该地区的部分人均消费潜力较一、二线城市更高。本次聚划算的优异表现，彰显出下沉市场强烈的被压抑的品牌商品需求，随着电商对于品牌商品的供给侧改革，以及物流等基础设施的完善，这部分人群的优质商品消费需求有望集中释放。

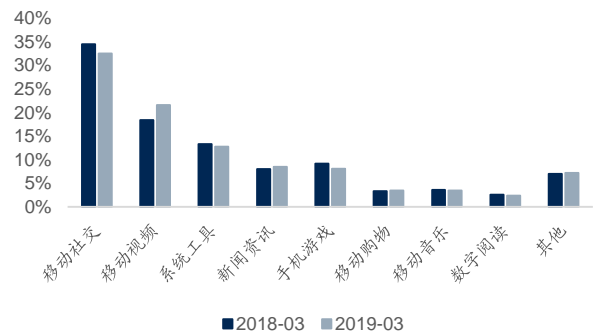
直播带货亮点颇多，导购形式非常适合引导下沉市场用户交易。本次“双十一”，天猫平台超过 50% 的商家都在当天开启了直播，开场 1 小时 3 分钟，直播带货成交额超过去年全天；8 小时 55 分钟，淘宝直播大盘的引导成交规模突破百亿，覆盖美妆、服饰、食品、家电、汽车等多品类。其中，家电及消费电子行业，通过直播引导的成交额同比增速超过 400%。我们认为，下沉市场用户在购物过程中，更容易受到他人建议的引导，且近年来使用移动视频、移动购物 App 的总时长占比显著提升，未来直播购物有望成为促进平台交易额增长的主流形式。

图 9: 城乡居民人均消费支出实际同比增速



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 10: 下沉市场用户互联网主要行业总使用时长占比变化

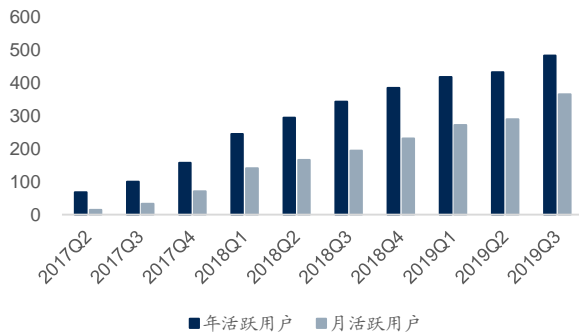


资料来源: Questmobile、国信证券经济研究所整理

2、拼多多: 当天销售份额同比翻倍, 一、二线城市消费者认可度提升

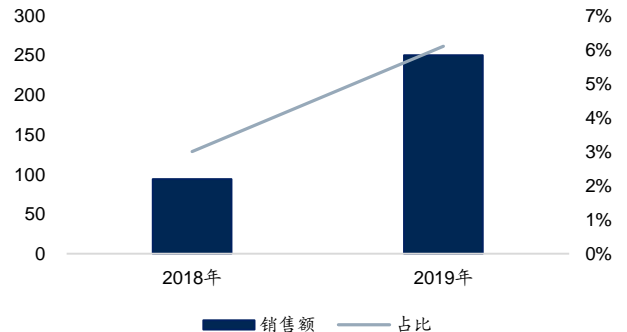
拼多多并未公布 2019 年“双十一”的销售数据, 根据星图数据, 2018-2019 年“双十一”当天, 拼多多的销售份额分别为 3%和 6.1%。由此, 我们推测, 2018 年及 2019 年 11 月 11 日, 拼多多 GMV 分别为 94 亿元及 250.34 亿元, 2019 年同比增速为 166%, 我们认为, 这与拼多多在过去一年内用户量的增长及当天百亿补贴有较大关系。同时, 平台通过引入大品牌商品, 逐渐改善其在一、二线城市用户心中的定位, 购物节当天, 来自贫困地区的农产品销售增速超过 220%, 这些产品主要由一、二线城市消费者购入; 11 月 1 日-11 日, 平台售出的新款 iPhone 手机超过 40 万台。

图 11: 拼多多多年活跃用户数及月活跃用户数 (百万)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 拼多多 GMV 及增速估算 (亿, %)

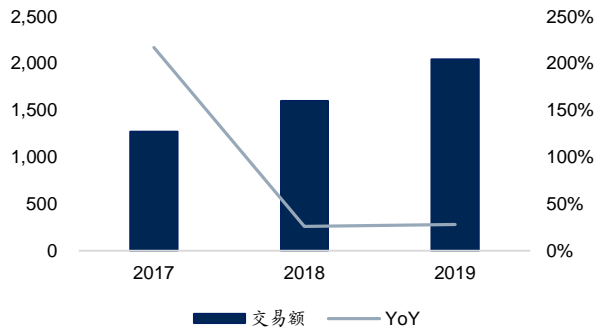


资料来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

3、京东: GMV 首超 2000 亿, “京喜”表现靓丽

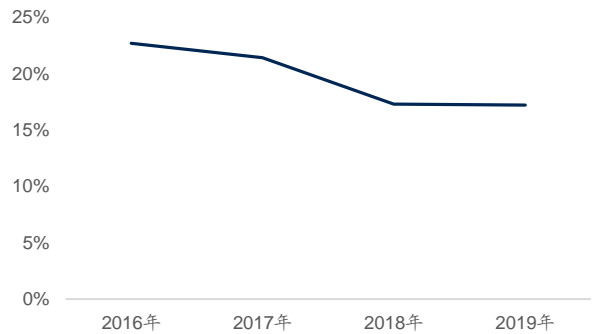
2019 年 11 月 1 日-11 日, 京东累计成交额达 2044 亿元, 同比增长 28%。根据星图数据的销售额占比推算, 京东在 11 号当天的成交额为 705.89 亿元, 同比增长 30%。相比以往, 京东对下沉市场的重视程度明显提升, 将预售期提前了 2 天, 推出了史上最大力度的百亿补贴、千亿优惠, 并重启“京喜”主打下沉市场。数据显示, 京东全站新用户中, 约 40%来自京喜, 约 70%来自三到六线的下沉新兴市场。我们认为, 京喜之所以在下沉市场表现出强劲的拉新能力, 主要得益于拼团及 9.9 元包邮的消费模式, 同时, 平台还提供了上亿款 1 元产品, 与吉登定制的 9.9 元电动牙刷和与赛特斯定制的 30 元暖风机均成为京喜“双十一”期间的爆款商品。

图 13: 京东历年 11.1-11.11 日 GMV 及增速 (亿, %)



资料来源: 亿邦动力、国信证券经济研究所整理

图 14: 京东 2016-2019 年“双十一”当天销售份额



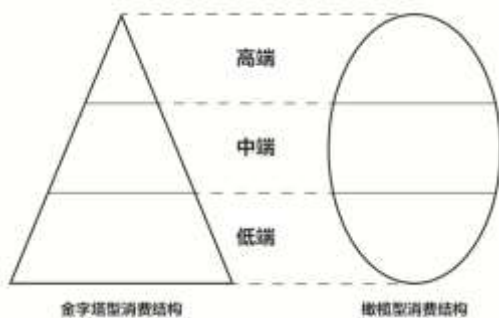
资料来源: 星图数据、国信证券经济研究所整理

■ 本次“双十一”折射出了哪些消费变化?

1、下沉市场蕴含着对优质商品的巨大需求

重识下沉市场: 聚划算“品牌折扣”是下沉市场消费需求的试金石, “双十一”是下沉市场积蓄已久的消费升级。下沉市场由农民、三线及以下的城镇居民及大城市的收入水平较低年轻人组成, 具有丰富多元的层次和结构, 并不等同于“中低端消费市场”。2019 年“双十一”, 各电商平台均在下沉市场取得了优异表现, 但包裹的平均单价不降反升, 根据亿邦动力数据, 今年天猫“双十一”预售排行榜中, 赫莲娜、SK-II 等国际大牌排名领先, 小仙炖、燕之屋等“轻奢”滋补品也占据了半壁江山。截至 11 日中午 12 点, 京东平台上 65 英寸的电视及华为手机的成交额均同比翻倍, 黑鲨游戏手机成交额同比增长 400%。“双十一”期间, 各电商的“品质特卖”所带来的“渠道下沉”与消费上行造就了下沉市场的消费爆发, 未来, 随着高质量商品的供给侧改革, 下沉市场有望成为电商交易额增长的主要驱动力。

图 15: 下沉市场的消费结构向“橄榄型”发展



资料来源: 商务部国际贸易经济合作研究院、国信证券经济研究所整理

表 1: 京东 2016-2019 年“双十一”当天销售份额

销售排名	品牌	定位	销售排名	品牌	定位
1	欧莱雅	中高端	6	自然堂	中低端
2	兰蔻	高端	7	百雀羚	中低端
3	雅诗兰黛	高端	8	后	中高端
4	OLAY	中高端	9	完美日记	中低端
5	SK-II	高端	10	薇诺娜	中低端

资料来源: 亿邦动力、国信证券经济研究所整理

表 2: 下沉市场对 2019 年电商平台 618 年中大促的贡献

电商平台	618 表现
聚划算	6 月 1-2 日, 618 开始的最初两天, 聚划算的 1 亿商品订单中, 来自三至六线城市的订单占 50%。618 促销期, 天猫成交额超过京东 3 倍, 是拼多多的 10 倍以上。其中, “聚划算”作为聚焦下沉市场的正品卖场, 销售额超过京东和拼多多销售额的总和, 拉动了天猫 1/3 的成交份额。
京东	6 月 1 日, 年中大促开始当天, 四线及以下城市, 下单金额同比增长达 108%。618 期间, 低线市场下单金额同比增幅是京东整体增幅的 2 倍。
拼多多	截至 6 月 5 日 11 点的数据, 3 亿笔订单中, 来自三线及以下市场的成交占 70%。

资料来源: 商务部国际贸易经济合作研究院、国信证券经济研究所整理

2、拼多多上攻一、二线城市, 意在提升客单价

拼多多采用“短平快”方式直接补贴用户, 意在吸引一、二线城市的消费者。今年拼多多“双十一”大促销, 不搞红包、满减、预售等复杂的促销活动, 而是直接让消费者看到最低价。我们认为, 这种简单粗暴的补贴模式, 最大限度适应了一、二线城市人群快节奏的消费习惯。根据智氪研究院数据, 在本次的促销活动中, 对于 iPhone Xs Max、微软 Surface Laptop、索尼 ILCE 微单等对一、二线城市用户吸引力较高的产品, 在拼多多上的售价多低于其他电商; 而对于日常生活用品, 拼多多的售价多高于其他电商。事实上, 在本次促销活动开始前, 拼多多已有意占领一、二线城市用户的心智, 连续低价推出苹果、华为、戴森等知名电子消费品。本次“双十一”, 拼多多采取农村包围城市路线, 意在改变其用户结构, 提升客单价。

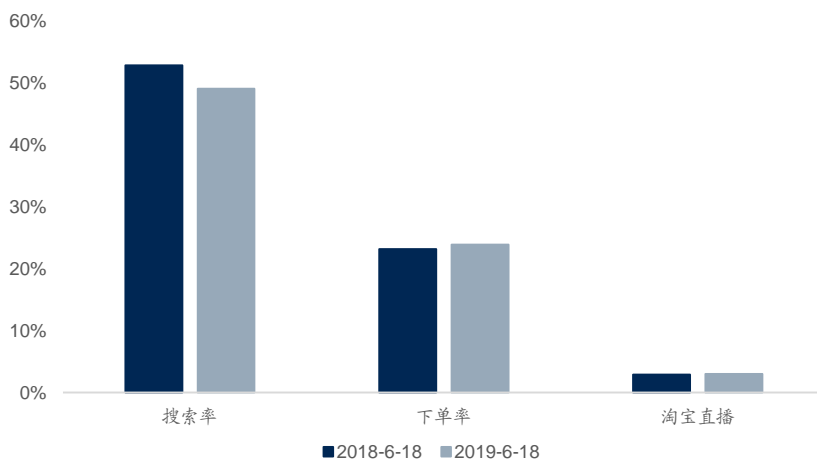
表 3: 2019 年“双十一”各平台补贴价格对比

种类/商家价格	官方价格	拼多多	聚划算	京东
手机				
iPhone Xs Max(256G)	10499	8049	8888	8999
小米(8G+128G)	3299	2449	2799	2599
三星 S10(8G+128G)	6399	4399	5599	5569
电脑				
微软 Surface Laptop	10488	8499	10488	10278
苹果 MacBook Pro(15 寸)	21399	16749	16499	17099
苹果 iPad Pro(29 寸)	9059	6499	7099	7888
家电				
方太 JQD6T 吸油烟机	3499	3099	3099	3499
惠而浦 9KG 滚筒洗衣机	3999	2820	2899	2998
索尼 49 寸 X8000 液晶电视	4999	3519	4499	4399
数码产品				
索尼 ILCE 微单	8199	6640	7499	8199
微软 Xbox OneX 1TB	3999	2999	3999	3499
Apple Watch 4 代	3116	2169	2528	2668
美妆				
Lamer 浓缩修护精华(50ml)	4100	2026	4100	2580
雅诗兰黛小棕瓶眼霜(15ml)	590	269	590	389
YSL 纯色唇釉	320	179	320	249
生活百货				
清风纸抽 24 包*130 抽	69.9	59.9	54.5	54.9
好孩子婴儿湿巾 80 抽 10 包	100	98	93	100

资料来源：智氦研究院、国信证券研究所预测
注：蓝色字体为本次“双十一”各平台最低价格

3 营销方式：从自然搜索转向直播电商

在营销方面，电商直播是本次“双十一”最大的变量。数据显示，天猫平台超过 50%的商家都在“双十一”当天开启了直播，开场 1 小时 3 分钟，直播带货成交额超过去年全天；8 小时 55 分钟，淘宝直播大盘的引导成交规模突破百亿，覆盖美妆、服饰、食品、家电、汽车等多品类。我们认为，各平台均默契地引入直播，主要为了提升平台的转化率，以及更加贴合下沉市场用户的购物习惯。相比于传统的售货模式，直播电商存在如下优势：**1) 营造购物氛围，激发购买欲望：**能够更加生动、直观地传递产品和服务信息，促进用户进行购买决策；**2) 提升购物体验：**实时互动的方式，较大程度上提升用户的购物体验；**3) 迅速汇集流量：**头部 KOL 能够有效吸引粉丝观看，短平快地为商家引流。同时，下沉市场的用户更容易受到他人建议的引导，直播是天然的促销手段。我们认为，偏中心化的直播方式能够提升购买转化率，但应该警惕头部主播流量过于集中、削弱平台议价权的风险。

图 16: 手机淘宝搜索率显著下降, 直播打开率有所提升


资料来源: Questmobile、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议: 下沉市场消费升级为电商营收增长的主要驱动力, 建议关注品牌电商龙头

我们认为, 本次“双十一”在用户结构、营销方式及用户需求等方面的调整, 印证了下沉市场对品牌折扣商品的巨大需求潜力, 而国际大牌也积极走下神坛拥抱下沉市场, “双十一”已经演变为下沉市场集中的消费升级。高品质商品的供给侧改革, 有望带动三四线城市消费潜力的释放, 电商平台之间的竞争已经从“拼价格”, 到了“拼性价比”、“拼生态”的阶段, 结合各电商平台生态环境、品牌资源掌控力及后台技术能力的情况, 建议重点关注品牌电商龙头**阿里巴巴**。

■ 风险提示

1、电商行业在下沉市场竞争激烈的风险; 2、用户流量红利消失的风险; 3、新零售、阿里云板块亏损持续扩大的风险; 4、直播电商对头部主播依赖过高的风险等。

附表: 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (美元) 19-11-11	EPS (人民币/股)			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019
BABA.N	阿里巴巴	买入	186.71	4.22	5.32	6.88	44.2	35.1	27.1	6.38

数据来源: wind、公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《阿里巴巴 2019Q3 财报点评: 业绩再超预期, 新零售持续高增长》——2019-11-06
- 《哔哩哔哩 2019Q2 财报点评: 营收超预期, 用户有望“破次元”增长》——2019-08-29
- 《虎牙 2019Q2 财报点评: 业绩超预期, 变现能力持续提升》——2019-08-15

《顺网》
《掌趣》

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032