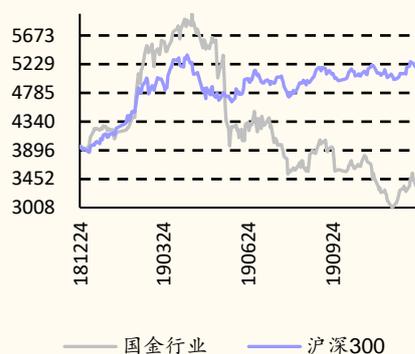


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金电商指数	3342
沪深300指数	3967
上证指数	2963
深证成指	10056
中小板综指	9345



相关报告

1. 《20191111 电商大促前瞻-20191106-201911...》，2019.11.6
2. 《微信外链转发内容条例更新点评-《2019-10-20 行业点评...》，2019.10.20
3. 《618 电商大促数据分析解读-大促消费趋向理性，电商巨头不遗...》，2019.6.26

微笑曲线看好两端:两极消费下的品牌出路

行业观点

- **居民消费价值回归意识的觉醒，激发微笑曲线两端的消费与品牌增长逻辑。**我们预计经济稳中回暖，消费将缓慢复苏，然而历年来电商催化下的过度透支消费行为也逐渐催生理性消费的兴起，2019年双十一全网交易额同比增速30.5%高于去年。2020年后，618、双十一等节日将更适于作为透视消费趋势边际变化的窗口——越来越拼的营销背后体现电商对流量与规模的焦虑感；在此背景下大牌与白牌分别凭借全渠道、短链化等优势崭露头角。
- **大牌与白牌，悦己与省心，背后是消费多维面向的展现。**理性消费体现在既要悦己，也要省心。悦己靠大牌，省心靠白牌，大牌在公域流量池中徜徉，集各平台宠爱于一身；白牌在挖掘新机会的同时另辟蹊径，为基础品类带来低价、易购、体验直观的二次消费红利。作为消费个体，用户拥有愉悦自身的消费权利——新款iphone、费列罗、小棕瓶剃手不含糊，完美日记、花西子下单不眨眼；也要保有南极人、卡帝乐、丝飘商品加购物车时精打细算、勤俭持家的省心选项。
- **古典电商苍穹内外的故事丰富多彩。**电商原本不分古典与否，流量须精打细算后才出现古典。网红直播带货让购物过程更加刺激愉悦，也帮助品牌实现体验线上化，淘宝与快手直播的带货不亦乐乎；海淘与出海始终默默守候在品牌身边只等品牌召唤，考拉与小米内外兼修；线下被遗忘后重拾关注，成为众多品牌疲惫时的避风港，茵曼韩都的危机意识值得称道；私域流量摇身成新宠儿的背后反映品牌的集体焦虑，阿芙与飞鹤身先士卒。钟薛高、POPMART、三顿半剑走偏锋树立有调性的品牌消费。品牌的大浪淘沙进程仍要继续，努力生存永远是大部分品牌成长的主旋律。
- **M型消费社会给予我们的启示：消费两极化将长期存在。**以日本M型消费社会变迁史为鉴，从我国居民可支配收入与基尼系数的走势看，长期视角下高收入与低收入群体收入差或继续加大，社会消费结构将逐步呈M型——我们认为两级化消费催生的白牌与大牌红利期刚刚拉开序幕。而逐步被挤压的腰部品牌价值的时间窗口将不断萎缩，是上岸还是沉沦将成为品牌大浪淘沙中时常面对的选择题。努力生存是品牌成长的长期主旋律。

投资建议

- **在电商平台和 SaaS 服务端，我们认为“格局决定打法，定位决定空间”。**我们认为随着微笑曲线状态的演化与成熟，阿里和京东等平台上的大牌聚拢和露出逻辑将进一步推动大牌销售增长；同时基于微信生态下的拼多多以及私域流量打法将具备进一步成长性，未来每年万亿体量的微信生态内成交额说明流量转化效率会有可观的提升空间。我们对拼多多、中国有赞等公司为组合的未来发展空间抱乐观态度。
- **在消费品牌端，我们看好各品类中与双十一、618 等大促形势更吻合的头部品牌个股。**包括美的、珀莱雅等。同时，基于下沉渠道的放量以及头部 SaaS 服务商崭露头角，联合推动白牌崛起的逻辑下，南极电商作为国内 A 股稀缺标的值得关注。

风险提示

- 社零增速下滑；行业竞争白热化；线上红利加速消退，电商增速不及预期；直播带货、私域流量的政策、运营、管理与用户留存等风险

郑达 联系人
zhengda@gjzq.com.cn

裴培 分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

内容目录

品牌微笑曲线两端共同开启大消费领域新征程	7
一、价值回归意识兴起：曲线两端是消费品牌成长的主旋律	9
1、经济将于明年稳中回暖，是居民对未来收入预期和消费欲望的强心针	9
2、伴随大促成长起来的用户，理性而不失感性的消费心理逐渐养成.....	9
3、消费品牌的微笑曲线：大牌与白牌脱颖而出	13
二、悦己消费与省心消费共赢：曲线两端品牌的消费博弈局	24
1、悦己型消费选头部品牌：宠爱一身，公域流量的强悍捕手.....	24
2、省心选白牌：另辟蹊径，基础品类的二次红利.....	30
三、古典电商与泛电商业态并举：曲线两端品牌的运营生意经.....	36
1、网红直播带货：品牌与商品的立体化展现形式.....	37
2、海淘与出海：历久弥新的品牌成长选择.....	43
3、重回线下视角：哪里有未深耕的流量，哪里就有新玩家入局.....	46
4、流量私有化：古典电商苍穹之外的品牌故事	48
四、逾越鸿沟：曲线中段品牌的突围战	55
五、从微笑曲线到 M 型消费结构的展望：曲线发展的长期推演.....	59
六、行业投资建议.....	62
七、风险提示.....	62

图表目录

图表 1：大牌与白牌：品牌属性的差异背后是价值观的差异	7
图表 2：头部品牌支撑的古典电商外，泛电商业态已悄然而至.....	8
图表 3：近年来名义 GDP、实际 GDP 增速（%）	9
图表 4：社会消费品零售总额月同比增速（%）	9
图表 5：2019 双十一各大平台大促类别一览：促销手段严重趋同.....	10
图表 6：用户的理性判断使得平台不得不真枪实弹来把控价格冰点.....	10
图表 7：眼花缭乱活动的背后倒逼用户做更理性判断	11
图表 8：只要存在鲶鱼效应，抓住用户眼球并不难	11
图表 9：拼多多的双十一作战规划：简单直接	11
图表 10：2009 年双十一：简单直接的促销玩法.....	12
图表 11：2019 年双十一：商家全方位资源的海陆空比拼	12
图表 12：行业双十一 GMV 与增速.....	12
图表 13：天猫历年双十一表现.....	12
图表 14：全网双十一销售额各平台占比	13
图表 15：拼多多 iPhone 百亿补贴显著推动后续复购	13
图表 16：消费品牌微笑曲线：头部身份鲜明，尾部省心省力	13

图表 17: 三只松鼠打造的松鼠 IP 可爱活泼	14
图表 18: 松鼠客服口吻亲民, 体验舒适	14
图表 19: 三只松鼠的 IP 衍生策略和产品助其进一步打开市场	15
图表 20: 规划中的安徽芜湖松鼠小镇	15
图表 21: 松鼠小镇中的地标摩天轮	15
图表 22: 融入东方元素的中国风彩妆品牌花西子	16
图表 23: 花西子雕花设计款口红	16
图表 24: 2016 年起摩飞即在多社交平台做口碑营销	16
图表 25: 日食记、美食作家冰清等博主推荐摩飞产品	16
图表 26: 摩飞的关键词投放与小红书内容种草	17
图表 27: 摩飞 2019 年双十一取得不错的成绩	17
图表 28: 雅诗兰黛的明星广告与直播营销屡试不爽	17
图表 29: 雅诗兰黛双十一预售首日火爆	17
图表 30: 雅诗兰黛双 11 清单投放多位 UP 主和 KOL	18
图表 31: 雅诗兰黛的立体式营销轰炸波及多种渠道	18
图表 32: 简单粗暴买一送一助推雅诗兰黛销售猛增	18
图表 33: 多种赠品组合助推雅诗兰黛销售猛增	18
图表 34: 薇娅带货雅诗兰黛小棕瓶	18
图表 35: 李佳琦带货下的 41 万套小棕瓶瞬间售罄	18
图表 36: 雅诗兰黛将小棕瓶礼盒由圣诞节提前至双十一发布	19
图表 37: 平价不失大牌风范的完美日记品牌内容渲染	19
图表 38: 完美日记亮相巴黎时装周 TCC	19
图表 39: 完美日记与各投放渠道的用户重合情况: 用户地域分布	20
图表 40: 完美日记与各投放渠道的用户重合情况: 用户年龄与性别	20
图表 41: 完美日记的小红书内容投放	21
图表 42: 完美日记的 B 站内容投放	21
图表 43: 号称“双十一很难抢到”的小黑钻套组系列	21
图表 44: 2019 当红炸子鸡小金钻及反重力唇釉	21
图表 45: 完美日记 104/208 色号口红是李佳琦直播常客	21
图表 46: 李佳琦“抢不到口红梗”登陆吐槽大会第四季	21
图表 47: 完美日记搜索指数变化 (2017-2019)	22
图表 48: 完美日记 2019 双十一战报: 天猫彩妆第一名	22
图表 49: 完美日记小完子优秀的情感经营策略	22
图表 50: 完美日记小完子 IP 成为用户贴心美妆选购助手	22
图表 51: 白胖子拟人化营造卸妆水场景氛围	23
图表 52: 渠道短链化难度高, 对上游话语权参差不齐	23
图表 53: 品牌短链化空间大, 白牌机会多	23
图表 54: 必要的短链化供应链模式	24
图表 55: 必要通过严苛质控体系, 培植优质工厂白牌	24

图表 56: 拼多多的拼品牌计划已渗透至超过 60 个工厂/产地品牌.....	24
图表 57: 天猫双十一十大行业同比增速排序	25
图表 58: 京东双十一十大行业同比增速排序	25
图表 59: 空调天猫 2019/11/11 全天 GMV	25
图表 60: 冰箱天猫 2019/11/11 全天 GMV	25
图表 61: 格力空调双十一大幅品牌补贴形成鲶鱼效应	26
图表 62: 洗衣机天猫 2019/11/11 全天 GMV.....	26
图表 63: 油烟机天猫 2019/11/11 全天 GMV.....	26
图表 64: 集成灶天猫 2019/11/11 全天 GMV.....	27
图表 65: 生活电器天猫 2019/11/11 全天 GMV	27
图表 66: 摩飞产品凭借高颜值争夺了不少用户芳心	27
图表 67: 戴森是各大平台实施补贴的宠儿.....	27
图表 68: 扫地机器人天猫 2019/11/11 全天 GMV	28
图表 69: 蓝牙耳机 (不含 TWS) 天猫 2019/11/11GMV	28
图表 70: 苹果 AirPods 2/Pro 成为双十一平台爆款.....	28
图表 71: AIROHA,BES 等公版 TWS 方案利好耳机厂商.....	28
图表 72: 香彩妆天猫 2019/11/11 全天 GMV.....	29
图表 73: 美容护肤天猫 2019/11/11 全天 GMV	29
图表 74: 运动鞋天猫 2019/11/11 全天 GMV.....	29
图表 75: 运动服天猫 2019/11/11 全天 GMV.....	29
图表 76: 男装天猫 2019/11/11 全天 GMV	29
图表 77: 女装天猫 2019/11/11 全天 GMV	29
图表 78: 海外服饰大牌已摸索出清晰的线上大促打法	30
图表 79: 波司登是双十一为数不多表现亮眼的服装品牌.....	30
图表 80: 零食坚果天猫 2019/11/11 全天 GMV	30
图表 81: 纸品清洁天猫 2019/11/11 全天 GMV	30
图表 82: 悦己自我型消费背后, 白牌的生意机会正在冉冉升起.....	31
图表 83: 许多白牌实际是工厂自有品牌, 具备自建产能.....	32
图表 84: 拼多多通过扶持白牌获取更多订单转化.....	32
图表 85: 短视频平台直播带货销量区间: 快手底部价格带商品占优.....	32
图表 86: 市场调研显示下沉用户更注重口碑与价格因素	33
图表 87: 白牌商品须做有效的价格锚定	33
图表 88: 白牌商品更多满足用户基础和省心需求.....	34
图表 89: 线上是白牌商品的重要渠道	34
图表 90: 南极电商品牌授权为核心的商业模式	34
图表 91: 南极电商 C 店店群分销模式保障流量的规模.....	35
图表 92: 南极电商在非淘系的销售占比逐步提升.....	35
图表 93: 南极电商全网品牌入口搜索占比低 (2018.9)	35
图表 94: 南极电商用户城市分布 (2018.9)	35

图表 95: 南极人积极践行品牌与品类扩张策略	35
图表 96: 拼多多与南极人的适配度不断提高	35
图表 97: 电商的代际演进: 中心化到泛化的电商进化方式	36
图表 98: 李佳琦与薇娅的双十一大促直播	37
图表 99: 淘宝直播双十一预售+当天成绩显赫	37
图表 100: 直播的品类覆盖度高	37
图表 101: 村淘直播成为直播频道新增量	37
图表 102: 网红的分类逻辑, 变现效率最高的仍属带货类网红	38
图表 103: 网红带货崛起的诱因: 信息传播效率+基础设施建设双升级	38
图表 104: 2018 淘宝直播用户城市结构分布	39
图表 105: 抖音和快手直播用户城市结构分布	39
图表 106: 抖音 VS 快手代表畅销品牌对比	40
图表 107: 抖音 VS 快手代表畅销类目对比	40
图表 108: @辛巴 是快手平台顶级带货网红之一	40
图表 109: 网红直播带货玩法已席卷全国	41
图表 110: 大牌带货已成风 (Armani 口红与 AUSSIE)	41
图表 111: AMIRO、三谷等品牌也曾邀请李佳琦带货	41
图表 112: 有赞服务市场提供短视频/直播代运营服务	42
图表 113: 拼多多试水店铺直播与百亿补贴直播带货	42
图表 114: 李佳琦 2020 年的内容植入玩法将精彩纷呈	43
图表 115: 很多热词随李佳琦带货兴起	43
图表 116: 2020 李佳琦品牌直播脱口秀传播策划	43
图表 117: 加拿大鹅、UGG 在网易考拉海淘仍属爆款	44
图表 118: 2019 第三季度小米手机出货量居全球第四	44
图表 119: 小米已在法国、意大利、西班牙等国家开店	44
图表 120: 小米日本市场首发阵容	44
图表 121: OROLAY 羽绒服在亚马逊卖爆	45
图表 122: ShareSave 畅销品牌: 蜻蜓、飞智	45
图表 123: 蜻蜓、飞智国内更多依靠特定方式获取流量	45
图表 124: 19Q3 收购考拉后, 天猫的跨境电商份额陡增	46
图表 125: 拼多多黑五直接与亚马逊合作	46
图表 126: 三只松鼠门店外展	47
图表 127: 三只松鼠线下门店内景	47
图表 128: 完美日记线下门店的设计注重互动与沉浸感	47
图表 129: 小米有品南京旗舰店	48
图表 130: 小米有品合肥旗舰店	48
图表 131: 店内品牌与产品数量非常丰富	48
图表 132: 有品电商与线下店为白牌商品提供新流量	48
图表 133: 2019 双十一当天天猫 TOP1000 店铺 GMV 占比超过 40%	49

图表 134: 私域流量的服务转化方式.....	50
图表 135: 私域流量的典型运营路径 (基于微信生态)	50
图表 136: 品牌在微信设立公众号/小程序官网	51
图表 137: 微信搜索结果包含小程序店铺	51
图表 138: 微信生态交易规模 (亿元)	51
图表 139: 平台广泛入局私域流量, 但背后意图莫辨	51
图表 140: 随着流量私域化进程的发展, 微信生态服务商的力量开始庞大	52
图表 141: 阿芙线下门店	52
图表 142: 阿芙的私域流量打法	52
图表 143: 飞鹤的 (私域流量) 运营策略	53
图表 144: 孩子王黑金 PLUS 会员运营效果	53
图表 145: 飞鹤微信生态下的顾客触达思路	53
图表 146: 飞鹤公众号与社群直播	53
图表 147: AKOKO 有赞官方商城注重用户在微信生态内的购物习惯培养	54
图表 148: 微信直播开通后, 理论上腾讯提供的私域触点更加丰富	54
图表 149: 历年双十一天猫女装品牌销售额 TOP5	55
图表 150: 历年双十一天猫个护品牌销售额 TOP5	55
图表 151: 韩都衣舍线下店	56
图表 152: 茵曼线下店	56
图表 153: POPMART 系列盲盒“端箱”消费成习惯	57
图表 154: POPMART 自动售货机&闲鱼渠道发达	57
图表 155: 钟薛高与小仙炖、泸州老窖的联名款合作	57
图表 156: 欧阳娜娜 vlog 推荐王饱饱	57
图表 157: 元气森林通过日系包装打开用户尝鲜大门	57
图表 158: 享受‘审美红利’的三顿半产品	57
图表 159: 老品牌翻新触媒的确有利于激活新消费市场, 但可持续多久呢	58
图表 160: 4P+波特五力用于分析消费品牌成长要素仍未过时	58
图表 161: 全棉时代作为国牌新秀的代表, 已进入壁垒相对稳定阶段.....	58
图表 162: 城镇居民可支配收入: 实际同比 (%)	59
图表 163: 全国居民可支配收入差异 (分组, 万元/年)	60
图表 164: 全国居民收入基尼系数差距扩大.....	60
图表 165: 从微笑曲线到 M 型消费结构: 中产的分化带来收入两端的聚集 ...	60
图表 166: 轻奢品牌在国内的未来何去何从.....	61

品牌微笑曲线两端共同开启大消费领域新征程

品牌本质是（在一定条件下）商品与用户认知的情感链接方式。本篇报告我们参考微笑曲线形式，将品牌知名度高、公众广泛知晓、主要通过品牌自身影响力形成购买转化的商品品牌（线上购物时直接通过搜索品牌进入商品列表并最终形成交易转化）定义为“大牌”（头部品牌，微笑曲线右侧），如格力、美的、奥克斯、雅诗兰黛、欧莱雅、波司登、李宁、安踏、中顺洁柔等；将用户通过电商搜索所需品类进入商品列表，最后形成交易转化的商品品牌称为“白牌”（微笑曲线左侧），如南极人、北极绒、丝飘等；其余为腰部品牌，交易转化形式包括不限于线上的品牌与品类搜索等。

从 2019 年的消费行业中，我们看到如下消费趋势已经初步建立（1）大牌逻辑愈发坚挺，美妆、运动户外、小家电、空调、乳制品与纸品等等各大快消品类的头部胜出的玩家仍然是我们耳熟能详的大牌，历年 618、双十一机制的变革帮助这些大牌进一步巩固头部定位（2）白牌市场被广泛打开，绝对低价成为白牌的核心优势，特别是在下沉市场战役格外火热的 2019 年，以拼多多、快手直播为核心的平台壮大了白牌商品的消费风潮，南极人、丝飘、家卫士等白牌商品在拼多多等平台上的销售额占比也在显著提升；我们认为这两类品牌通过 IP 化（人格化）、内容化、全渠道、短链化等方式，潜移默化地影响了人们的消费方式和购物的决策路径。随着未来用户的消费心理趋于更加理性与谨慎，我们认为大牌与白牌商品将更加具备市场空间。

图表 1：大牌与白牌：品牌属性的差异背后是价值观的差异

比较维度	大牌	白牌
典型品牌	LANCÔME SK-II 波司登 GREE 格力 ESTÉE LAUDER 欧莱雅	SNH 南极人 丝飘 sipiao 丝飘 Colson 洁柔
商品单价	高	低
品牌认知度	高	低
转化方式	主要为品牌入口（搜索品牌后下单）	主要为品类入口（搜索品类后前往品牌商品）
大促曝光度与促销力度	高	低
促销感知度	高	低
用户对品牌的认知逻辑	通过广告/促销/口碑建立	通过多次购买/使用后建立
用户对商品的购买逻辑	通过品牌自有流量积累	通过品牌所属品类导流
购买后评价分布	主观好评居多、部分差评	默认好评居多，好评差评较少

来源：各品牌官网，国金证券研究所

因此我们认为，未来的消费形势将包含如下几个主要方向：

1、消费理性化，具备鲜明属性的品牌商品更受青睐。我们认为随着国内名义 GDP 阶段性上行（国金宏观团队预计 2019 年度名义 GDP +8% yoy，2020 年+8.3% yoy），社零增速缓慢增长，居民的消费需求将在逐渐回归理性中受经济增速拉动缓慢爬升。同时，国民消费在民族自信背景下开始逐渐兴起，相对简约、谨慎与直截了当的消费意识正逐步普及，国潮崛起成为这股浪潮中不可或缺的共识；我们认为消费理性化之所以蔓延，是过往多年来移动电商化所导致的“随时随地满足冲动消费”以及“人造电商消费节”两者共同作用后，用户消费需求开始被动前置（被各类促销游戏入坑）带来的结果。此外，我们认为消费理性化将长期持续的原因除了个人对未来收入预

期减少之外，商品选择多样化的消费环境下对需求的更精准、更高效的打磨也将成为用户心智不断成熟的催化剂。

2、随着消费理性化，从品类入口购买商品到品牌入口购买商品的消费导向将会更加明显，品类入口未来将会更适用于高频快速替代的省心型商品。面对繁杂广阔的商品池，用户将会更加明晰自己需要怎样的品牌来代表自身形象，行业内头部品牌的成长逻辑将因此变得更加清晰，白牌也将紧随其后进行大浪淘沙式的更替——有口碑的白牌商品将有能力与大牌商品共同抢占渠道入口，登上同一舞台。

3、随着头部品牌的成长逻辑更加清晰与稳定，电商行业格局将整体进入焦灼状态，交易规模增速进入中低区间。各大电商平台相互渗透、抢夺存量市场为主的方向将在中长期内保持稳定，对头部品牌“自带流量”的依附性加剧，这将进一步磨砺与提升头部品牌的集中度；同时在下沉市场的渠道渗透路径逐渐清晰的条件下，下沉市场将进一步成为各大电商平台增量市场中必争之地。**因此渠道与品牌相互带动，互促进化的趋势将不断蔓延。**

4、随着电商竞争的逐步焦灼，营销、获客、商品、渠道的逐步同质化，古典电商 vs 泛电商业态的格局将会逐渐显现。古典电商成为大牌商品和头部网红带货的重要阵地，泛电商生态将成为中小/腰部/长尾品牌的主战场以及流量溢出后所流向的核心地带：商业领域众多场景都在引入或借鉴电商模式，电商基础设施的不断成熟也为这些场景实现电商化带来了良好的条件。我们认为电商正在打破品类边界、场景边界与商业模式边界——各种易损耗商品（生鲜）、长决策周期商品（车房）以及可选消费品（奢侈品）被纳入到了电商赛道，同时车房等低频、长周期决策消费品也在逐渐被电商突围；此外电商模块在金融、直播、短视频、出行、运动等行业都有提升变现效果作用。电商商业模式也由中心化平台逐步演变成为针对细分场景需求的垂直模式，如海淘（买手）需求、商品二手交易需求、库存清尾货需求以及（生鲜食品）社区拼团需求，而这些需求的背后都反映出电商模式在逐渐帮助供应链效率提升，将效率提升带来的差价空间挤出并让利给用户。

图表 2：头部品牌支撑的古典电商外，泛电商业态已悄然而至



来源：各渠道官网，国金证券研究所

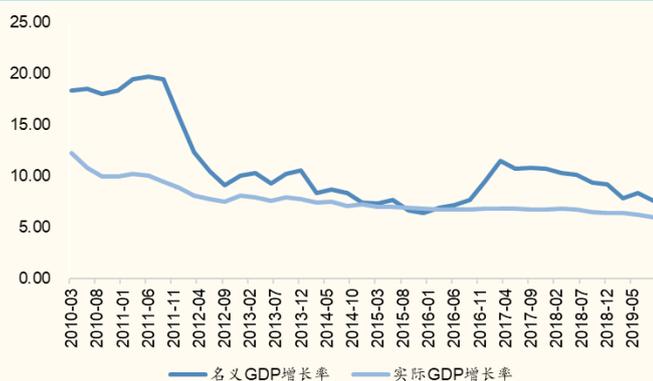
一、价值回归意识兴起：曲线两端是消费品牌成长的主旋律

1、经济将于明年稳中回暖，是居民对未来收入预期和消费欲望的强心针

我们认为，居民未来消费额度的预期就是对未来收入的心理预期。人们对未来收入的判断将很大程度影响当前时点的消费欲望：“如果预计未来会加薪、股票会涨、理财收益会显著提升，何不现在加个鸡腿犒劳下自己？如果未来可能投资收益减少，还不如现在就改成吃馒头加咸菜，勒紧裤腰带未雨绸缪...”，这样的心理使得用户在当前经济环境以及过往消费欲望释放之下，对未来的消费判断更加理性。

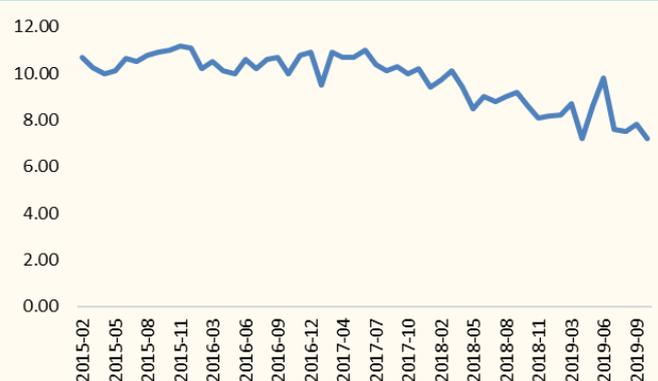
从宏观角度，明年经济增速的小幅回暖以及减税降费可能会成为拉动居民消费提振的重要指标。未来看，消费的整体提振有如下几点积极的刺激因素：**第一**，物价水平受猪价影响上涨，拉动名义 GDP 上行，社会消费品零售总额同比回升，从财富效应角度看对消费需求具有拉动作用；**第二**，减税降费令居民对收入预期改观，可能对消费需求带来提振；**第三**，汽车销售趋势从边际考量角度看不再更差。2019 年企业和居民消费意愿出现谨慎状态，我们认为实际是社会消费品零售总额增速仍处于偏低水平的显现。不过，往后看特别是 2020 年后 CPI 将维持高位，商品价格上涨，名义消费支出被动上行。此外，减税降费对于消费也具有一定提振（据国金测算，增值税减税带来 6500 亿减税规模将能够被企业和消费者分享，而个人所得税调整以及专项抵扣也将带来 4200 亿的个税减免）。汽车消费方面，库存和销售同比数据均处于历史低位，未来看更差的可能性较低，因此，四季度名义社会消费品零售总额同比将会有所上升。展望 2020 年，消费在减税效应以及名义 GDP 带动下仍将有所增长。

图表 3：近年来名义 GDP、实际 GDP 增速 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：社会消费品零售总额月同比增速 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

2、伴随大促成长起来的用户，理性而不失感性的消费心理逐渐养成

我们始终认为大促期间的消费心态决定了用户购买的品类：电商大促期间最具有购买欲望的商品包括：1) 单价较高，购买频率低，平时促销力度不

大的商品，如 3C、家电、家具、珠宝首饰等；2) 适合囤货，以量换价的商品，如婴儿奶粉、保健品、化妆品和常温奶等。然而“双十一”已从单纯的商品促销逐步演化为多方利益协同和博弈的战场，用户对待平日促销和大促时段的**理性程度也随着平台玩法的不断丰富、优惠力度愈发间接而愈发提升**。各大平台的大促趋同度也越来越高：平台补贴+站外广告投放+红包+神券+秒杀+砍价+抽奖+满减/直降等促销玩法普及，不同平台促销方式已被“借鉴”到全网各平台，大促玩法趋同的背后是各大平台对全市场用户覆盖的野心。

图表 5：2019 双十一各大平台大促类别一览：促销手段严重趋同

天猫	京东	苏宁	拼多多
<p>双11合伙人：全民开喵铺，瓜分20亿红包；盖楼大挑战，组队领红包；心愿大奖</p> <p>红包：超级红包；转发微博抽双11红包；密令红包；爆款清单红包；红包雨</p> <p>满减：每满400减50元的购物津贴</p> <p>限时优惠：在大促基础上新增限时优惠价格，拼手速下单</p> <p>愿望清单+预售有礼：建立愿望清单，分享得红包，付定金返红包</p>	<p>全民养红包，抢1亿现金红包：养红包分奖金，红包升级至Lv5即可获得瓜分资格</p> <p>红包：集十二玉首卡刮分千万红包</p> <p>神券：签到分现金券：全品类券；赢锦鲤红包，每日30万，先到先得</p> <p>超级百亿补贴：神券补贴、互动最高分千元现金、爆品疯狂秒杀优惠、一元体验无忧服务</p> <p>薅羊毛大全：使用京东支付单单享优惠</p>	<p>天天发现鲸：全民养鲸鱼，赢百万大奖</p> <p>红包雨：玩游戏得云钻、大额券</p> <p>游戏赢红包：狮狮连萌，闯关赢4999免单；小苏的农庄，种农作物得金币兑换券/商品</p> <p>红包召唤狮：签到领红包，连续签到瓜分大额云钻</p> <p>免单/息福利：使用苏宁支付笔笔返现，最高享1888元免单；用任性付，爆款商品享6/12期免息</p>	<p>百亿补贴：百亿补贴狂加码，全场无预售/定金</p> <p>红包雨：大促惊喜红包，双11当日全场通用可叠加</p> <p>平台满返：每日全平台拼单成团后金额达到返现门槛即可领取现金券奖励</p> <p>万券齐发：整点抢大额神券</p> <p>秒杀万人团：参团拼单购品牌特价商品</p> <p>幸运大转盘：活动期间每日可抽奖2次，有机会获得优惠券/品牌商品</p>

来源：星图数据，国金证券研究所

然而在拼多多为首的百亿补贴活动的刺激下，用户在消费欲望上仍然显露出感性的一面：2019年双十一期间拼多多作为“百亿补贴”项目的发起者，在以阿里和京东为代表的古典电商历年来传统双十一玩法下开启了一套全新的打法，完成了一波漂亮的反击。我们认为**拼多多上的产品销售逻辑更容易催生爆款单品，因此在品牌调性正在爬坡的基础上，单品逻辑是冲量的重要武器：爆款销量的转化更多需要用户“放下戒备”打开钱包**；因此2019年双十一“百亿补贴”简洁明快促销手段在拼多多平台大放异彩，成为相较阿里、京东更加受用户青睐的互动方式；而后阿里京东被迫下场参与补贴活动，补贴活动最终演化成一场以平台自身力量争奇斗艳的大牌商品低价补贴战。我们认为这种拼杀的背后反映出用户对于各类促销的理解难度不断加大，倒逼用户养成了理性与谨慎的消费态度——优惠力度的大小和清晰度（用户对优惠金额的可辨识程度）决定了用户转化程度，掏钱包的思考周期随着辨识度的下降而越来越长，当然，补贴也对各大平台实际利润水平造成巨大压力。

图表 6：用户的理性判断使得平台不得不真枪实弹来把控价格冰点



来源：天猫、京东、拼多多 APP，国金证券研究所

图表 7：眼花缭乱活动的背后倒逼用户做更理性判断



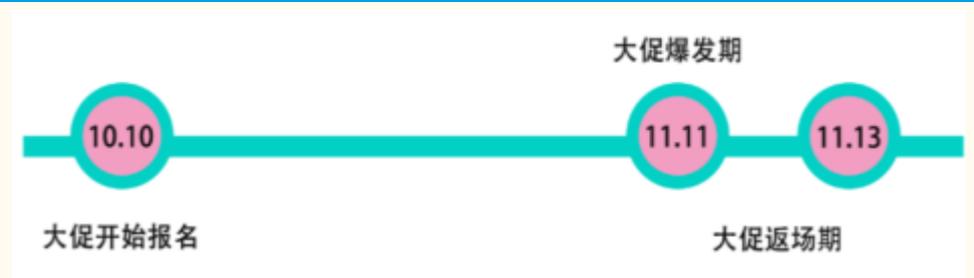
来源：天猫官网、国金证券研究所

图表 8：只要存在鲶鱼效应，抓住用户眼球并不难



来源：拼多多 APP、唯品会官网、国金证券研究所

图表 9：拼多多的双十一作战规划：简单直接



来源：拼多多商家社区双十一报名帖，国金证券研究所

提到理性消费心态的养成就不得不提到背后的助推器：618 与双十一大促。史上最拼的 2019 年 618 与双十一背后，是大牌与资本的双赢游戏。我们认为，618、双十一均已进入其各自生命周期的后半段，未来比拼 GMV 甚至将不会再成为重点，每年大促 GMV 指标背后隐藏的业绩支撑导向和利益权衡导向已被各大品牌和相关方所共知，因此各家电商平台未来是否会继续披露大促 GMV 及增速也将成为市场关注的焦点。各平台和品牌都将逐渐淡化对数字的宣传，回归消费本源，这是我们所理解的必然趋势。

双十一的动机也逐步从单纯的促销初心转变为一条不归路。从 2009 年的双十一“造节、满减/直降、激发单身用户购物需求、培育淘品牌”等等单纯的玩法出发，当时的双十一更多是为了帮助刚刚诞生的淘宝商城寻找记忆标签，培养淘宝商城影响力；2019 年的双十一早已不是品牌处理尾货的选择，而是成为为了市值的稳固和资本市场的认可、保障全年交易规模和业绩增长、稳固和扩充流量基本盘，从而最终维系竞争地位的重要手段之一；大牌也逐渐认同双十一成为新品首发的重要阵地；电商平台和品牌对于大促销的依赖将进一步加深。

图表 10: 2009 年双十一: 简单直接的促销玩法



来源: 腾讯网, 国金证券研究所

图表 11: 2019 年双十一: 商家全方位资源的海陆空比拼

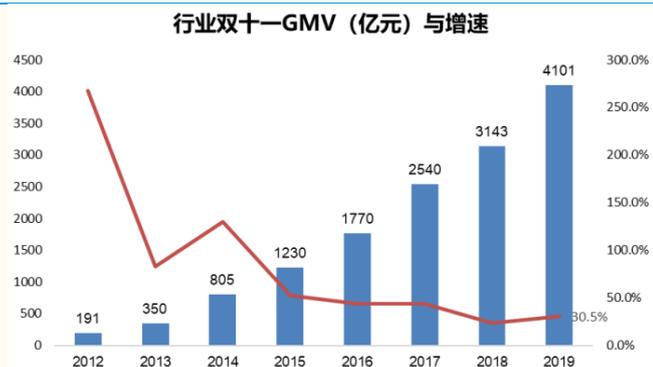


来源: 天猫商家后台, 国金证券研究所

同时, 双 11 的成交额也从 2009 年的 5200 万美元激增到 2019 年的 2,684 亿。2019 年双 11 近 300 个品牌当天销售过亿, 强劲的商业力量爆发让人记忆深刻。2019 年双十一全网 GMV 达到 4,101 亿元, 同比增长 30.5%, 超过去年 28% 的水平, 说明 2019 年双十一平台参与的大规模补贴下的“低价血拼”过度, 这也能够侧面说明用户的消费前置导致家庭消费透支的现象发生; 作为主场玩家, 天猫 2019 年双十一当天 GMV 为 2,684 亿元, 同比增长 26%。阿里占据历年双十一主场优势, 通过双十一当天爆发销售需求和聚拢流量的方式, 每年双十一的销售数据增速仍可观, 但运营已逐渐缺乏新意。

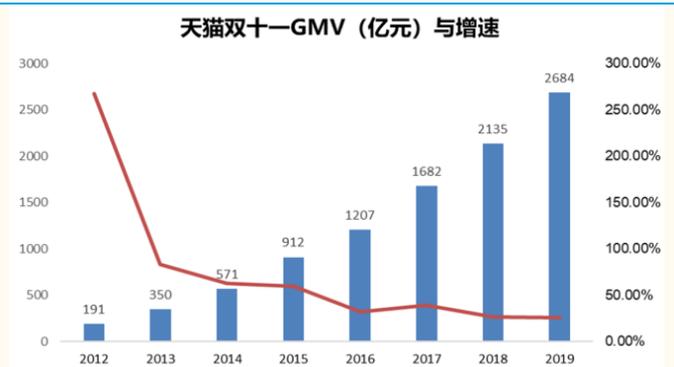
总结起来, 我们认为本届双十一拼多多的打法相对内敛且直接, 是双十一的一股“清流”。其并不特别注重双十一期间的促销氛围渲染, 但通过差异化竞争策略在存量和增量用户市场均有所斩获, 根据国金数据口径, 拼多多依托爆款 iPhone 11 百亿补贴的打法, 获取了一批新用户逐渐理解和种草拼多多平台, 开始在其它品类上做尝鲜。

图表 12: 行业双十一 GMV 与增速



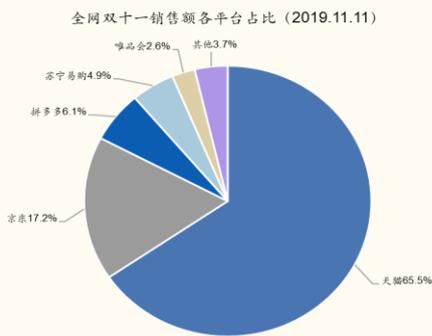
来源: 星图数据, 国金证券研究所

图表 13: 天猫历年双十一表现



来源: 天猫历年双十一战报, 国金证券研究所测算

图表 14: 全网双十一销售额各平台占比



来源: 星图数据, 国金证券研究所

图表 15: 拼多多 iPhone 百亿补贴显著推动后续复购

参与拼多多 iPhone11 百亿补贴用户的后续商品复购行为

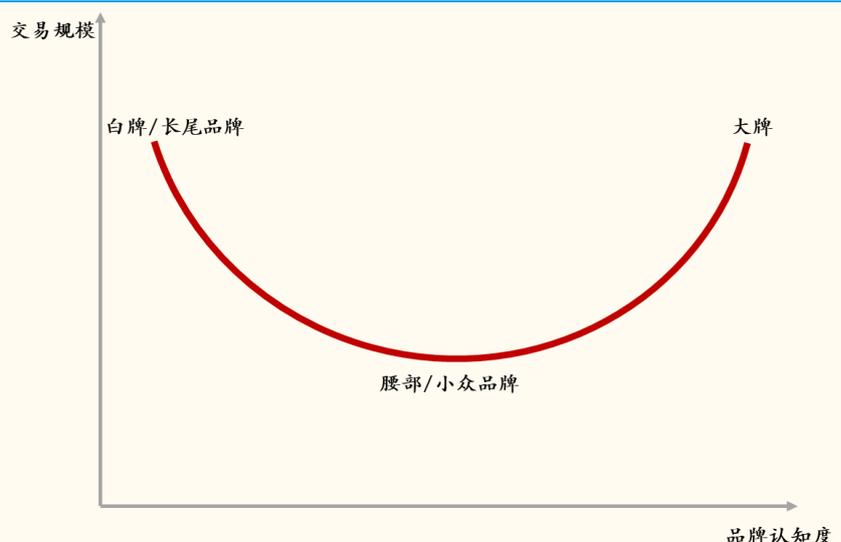
拼多多类目	复购品类销量占比	复购商品平均价格	整体用户客单价
服饰箱包-内衣裤袜	8.15%	23.56	20.40
数码电器-3C数码配件	6.26%	12.83	10.26
食品保健-零食/坚果/特产	5.96%	14.24	12.00
服饰箱包-女装/女士精品	4.66%	48.28	39.19
家居生活-洗护清洁剂/卫生巾/纸/香薰	4.28%	16.32	13.10
家居生活-居家日用	3.71%	12.95	10.64
家居生活-饰品/流行首饰/时尚饰品	2.74%	9.66	8.33
服饰箱包-男装	2.56%	56.60	47.80
家居生活-收纳整理	3.08%	10.07	8.18
其他	58.61%	28.06	

来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所 注: 双十一后 30 天监测数据

3、消费品牌的微笑曲线：大牌与白牌脱颖而出

如开篇和上文所述, 我们认为在经济将缓慢复苏, 消费心态回归理性的大趋势下, 电商渠道日益壮大、购物节日愈发普及、下沉市场渠道通路重新登上历史舞台, 因此大牌与白牌的市场机会和空间将会得到进一步释放, 成长性将会逐步兑现。而腰部一系列品牌特征并不清晰的“曲线中段”品牌将会面临增长瓶颈; 小众/新消费品牌虽然也属于腰部, 但凭借轮廓逐步完善的品牌理念和高效的传达通道, 有望向曲线右侧爬升进入大牌序列。为此, 在本篇报告中, **我们提出了消费品牌的微笑曲线 (即微笑曲线型品牌的消费结构) 这一概念**, 尽管品牌的生命周期长短不一、大浪淘沙随着用户结构和习惯的变迁时刻在上演, 最终只有少数的大牌和白牌能够长青, 但我们仍然认为“一波波大浪淘沙的过程, 将推动微笑曲线两头品牌势能的不断上行, 中段的腰部品牌如果不寻求变革, 或将逐渐湮没在历史的洪流中”, 这将成为未来 1-3 年内大消费领域的新机会点, 我们将从 **IP 化 (人格化)、内容化、全渠道、短链化** 四个方面的运营策略分析两类品牌崛起的背后动因。

图表 16: 消费品牌微笑曲线：头部身份鲜明，尾部省心省力



来源: 国金证券研究所

(1) 品牌的 IP 化 (人格化) 运营。我们认为, 大牌之所以能够在传统

媒体时代和新媒体时代持续受到用户青睐，除了大牌具备时间积淀的因素外，与用户产生社交层面的深层情感联结也是在新媒体时代品牌说服用户购买自己产品和服务的有效方法，而产生社交化情感链接的前提就是品牌 IP 化（人格化）的过程。品牌以“人格展现”的形式与用户在特定场景产生持续互动，让用户愿意支付更高的溢价购买产品和服务。

以三只松鼠为例：零食企业的 IP 梦想家三只松鼠在 IP 内容策略上颇有心得。三只松鼠将目标客户精准定位为 80、90 的新生代群体，并建立萌宠的品牌形象和亲切的主人文化。三只松鼠塑造的三个 IP “松鼠小贱、松鼠小美、松鼠小酷”具备可爱形象、星座、爱好、个性等特征。这样的品牌设定具有趣味性，能够快速吸引目标用户关注。此外，三只松鼠以主人和宠物之间的关系，替代传统商家和用户之间关系，客服以松鼠口吻与用户交流：亲切称呼用户为主人。这样的沟通方式提升了用户的消费体验，打造超预期服务，增强用户粘性，品牌由此具备了立体形象，被赋予人格属性。围绕网红、IP 和二次元，三只松鼠实现了品牌的 IP 化和人格化，以此拉近商家与用户的距离。我们具体从内容原创化与 IP 产业化角度进行分析：

图表 17：三只松鼠打造的松鼠 IP 可爱活泼



来源：凤凰网，国金证券研究所

图表 18：松鼠客服口吻亲民，体验舒适



来源：三只松鼠微信官方公众号，凤凰网，国金证券研究所

内容原创化，深度挖掘品牌价值。在初步建立 IP 后，三只松鼠通过在各个消费触点中设计创意内容，不断强化萌系品牌形象。公司打造的视觉营销体系，无论是线下产品包装还是线上店铺网页都具有较强的视觉冲击，保持萌系风格，品牌人设得以突出。同时，公司不断发掘 IP 价值，例如 2014 年 4 月成立子公司松鼠萌工厂动漫文化有限公司，开始进行动漫编剧与运营。公司制作的“松鼠萌动漫”目前已有三只松鼠都市系列、贱萌三国、松鼠嗑壳课、奋斗吧！松鼠小贱等四个系列，发布于全国数百家电视台和主流视频平台，其中投资数千万的《三只松鼠》动画大片全网播放量突破 1 亿次。此外，公司还制作了一系列主题壁纸、表情包等趣味原创图片，使品牌形象更加生动有趣，引发顾客、粉丝的自传播。在各类形式原创内容的运营与传播过程中，IP 形象不断鲜明，受众不断增多，品牌价值得以更深刻挖掘，三只松鼠的 IP 进一步向泛娱乐化迈进。

图表 19：三只松鼠的 IP 衍生策略和产品助其进一步打开市场



来源：公司官网，国金证券研究所

IP 产业化策略助推品牌生态体系建设。三只松鼠所提出的“泛娱乐化”战略核心观点是“打造内容垂直的 IP，搭建立体式的产业经营平台”。原创动画作为泛娱乐化战略的关键，是撬动整个“松鼠王国”的支点，而后续需要建立产品线，持续生产 IP 衍生品，最终构建商业多场景渗透能力。此外，三只松鼠未来计划建立松鼠小镇，依托三只松鼠 IP 形象与城市人文相融合，以“产业+文化+旅游+商业”为定位，构建一个特色主题娱乐综合体。

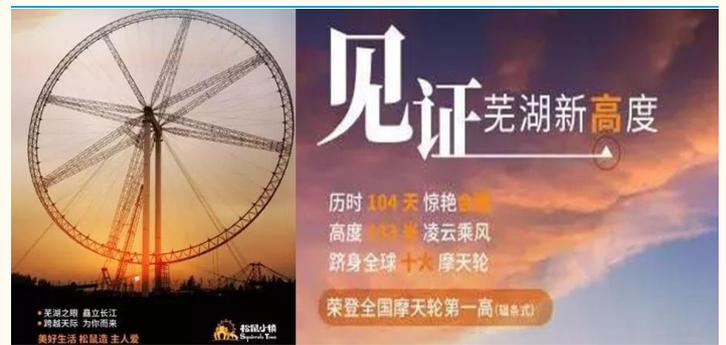
三只松鼠打造的 IP 是文化与商业融合的产物，IP 能够持续变现，且文化闭环，使得公司实现从农产品企业到线下品牌、文化与动漫企业的不断跨越。

图表 20：规划中的安徽芜湖松鼠小镇



来源：芜湖市城乡规划局官网，国金证券研究所

图表 21：松鼠小镇中的地标摩天轮



来源：松鼠小镇官方微博，国金证券研究所

(2) 品牌的内容化运营。内容化让用户对品牌的理解更立体，形成品牌口碑与文化的心智内化。主打中国风的品牌花西子，首次参加天猫双 11 销售就成功破亿，成为名副其实的黑马。花西子的打法并不像一个美妆品牌，它主要靠输出东方文化，影响和带动美妆消费。2019 年 9 月，花西子在纽约时装周与服装设计师跨界合作，推出了联名款汉服、联名时装、定制手包，展现东方元素的多样化魅力。在美妆品类花西子品牌精神也逐渐确立了此方向，在其官方微博上，注明了身份“东方彩妆”。花西子雕花口红不仅在造型上充满国韵，而且命名也含有东方元素：涅槃、锦簇、跃池、独秀。同时，花西子提出了“以花养妆”的理念，主打自然、安全标签。最终成为孕期真人秀《新生日记》的彩妆指定产品。

图表 22：融入东方元素的中国风彩妆品牌花西子



来源：花西子官网，花西子天猫旗舰店，国金证券研究所

图表 23：花西子雕花设计款口红



来源：花西子官网，国金证券研究所

同时，新宝股份旗下的摩飞品牌也在 2019 年双十一期间打出了一场漂亮的营销战役。摩飞电器是创立于 1936 年的英国公司，从 1998 年起开始与广东佛山顺德的新宝电器合作 OEM 出口业务。同时摩飞以品牌授权的方式，授权新宝电器在国内市场运营摩飞品牌。经过几年深度合作，新宝在 2017 年拿下了摩飞中国地区独家代理权。之后，摩飞快速打开国内市场，其下网红产品多功能锅和便携式榨汁机年年双十一销量领先。销量背后是新宝强势的内容营销策略落地：

头部账号大力宣传，美食博主强势种草。在微博上，许多美食博主在高频推广摩飞的产品，例如拥有 1817 万微博粉丝的日食记在双十二的抽奖中，送出了视频里同款摩飞电火锅。海外美食作家冰清在 2016 年开始推荐摩飞便携式榨汁机。同时，新宝也在穿搭博主、手账博主等生活类博主间投放软文物料。通过大 V 和 KOL 的互动、口碑宣传，逐步建立起用户对商品的认知。将高颜值产品与使用攻略相结合，向年轻人构建一种精致便捷的生活场景，打造了多功能锅和便携式榨汁机两大爆品。

图表 24：2016 年起摩飞即在多社交平台做口碑营销



来源：什么值得买官网，国金证券研究所

图表 25：日食记、美食作家冰清等博主推荐摩飞产品

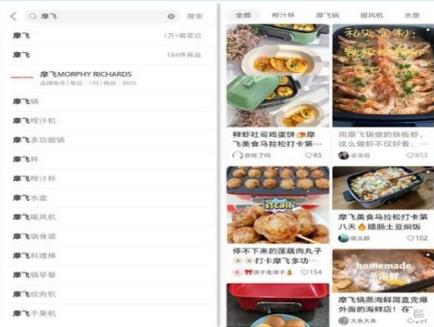


来源：新浪微博，国金证券研究所

发挥产品社交属性，扩大营销覆盖范围。摩飞的产品大多数是西式小家电，在用户日常生活中并非严格意义的必需品。大部分用户是因为流量博主的推荐而购买，可以预见这类人群也热衷于在社区里分享使用方法和心得，从而进一步扩大产品营销的覆盖范围。新宝抓住这一点后在新兴平台上成功发挥产品的社交属性。在抖音上，关于摩飞多功能锅的话题有 453 个视频，播放量达到 196.4 万，关于便携榨汁杯的话题有 356 个视频，播放量为 104.5 万。小红书上搜索摩飞，有超过 1 万+的笔记分享。其中大多数是用多

功能锅食谱，用户在分享自己生活的同时，为摩飞带来大量关注度。

图表 26：摩飞的关键词投放与小红书内容种草



来源：小红书，国金证券研究所

图表 27：摩飞 2019 年双十一取得不错的成绩



来源：天猫，国金证券研究所

(3) 品牌的全渠道运营。营销、优惠、新品策略是大牌屡试不爽的策略，在竞争尤为激烈的 2019 年双十一，全渠道发力成为“财大气粗”的大牌冲击销量新纪录，吸引用户上船的不二武器。从雅诗兰黛的全渠道运营策略看：

营销层面，雅诗兰黛采取了制造广阔声量，无限触达用户的策略。从国金证券创新中心的数据监测看，2019 双十一期间凭借声量造势的优势，预售金额突破 8 亿元。同时，雅诗兰黛在 2019 年双十一采取了金字塔式投放策略——顶级流量明星代言+头部网红直播推荐+腰部达人密集种草安利等多管齐下的营销玩法：我们看到从杨幂到李现与肖战，雅诗兰黛在吸引年轻用户的同时，推高男星代言彩妆的趋势；在淘宝直播上拿下了顶级直播大 V 的李佳琦和薇娅；除了顶流艺人和博主大 V 之外，雅诗兰黛还网罗了大批中腰部博主（5-30 万粉丝的博主进行相关分享维持产品的讨论，大量 1000-5000 粉丝的博主产品反馈帖塑造良好口碑），最终形成了“现象级流量艺人造势-顶级网红带货-大量 KOL 分享话题-维持产品热度-大批素人进行产品反馈-品牌口碑维护”的金字塔式营销结构。这样做的好处在于高效与自己的潜在消费人群建立联系，并逐步渗透，最终将用户转化为雅诗兰黛的用户和粉丝。同时，金字塔营销结构配合雅诗兰黛多年来的渠道营销深耕，如 TVC、户外广告牌、车厢广告等，重复敲击用户认知并加深记忆，使得最终在品牌营销的深度与广度上相得益彰。

图表 28：雅诗兰黛的明星广告与直播营销屡试不爽



来源：木兰姐微信公众号，国金证券研究所

图表 29：雅诗兰黛双十一预售首日火爆



来源：天猫官微，国金证券研究所

图表 30: 雅诗兰黛双 11 清单投放多位 UP 主和 KOL



来源: 小红书, B 站, 国金证券研究所

图表 31: 雅诗兰黛的立体式营销轰炸波及多种渠道



来源: 木兰姐微信公众号, 国金证券研究所

优惠层面, 在 2019 年双 11 预售期间, 为了稳固自己的销量, 海外美妆品牌启动了与国产品牌类似的大力度折价方式, 雅诗兰黛不会缺席。在买一送一, 雅诗兰黛 2019 年双十一首次推出了“小棕瓶眼部精华”“高能小棕瓶精华”“红石榴水”等多个明星单品的买一送一活动。优惠力度也体现在直播渠道: 薇娅直播间“小棕瓶精华液”可以买 20ml 送 18ml。李佳琦直播间的力推下, 41 万套“小棕瓶精华液”买一送一也瞬间被用户扫空。

图表 32: 简单粗暴买一送一助推雅诗兰黛销售猛增



来源: 天猫, 国金证券研究所

图表 33: 多种赠品组合助推雅诗兰黛销售猛增



来源: 雅诗兰黛官微, 国金证券研究所

图表 34: 薇娅带货雅诗兰黛小棕瓶



来源: 淘宝直播, 国金证券研究所

图表 35: 李佳琦带货下的 41 万套小棕瓶瞬间售罄



来源: 天猫, 国金证券研究所

通过对比，我们发现相较于被其它品牌双11规则和玩法搞得一头雾水的价格敏感型用户来说，雅诗兰黛简单粗暴的买一送一战略，在价格上实现了真正的竞争力，热情的用户直接将雅诗兰黛推向预售第一“宝座”。

新品推广为雅诗兰黛汲取了广泛的新品曝光。双11既是各大品牌的电商练兵场和秀场，也是新品的试验场——在流量和订单高度集中的同时，也为新品上线和销量爆发铺就了便捷的通路。雅诗兰黛在2019年双十一提前发布年度圣诞礼盒，即全新包装的小棕瓶礼盒，销量超过52万瓶，占据雅诗兰黛小棕瓶全球全年销量的四分之一。

图表 36：雅诗兰黛将小棕瓶礼盒由圣诞节提前至双十一发布



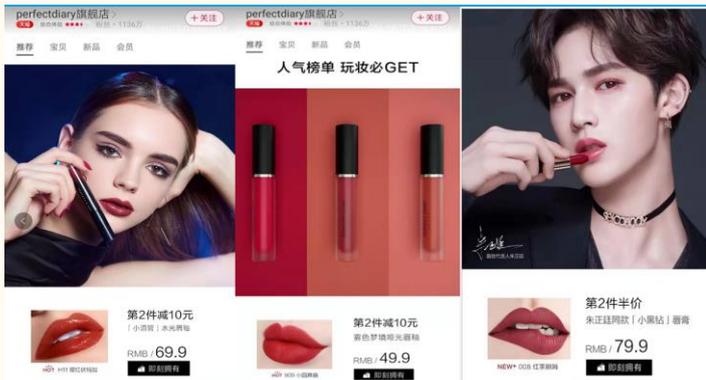
来源：天猫，国金证券研究所

综上所述，雅诗兰黛通过充分多样化的营销玩法、简单粗暴的买一送一和单品直降的促销力度、以及双十一重磅新品首发的多重策略组合，引爆了品牌在双十一盆满钵满的赚钱逻辑。我们认为，全渠道运营玩法的门槛较高，拥有强大品牌资产和时间积淀的品牌，随着对各类渠道的接触与玩法的碰撞，能够逐步通过全渠道玩法获取竞争壁垒。

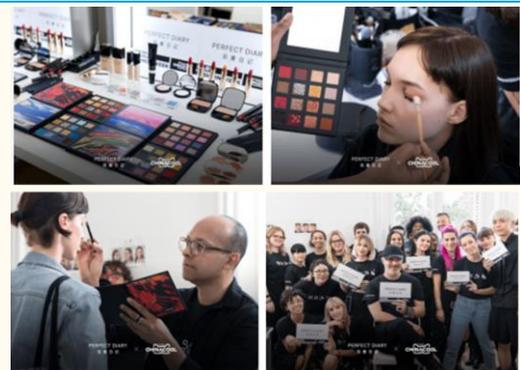
除了财大气粗的国际大牌之外，**精细化的全渠道运营策略也能够帮助国牌获取优秀的全域营销效果。**完美日记全渠道运营在所有国牌当中值得称道：

1) 懂国内年轻人的心理，营造平民大牌。我们认为完美日记自诞生起，就以年轻人为主攻人群，品质过关，部分产品可理解为国际大牌的平价替代，学生党也可以轻松买买买。从设计、到命名、到包装渲染均给予足够重视，同时被2019巴黎时装周Tmall China Cool (TCC) 指定为唯一彩妆品牌。

图表 37：平价不失大牌风范的完美日记品牌内容渲染



图表 38：完美日记亮相巴黎时装周 TCC



来源：完美日记天猫官方旗舰店，国金证券研究所

来源：中国网，国金证券研究所

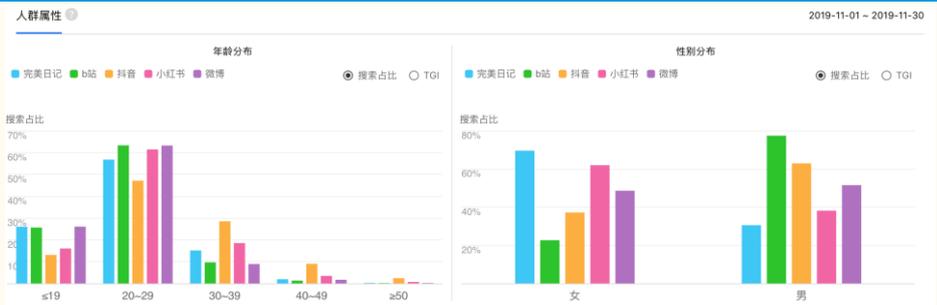
2) 内容化策略精准清晰，顶级流量和草根投放渠道均必不可少。2018年2月起，完美日记将小红书作为重点内容渠道开始运营，随后进入B站、抖音、微博，开启多平台运营，并加大投放力度。完美日记投放KOL范围较广，从素人到明星都涵盖其中，近似于上文提到的雅诗兰黛金字塔式投放策略。在小红书注重投放腰部以下的小众KOL，在B站热衷投放播放量几十万至几百万之间的UP主，力求更容易拉近与顾客距离。完美日记选择平台的主要依据是用户画像相近，用户购买力相当。从下图可以看出，完美日记和四个平台在用户地域分布、年龄、兴趣方面高度重合，平台的大量女性用户也可以满足品牌需求，平台用户年龄集中在20-29岁，消费能力适中，与完美日记的目标用户高度吻合。

图表 39：完美日记与各投放渠道的用户重合情况：用户地域分布



来源：百度指数，国金证券研究所

图表 40：完美日记与各投放渠道的用户重合情况：用户年龄与性别



来源：百度指数，国金证券研究所

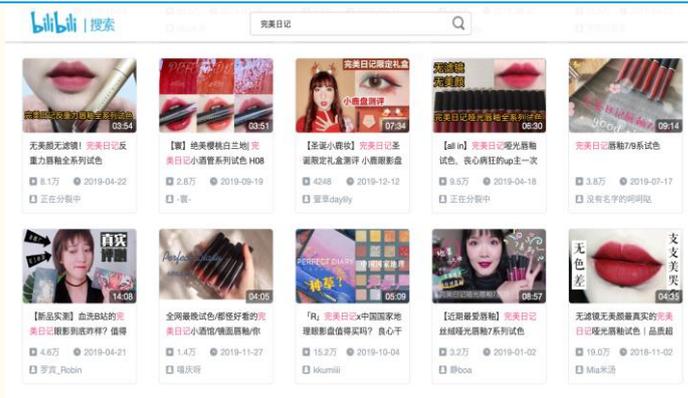
随着完美日记在各平台投放内容次数增多、频率增高，其关注度和销量也开始快速上升。我们观察到完美日记每年在3-4月和9-10月上新多款产品，在产品发布前后一个半月的时间中，依靠多样化平台打造1-2个爆款产品，完成从前期推广打开市场，中期广泛宣传，到后期维护热度的各个内容营销环节。

图表 41: 完美日记的小红书内容投放



来源: 小红书, 国金证券研究所

图表 42: 完美日记的 B 站内容投放



来源: B 站, 国金证券研究所

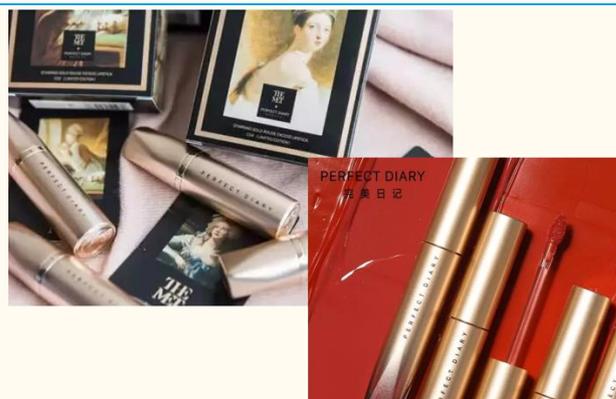
一个半月的多平台集中推广吸引到大量目标用户、潜在用户的关注后, 完美日记将利用天猫 618 和双 11 活动的巨大势能, 结合平价策略, 将产品销量推至高水平。2019 年双十一当天, 完美日记仅 28 分钟便超过 2018 年双十一全天销售额, 最终荣登天猫彩妆第一名。对用户需求和产品质量的精准把控, 让完美日记的爆款具有更长久的吸引力和更好的口碑。因此, 完美日记销量在一次次的创造新高后, 并没有快速下降, 反而呈现不断上升趋势。

图表 43: 号称“双十一很难抢到”的小黑钻套组系列



来源: 完美日记天猫旗舰店, 国金证券研究所

图表 44: 2019 当红炸子鸡小金钻及反重力唇釉



来源: 完美日记天猫旗舰店, 国金证券研究所

图表 45: 完美日记 104/208 色号口红是李佳琦直播常客



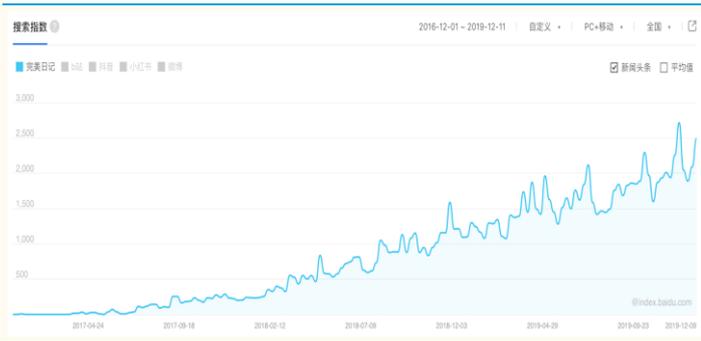
来源: 腾讯网, 国金证券研究所

图表 46: 李佳琦“抢不到口红梗”登陆吐槽大会第四季



来源: 吐槽大会, 国金证券研究所

图表 47: 完美日记搜索指数变化 (2017-2019)



来源: 百度指数, 国金证券研究所

图表 48: 完美日记 2019 双十一战报: 天猫彩妆第一名



来源: 天猫, 国金证券研究所

3) 注重品牌的人格化, 培育种子用户群体。完美日记创立的微信个人号“小完子”力图打造一个贴心的线上线下用户陪伴者。“小完子”的朋友圈中少见过度推销, 像是一个喜欢化妆、懂化妆品的普通女孩: 在微信群, 小完子会发布促销、抽奖等信息, 在私聊中, 聊天界面真人回复, 在朋友圈中分享美妆、种草、生活动态, 仿佛一个真实存在的朋友, 亲和、贴心、易交流, 无形拉近与用户的距离、了解用户的需求, 并引导用户的购买决策。“完子说”小程序的 slogan 是“你的私人美妆管家”。通过这些手段, 完美日记可以反复触达顾客, 提升转化或复购效率。

进入命名为“小完子玩美研究所”的微信群后, 完美日记通过“小完子”人设, 持续推送美妆内容与美妆话题, 引发用户关注与讨论, 同时完成售前、售后调研。此外, 在群内定时发布直播、抽奖活动, 提升社群活跃度。群流量一旦形成规模, 将具备较高黏性和转化率, 而完美日记内部有数百个相同的“小完子”账号, 统一人设、策略集中的形式使得流量运营效果大幅提升。

图表 49: 完美日记小完子优秀的情感经营策略



来源: 搜狐, 国金证券研究所

图表 50: 完美日记小完子 IP 成为用户贴心美妆选购助手



来源: 完美日记微信公众号, 国金证券研究所

除品牌统一 IP 外, 单品也可人格化: 完美日记针对爆款产品量身定制宠萌 IP 形象也深入人心。针对主推产品卸妆水, 完美日记塑造了一个白胖子的卡通 IP, 白白胖胖的白胖子一出现就萌倒众仙女, 白胖子卸妆水也因此成为最受欢迎的明星产品之一。

图表 51：白胖子拟人化营造卸妆水场景氛围

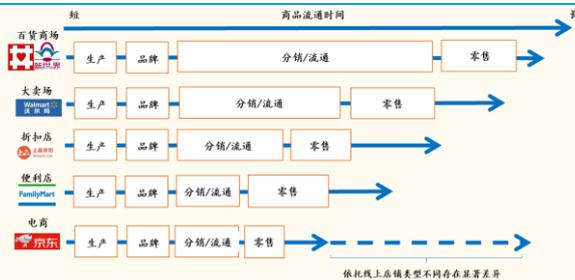


来源：完美日记官方微博，国金证券研究所

(4) 品牌的短链化运营。零售行业的短链效应一直在延续，这和零售的模式变迁息息相关，也和零售行业的本质：供应链效率提高的过程挂钩。我们看到从农贸市场到百货商场、到 Shopping Mall、超大卖场、品类专卖店与 B2C 电商、再到工厂电商...我们看到在价格战伴随零售行业发展多年之后，价格变化的趋势已从盲目的压低成本开始向上游要空间，因此短链化开始成为各大电商与零售平台的新尝试；但我们认为渠道的短链化目前仍处于摸索阶段，因为终端零售商对上游的影响力暂时有限，终端无法对上游提供较大的能力扶持，上游和电商的话语权博弈也一直处于焦灼状态。

相反，我们认为品牌的短链化运营更加有效：我们看到从格力美的为代表的分销渠道，到 MUJI、UNIQLO、小米代表的直销渠道，再到工厂店直接线上化，品牌在不断通过自有的影响力和掌控力向产业链下游延伸。短链化除了适应于自有品牌天然的销售模式之外，对于白牌向终端用户的触达也有显著的帮助作用。

图表 52：渠道短链化难度高，对上游话语权参差不齐



来源：各渠道官网，国金证券研究所

图表 53：品牌短链化空间大，白牌机会多



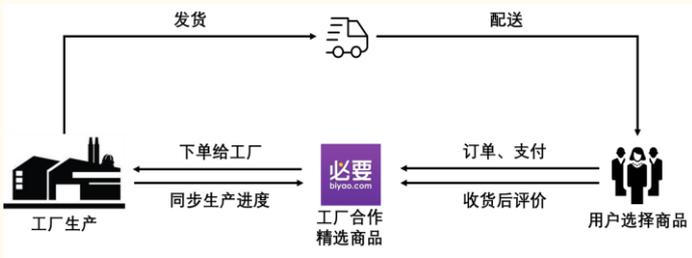
来源：各品牌官网，国金证券研究所

我们认为品牌短链化运营的必要性在于 (1) 供给端的品牌竞争越来越激烈；品牌作为供给端的一环需要不断提高效率而获得竞争优势 (2) 流通渠道上权力的天平逐渐从平台转移到用户端 (3) 减少货品搬运次数，压缩产业链环节，让利给用户，从而获取长期忠诚度成为白牌脱颖而出的必要任务。

以必要商城为例，我们认为必要商城可以被称之为“工厂品牌化运营”

的工厂电商：通过将工厂店直接线上化，为众多白牌提供了优质的流量入口，也是品牌短链化的有力推动者。必要商城收到用户订单后，集合订单发往工厂通知生产，工厂接到订单后的生产周期约为 7-21 天，生产完成后工厂直接发货给用户，跳过品牌商、经销商等中间环节。

图表 54：必要的短链化供应链模式



来源：必要商城官网，国金证券研究所

图表 55：必要通过严苛质控体系，培植优质工厂白牌



来源：必要商城官网，国金证券研究所

同样，拼多多的拼品牌计划也为众多原产地和工厂提供了高效率的流量和曝光平台，拼多多收到用户订单后直接由原产地/工厂进行发货，我们在此不再赘述相关模式。我们认为随着品牌短链化趋势的推进，更多具备综合实力的品牌将会渗透至产业链所有环节，同时更多白牌厂商也将借助类似必要与拼多多的平台能力获取直接触达用户的高效链条。

图表 56：拼多多的拼品牌计划已渗透至超过 60 个工厂/产地品牌



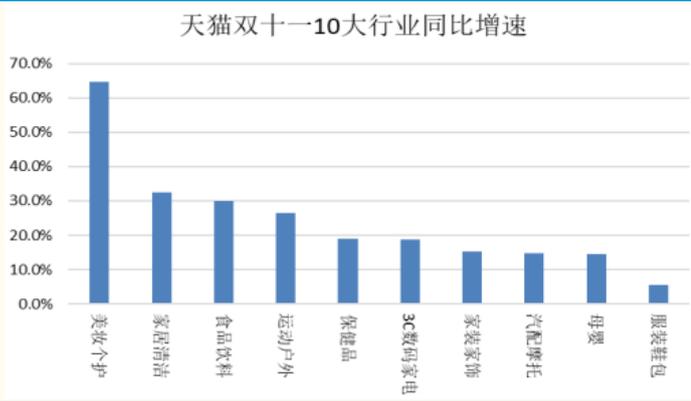
来源：拼多多 APP，国金证券研究所

二、悦己消费与省心消费共赢：曲线两端品牌的消费博弈局

1、悦己型消费选头部品牌：宠爱一身，公域流量的强悍捕手

从 2019 年双十一看，全网 30.5% 的 GMV 增长的背后，是不同的促销策略和品类销售的结构化变化。为了获取促销策略效果以及 GMV 增速的最大化，各大电商平台不约而同瞄准了高单价标品和头部大牌高单价产品。因此高端化妆品、中高端手机以及大家电等品类理所当然成为支撑各家双十一业绩的主力军。

图表 57: 天猫双十一十大行业同比增速排序



来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

图表 58: 京东双十一十大行业同比增速排序



来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

从 2019 年双十一各品牌表现看, 大牌头部集中化的趋势已经愈发明显。我们分品类对 2019 年双十一各品类表现做分析:

空调: 2019 年双十一, 格力掀起的价格战成效显著, 拉动美的与海尔价格跟进下调, 两者在 GMV 上也有所斩获。反观奥克斯和小米在 2019 年 618 的强劲表现之后, 双十一反而退步明显。空调战场 618 与双十一格局呈现翻转形势。

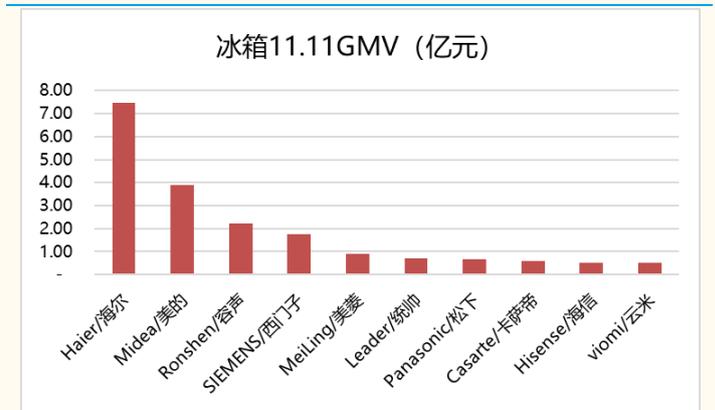
冰箱: 冰箱主要以海尔系 (海尔+统帅+卡萨帝)、美的、容声销售为主。

图表 59: 空调天猫 2019/11/11 全天 GMV



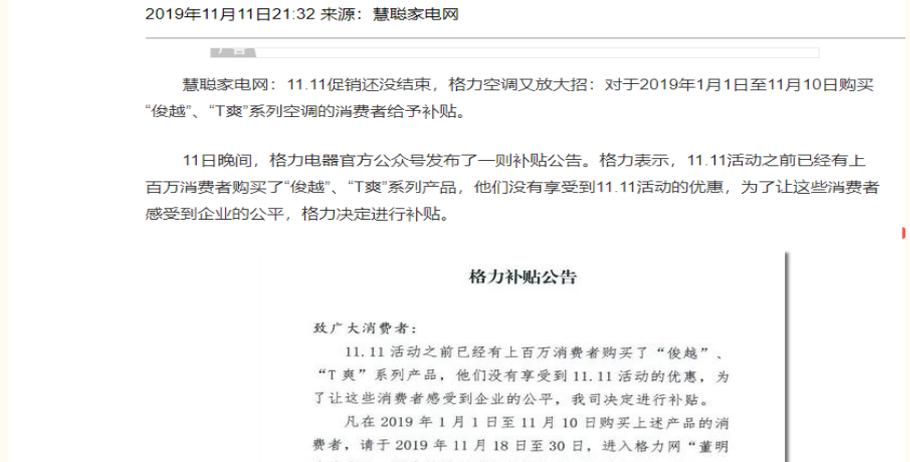
来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

图表 60: 冰箱天猫 2019/11/11 全天 GMV



来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

图表 61: 格力空调双十一大幅品牌补贴形成鲶鱼效应



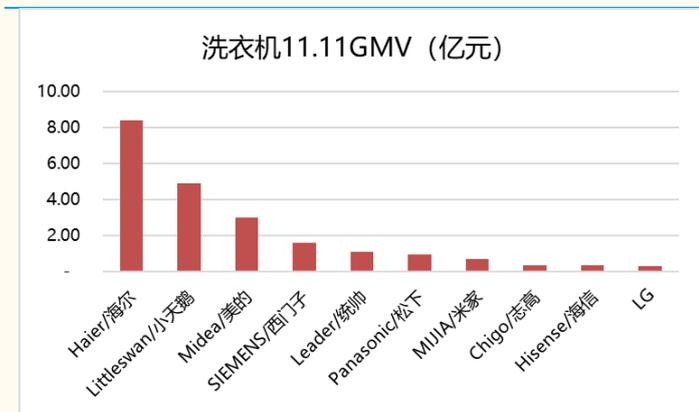
来源: 慧联家电网, 国金证券研究所

洗衣机: 美的收购小天鹅后市占率显著提升, 与海尔形成两强寡头之势。

油烟机与集成灶: 老板美的方太驰骋油烟机市场; 美大集成灶在本届双十一中表现不如森歌, 火星人凭借头部优势配合渠道玩法取得了不错的成绩。

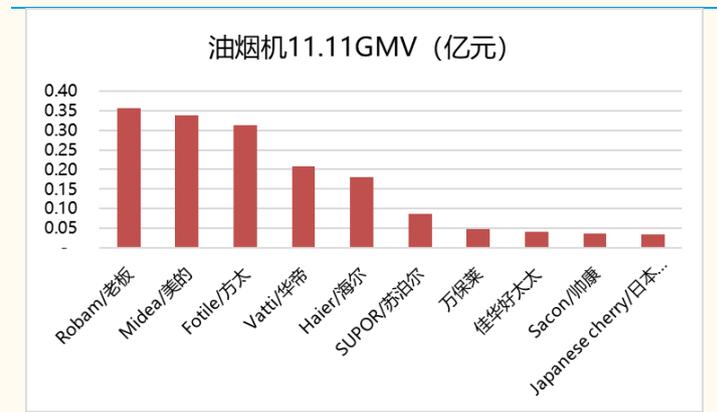
个护生活电器: 戴森凭借平台价格补贴等大力度促销玩法斩获双十一头部销售规模, 除天猫平台外, 618 与双十一拼多多对戴森品牌补贴力度显著加大, 可以说戴森是各大平台在生活电器类目补贴的最大受益者之一。根据国金创新中心的数据监测, 摩飞本届双十一 GMV 同比增长 315%, 成为生活电器类目的强劲黑马。

图表 62: 洗衣机天猫 2019/11/11 全天 GMV



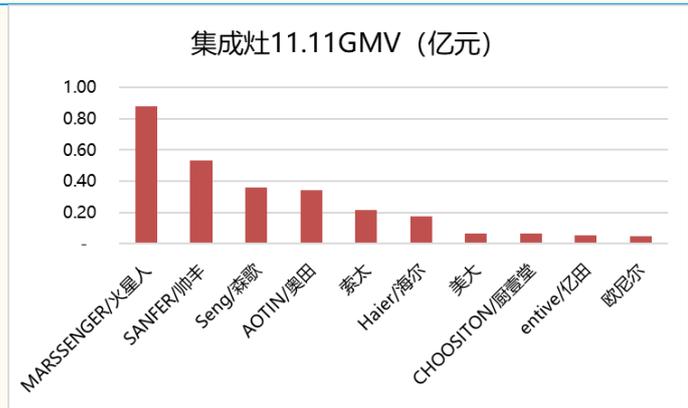
来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

图表 63: 油烟机天猫 2019/11/11 全天 GMV



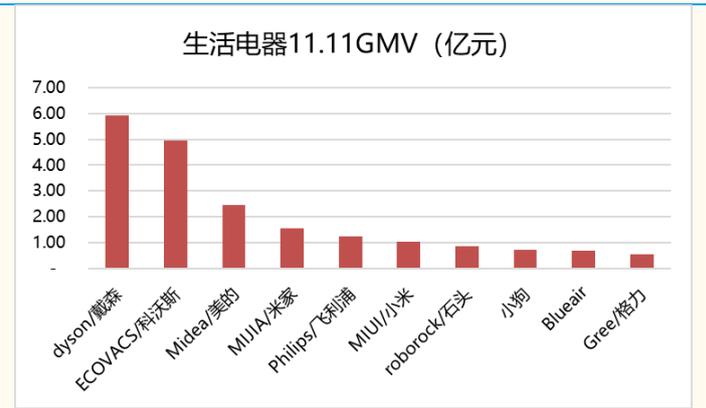
来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

图表 64: 集成灶天猫 2019/11/11 全天 GMV



来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

图表 65: 生活电器天猫 2019/11/11 全天 GMV



来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

图表 66: 摩飞产品凭借高颜值争夺了不少用户芳心



来源: 摩飞天猫旗舰店, 国金证券研究所

图表 67: 戴森是各大平台实施补贴的宠儿

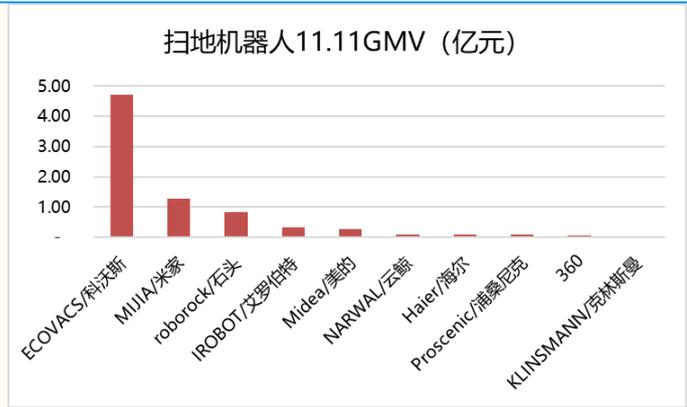


来源: 搜狐, 国金证券研究所

扫地机器人: 根据国金数据口径, 尽管 GMV 绝对值较高, 但各品牌 GMV 同比增速均在 20% 上下。我们认为尽管扫地机器人品类备受关注, 但在国内的普及之路还很漫长, 目前扫地机器人更多属于科技消费品范畴, 用户使用粘性不高。

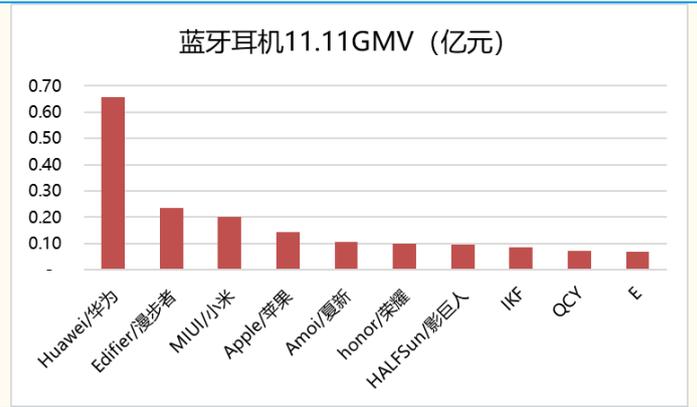
蓝牙耳机: 双十一蓝牙耳机类目中, 华为、漫步者、小米、苹果、夏新等品牌表现优异。但除此之外我们注意到, 随着 TWS 耳机的快速铺货以及 AIROHA (联发科 2017.2 收购)、BES 恒玄、Realtek 瑞昱、高通等公版 TWS 方案的推出, 在苹果、华为之外, 漫步者、小米等品牌也开始开发 TWS 品牌耳机。我们认为具备自有手机产品生态如华为、苹果的 TWS 耳机在与自有品牌的适配性上将带来更好表现, TWS 耳机销售将受到手机用户拉动影响具备显著优势。根据国金数据口径, 天猫双十一当天苹果 TWS 耳机系列销售额突破 2.8 亿, 同比增长 1,342%, 华为 TWS 耳机系列销售额突破 6,500 万元, 同比增长 84%。

图表 68: 扫地机器人天猫 2019/11/11 全天 GMV



来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

图表 69: 蓝牙耳机 (不含 TWS) 天猫 2019/11/11 GMV



来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

图表 70: 苹果 AirPods 2/Pro 成为双十一平台爆款



来源: 拼多多 APP, 国金证券研究所

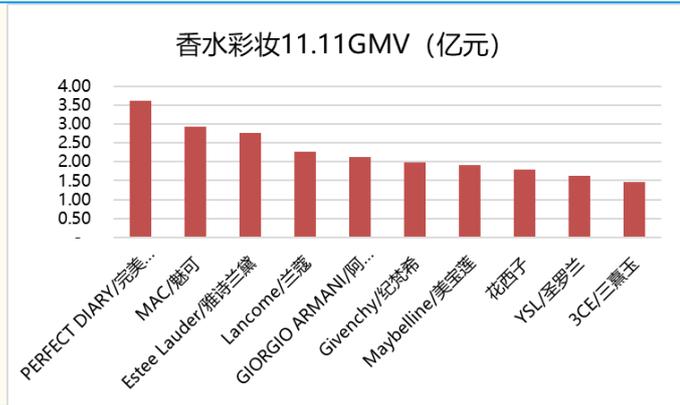
图表 71: AIROHA, BES 等公版 TWS 方案利好耳机厂商

品牌	代表芯片型号	蓝牙版本	产品应用
Airoha 络达	AB1511	4.1	Dacom 大康 K6H TWS 真无线蓝牙耳机
	AB1526 (现已升级至蓝牙 5.0)	4.2	Fun 讯音 魔特 P93 TWS 真无线蓝牙耳机
	AB1526P	5.0	Pioneer 先锋 SEC-E221B1 真无线 TWS 耳机
BES 恒宝	AB1532	5.0	PURDIO NEXTER TX11
	BES2000Z	4.2	PHILIPS 飞利浦 SHB4385 TWS 真无线蓝牙耳机
	BES2300	5.0	ZOLO Liberty+ TWS 蓝牙耳机
Qualcomm 高通	CSR8670	4.2	Padmate 派美特 Pamu TWS 真无线蓝牙耳机
Apple 苹果	W1	4.2	HIVI 惠威 AW-71 TWS 真无线蓝牙耳机
			H1
Realtek 瑞昱	RTL8763BFR	5.0	/
			HUAWEI FreeBuds 2 Pro
			S&C Droplay E8
			FIL DRIFTER PRO
			小荷智能耳机 TicPod Solo
			小荷智能耳机 TicPods Free
			BRAGI The Headphone TWS 蓝牙耳机
			AirPods
			AirPods Pro
			Seibat X12 Pro
			JET Air
			Google Pixel 2 USB-C 耳机适配器
			Moshi 摩比 USB-C 耳机适配器
			QCY T11 青春版

来源: 面包板社区, 国金证券研究所

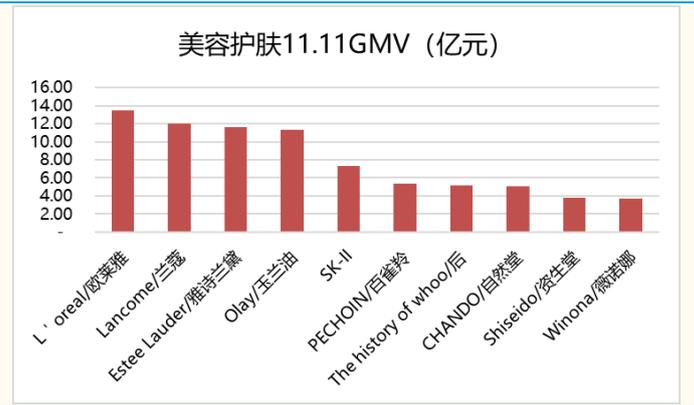
化妆品: 我们认为, 美妆护肤与香水彩妆是天猫双十一大力度扶持的品类, 也是我们认为本届双十一表现优异的品类。整体而言我们看到, 化妆品的消费呈现不断升级的过程——大家用化妆品都希望品牌越来越好 (而不是越来越差), 并且伴随直播带货与内容平台的不断种草, 海外知名品牌受欢迎程度与购买转化在不断提高, 欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛都在天猫双十一当天有显著斩获; 同时, 国牌崛起为国产美妆个护品牌开启了快速认知与渗透的通道, 国牌完美日记、珀莱雅、丸美等在本届双十一大放异彩; 正如上文提到的, 完美日记通过全渠道整合营销方式获取大量种草用户, 双十一当天完美日记在天猫彩妆类目销售额从预售期的第七直线上升为排名第一。

图表 72: 香水彩妆天猫 2019/11/11 全天 GMV



来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

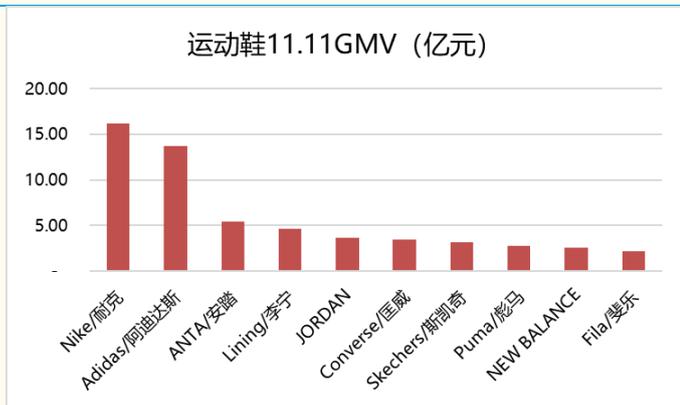
图表 73: 美容护肤天猫 2019/11/11 全天 GMV



来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

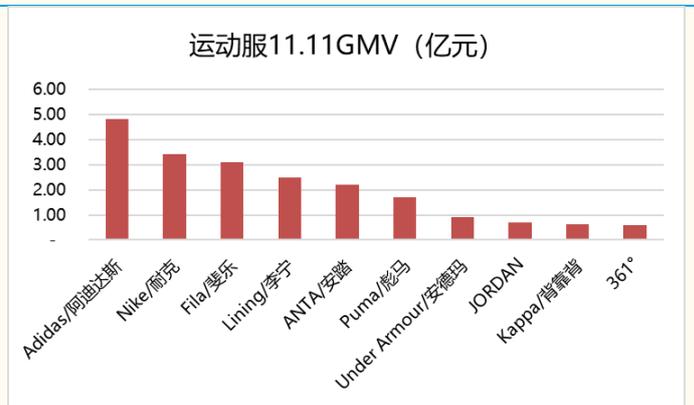
运动鞋服: 耐克和阿迪达斯的地位仍十分稳固, 国牌中李宁与安踏的优势也相对明显。

图表 74: 运动鞋天猫 2019/11/11 全天 GMV



来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

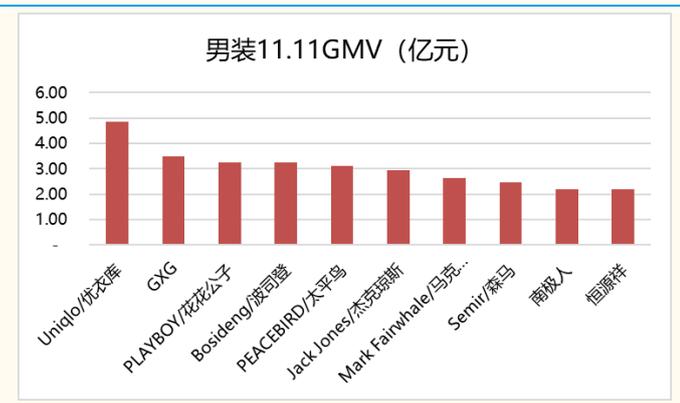
图表 75: 运动服天猫 2019/11/11 全天 GMV



来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

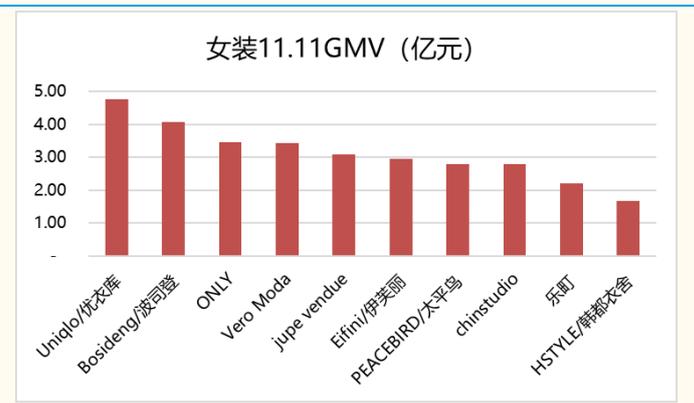
服饰: 2019 年双十一服饰品类在各平台的表现均不理想, 市场部分观点认为暖冬可能是导致服饰品类萎靡的原因, 但我们认为暖冬并不是一个完美的解释, 我们更加倾向于服饰品牌在天猫结构性调整所带来的变化。在众多服饰品牌中, 波司登双十一表现可圈可点: 双十一当天波司登全渠道销售额突破 10 亿, 其中波司登天猫旗舰店双十一当天 7 分钟销售额破亿, 全天销售额达 6.5 亿, 同比增长 58%。

图表 76: 男装天猫 2019/11/11 全天 GMV



来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

图表 77: 女装天猫 2019/11/11 全天 GMV



来源: 国金创新研究中心, 国金证券研究所

来源：国金创新研究中心，国金证券研究所

来源：国金创新研究中心，国金证券研究所

图表 78：海外服饰大牌已摸索出清晰的线上大促打法



来源：优衣库官方微博，国金证券研究所

图表 79：波司登是双十一为数不多表现亮眼的服装品牌

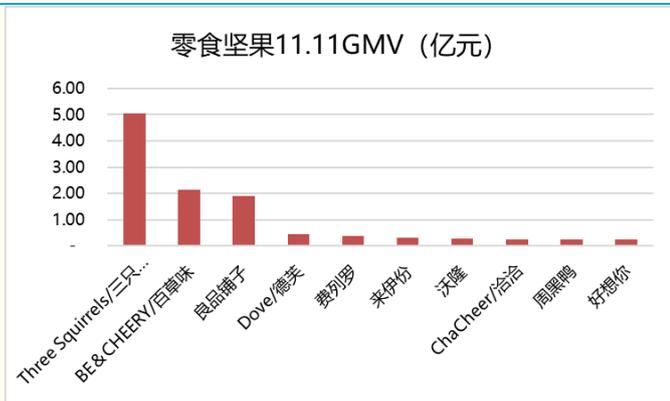


来源：亿邦动力网，国金证券研究所

零食：我们认为本届双十一零食品类表现平淡，以坚果和肉制品零食为例，三只松鼠、百草味以及良品铺子等零食类头部品牌的大促活动（满 300-200，满 200-80 等）在 Q2 及 Q3 季度呈现常态化趋势，用户需求被提前释放，导致本届双十一交易额同比增速有所失色。

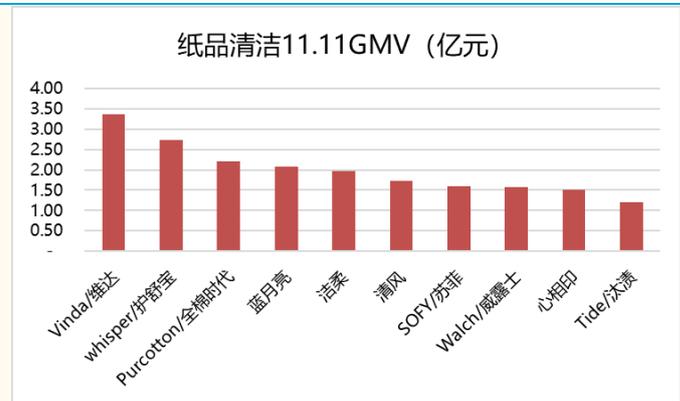
纸品：我们认为纸品的囤货需求相对清晰（1）纸品客单价相对低，囤货压力小（2）纸品在日常生活中的消耗量大，因此无论 618 还是双十一都是用户重点囤货品类。本届双十一维达、护舒宝等生活用纸和纸尿裤品牌销售规模靠前。

图表 80：零食坚果天猫 2019/11/11 全天 GMV



来源：国金创新研究中心，国金证券研究所

图表 81：纸品清洁天猫 2019/11/11 全天 GMV



来源：国金创新研究中心，国金证券研究所

2、省心选白牌：另辟蹊径，基础品类的二次红利

我们认为“白牌”是国内市场阶段性特色产物。具体体现出在中国特有的经济和市场条件下，众多基础消费品类通过上游充裕的产能供给及分散渠道的分销和消化，释放出大规模的消费品类渗透机会。同时，年轻一代群体的消费观已经从“处处省”进化为“该省的地方必须尽力省，该花的地方必须花到位”（千元必须花，十元必须省），为此我们看到了一些表面匪夷所思，但实则合理的消费习惯：为了追星、为了游戏获得成就与满足感、为了宠物能够吃好睡好、为了抽盲盒、为了追网红餐厅/奶茶店、为了 Cosplay 二次元 Lo 裙、为了高档面霜/高端手机...等等寻求悦己与个性型的消费正在不

断兴起，反而基本款商品和服务的消费（袜子、内裤内衣、工作餐、打车/共享单车）受到抑制。我们认为这其中存在着白牌商品崛起的机会：悦己型消费促使客单价提升，大平台资源逐步货币化（坑位售卖）的背后，省心型（慵懒）消费也被一些基础品类所挖掘，众多白牌厂商开始在这些品类寻找新的渠道和机会，这也侧面印证了微信生态商业模式丰富度的显著提升、微信电商逐步兴起、拼多多的崛起存在天时与地利的要素。同时，大品牌有供应链资源能力得传统优势，但白牌具备充分的转身能力，切换以及适应平台规则的能力。我们认为，基础品类的二次红利在白牌厂商渗透下已经来临。

图表 82：悦己自我型消费背后，白牌的生意机会正在冉冉升起



来源：Bing，小红书，天猫，国金证券研究所

白牌商品的用户和品牌特征如下：

(1) 白牌的用户画像：白牌更偏向一二线城市对基本需求消费不挑剔的用户，以及下沉市场用户（对价格敏感度较高），这类商品上两类用户群的需求共性在于：对基础款商品的品牌敏感度并不高、产品够用、别人说好、质量过得去就可以下单。因此相较于大牌厂商对目标用户的复购、客单价、购买后评价与口碑等因素，白牌厂商更加关注用户的基数与用户对品牌的基础了解，短期内对客单价与复购率的关注度有限。

(2) 白牌吻合的用户行为特征：品牌只是标签，满足需求的品类才是触发导流的核心要素。白牌商品的购买转化以品类入口搜索为主，用户大多倾向于直接从品类入口搜索需要的单品，白牌经销商的集合店群模式帮助用户从“品牌展示密度”的角度做出选择（搜索结果页中白牌店铺占比较大，目的是为了博取用户点击概率，久而久之培养用户在该品牌的消费习惯），用户对白牌有潜意识层面的认知后，白牌的规模基本盘即相对稳定，但用户始终对白牌商品的认知密度（高频接触该品牌的时间段）不高。

(3) 白牌是一种供给连接器：连接中国制造业上游闲置零散的大部分产能和下游对品牌认知不敏感、价格敏感的目标用户。站在工厂角度，白牌有效帮助工厂端实现订单量的显著爬升，提升工厂产能利用率——由于直接与供应链产生连接，前端销售数据可快速反应到后端供应链，所以供应链配货快，效率高，库存低；从电商平台角度，白牌可以从店铺角度对电商流量形

成虹吸效应（大量店铺购买近似关键词使得这些店铺被搜索到的概率大幅提升），亦或可以与平台达成紧密合作关系，由平台流量助推白牌店铺流量提升、形成商品转化。由于白牌商品的使用频次较高，单品替换成本较低，白牌规模的扩大将长期利好于工厂端、电商平台端与用户侧。

图表 83：许多白牌实际是工厂自有品牌，具备自建产能



来源：钛媒体，国金证券研究所

图表 84：拼多多通过扶持白牌获取更多订单转化



来源：拼多多 APP，国金证券研究所

提到白牌就不得不提到下沉市场。我们认为，品牌进入下沉市场（或根植于下沉市场）的直接原因在于一、二线市场的获客成本和经营成本愈发提高，对于综合实力远不如大牌的白牌厂商而言，下沉市场犹如一片还未开垦的地带，拥有大量人口和渠道红利可挖掘。但同时，尽管下沉市场被拼多多的崛起而被各大投资机构和品牌、渠道方血洗，我们仍然认为这是一片“归属强者”的蓝海——拼多多、快手和趣头条“下沉三巨头”的 MAU 快速增长也说明了这一点，我们预计快手直播带货 GMV 在 2019 年将突破 1000 亿元。相较于抖音，快手用户更青睐低价好用的直播带货产品，近 80% 的产品单价不超过 50 元，而抖音上用户对价格接受程度更广，50-200 元产品也较为火爆。下沉市场用户对内容推广的敏感度显著提升。

图表 85：短视频平台直播带货销量区间：快手底部价格带商品占优



来源：卡思数据（来源于快手&抖音 8.24-8.30 七日销量之和监测），国金证券研究所

从深层原因看，白牌在下沉市场具备较大成长空间，除了借助实力渠道强势渗透的东风之外，核心在于供需的匹配——价格契合、功能单一成本低、线上基础设施完善以及品牌力适中，使得下沉市场人群需求被很好满足。具

体而言：

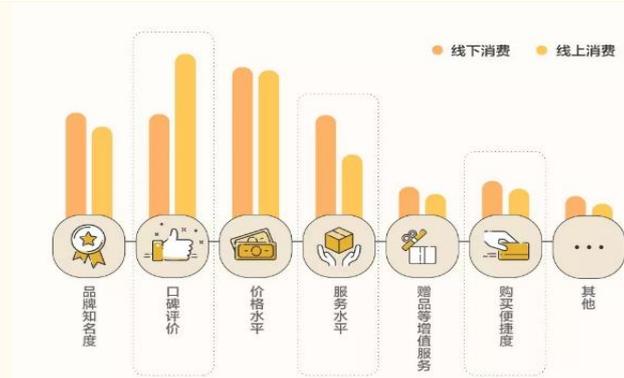
(1) **常年低价**。我们认为低价是决定品牌在下沉市场存活的最基本要素，“没有低价就没有流量”，品牌价格区间的错配直接影响到下沉市场用户心理选择区间及范围；这种低价和每年大小促销节点的关联度不大；

(2) **功能简约，偏向基本款**。考虑到白牌市场用户对价格的极度敏感，在能够满足用户基本需求的条件下，白牌企业可以尽量简化对用户使用频次有限的附加功能，合理降低产品价格，契合用户需求；

(3) **线上销售为主**。对于下沉市场营销和销售角度，与其布局地域性市场和相对分散的线下门店，布局线上渠道的效率要远高于线下；

(4) **品牌力适中偏弱、商品质量两极分化**。我们认为，用户对于白牌产品的诉求更多偏向于功能和性价比，因此对品牌力和品质的考量优先级并不靠前，品牌的决策指引性在此并不完全体现（且不需要明确体现），下沉市场中口碑传播的指引性反而强于品牌（对商品的指引性）；同时基于下沉市场用户居住分散，导致售后服务成本相比一二线市场显著提高；这导致很多白牌更注重下沉市场用户当前亟需的产品属性以降低成本，暂时忽略了品质和服务，品牌溢价也无从谈起——我们认为短期内这种产品的经营逻辑是成立的，但用户需求的不断转变终将洗牌白牌市场，倒逼白牌强化质量和服务，最终提升品牌生存能力。以丝飘为例，多年的代工经验使得丝飘工厂具备了强有力的生活纸品工艺储备及质量管理体系，但起初自有品牌销量欠佳，在大包装的设计以及拼多多平台流量支持下销售额很快爬升：2018年，丝飘品牌销售额突破2亿元，全年销售额较入驻拼多多之前增长超过10倍，丝飘预计2019年销售规模将达3.5亿元，同比增长超过75%。销售额起量的同时，工厂产线数量也大幅提升，从原先的3条扩充至25条以上。

图表 86：市场调研显示下沉用户更注重口碑与价格因素



来源：《58 同城 2019 下沉市场调研报告》，国金证券研究所

图表 87：白牌商品须做有效的价格锚定



来源：拼多多丝飘纸品专营店，国金证券研究所

图表 88：白牌商品更多满足用户基础和省心需求



来源：拼多多丝飘纸品专营店，国金证券研究所

图表 89：线上是白牌商品的重要渠道

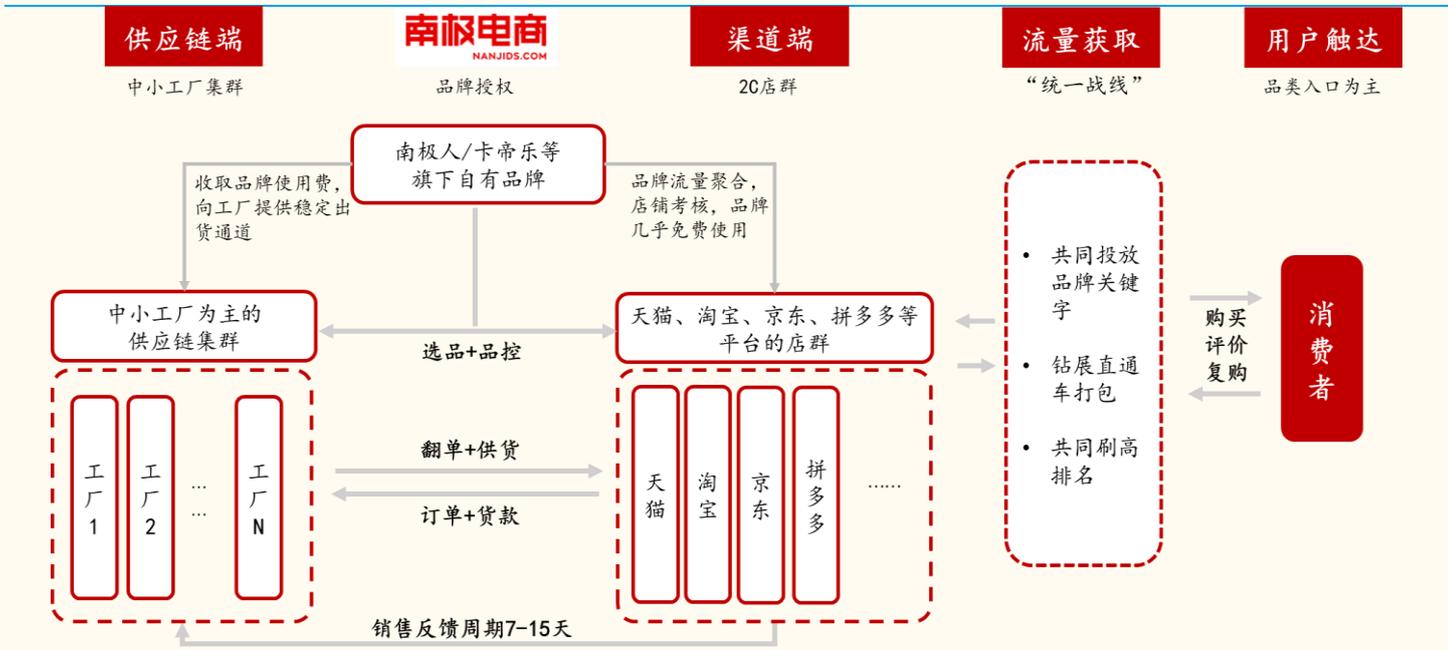


来源：京东，天猫，拼多多，国金证券研究所

提到下沉市场白牌的代表就不得不提到南极电商。从南极电商旗下品牌南极人的用户群体看，省心省力、价格便宜、依托口碑和销量排序做购买决策是这类人群的购物特征，“质量过关、排名靠前”是这些用户购买的主要诉求；南极人的大众品牌定位此时也会在用户决策中起到微弱的诱导作用：用户听说过这个品牌，但印象不深，仅在需要购买时有所提及。南极电商旗下各品牌 2018 年 GMV 达到 205 亿元，同比增长 65%，在国内服饰品牌中名列前茅。

从模式上讲，南极电商的商业模式恰好扮演了供给连接器的角色：通过天猫、京东、拼多多等电商平台开出大量 C 店店群以创造可观且稳定的流量，其品牌授权模式提供大量稳定持续的订单给予被整合的上游产能（主要是中小厂，以便保证南极在生产 and 质控中的话语权），在保证轻运营模式的同时动态调配供需两端利益诉求。

图表 90：南极电商品牌授权为核心的商业模式



来源：国金证券研究所

南极电商符合我们上述的下沉市场白牌四大特征：（1）价格优势，南极电商主打性价比，通过直连工厂和终端 C 店，实现环节缩减，实现终端平民化、性价比突出（2）偏向基本款，具备快速翻单能力。由于供应商直连经销

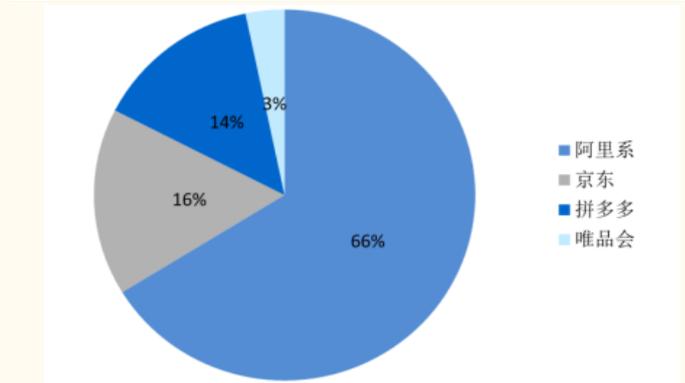
商，终端的销售情况在 7-15 天可反馈回工厂&供应商，以决策进行翻单或者改变样式或者减产，快速的反馈使得其产品可以更符合市场的需求，很大程度帮助工厂和经销商减轻存货风险 (3) 线上化，南极电商线上销售占比近乎达到 100%，帮助南极人等品牌迅速打开中下线市场 (4) 品牌力适中，商品质量基本过关。南极人以“用户通过品类搜索形成购买转化”的消费习惯培育，通过商业模式的巧妙转换，创造了属于自己的白牌消费市场。

图表 91：南极电商 C 店店群分销模式保障流量的规模



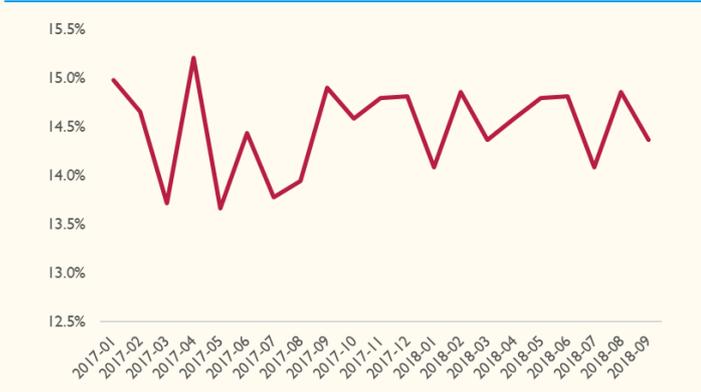
来源：天猫，国金证券研究所

图表 92：南极电商在非淘系的销售占比逐步提升



来源：国金证券研究所 注：2019.10 单月国金自有监测数据

图表 93：南极电商全网品牌入口搜索占比低 (2018.9)



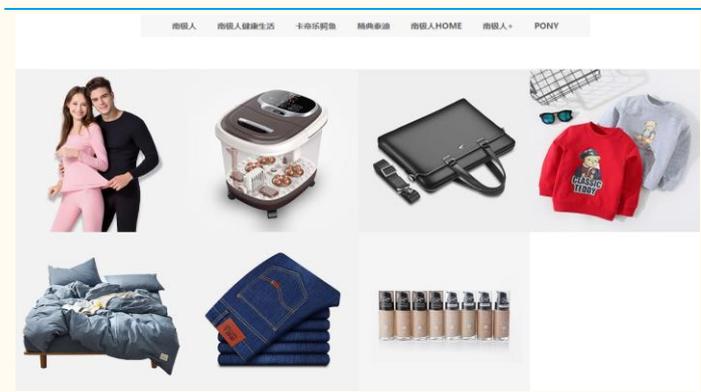
来源：国金创新研究中心，国金证券研究所

图表 94：南极电商用户城市分布 (2018.9)



来源：国金创新研究中心，国金证券研究所

图表 95：南极人积极践行品牌与品类扩张策略



来源：南极电商官网，国金证券研究所

图表 96：拼多多与南极人的适配度不断提高



来源：拼多多 APP，国金证券研究所

三、古典电商与泛电商业态并举：曲线两端品牌的运营生意经

所谓古典电商，即为“形式上中心化开放式货架的电商”。我们认为，古典电商的发展目前已经经历三个完整阶段。分别是

- **1.0 阶段：**解决用户购物的多样性和便利性诉求；
- **2.0 阶段：**解决用户“买到更好，更便宜的商品”的诉求；
- **3.0 阶段：**一部分用户开始寻求更高品质、更精准推荐的商品和服务体验；另一部分用户发生消费转移，探寻其它更具性价比的渠道；

我们认为下一个阶段将会是泛电商业态的兴起。当电商进入 4.0 阶段，电商业态开始泛化，电商将会形成一种能力输出至各场景。

从电商 1.0 到 4.0，电商的进化史背后反映出的就是流量的博弈史。尽管流量并不是决定一家电商生死存亡的唯一要素，但没流量的电商的规模成长性要远小于具备充沛流量的电商。在 2008 年之前，或者说是在淘宝刚起步的阶段，用户可以在百度上搜索到各种各样的商品和店铺，这带来的行为是可以基于一个搜索引擎完成的购买行为。但 2008 年之后阿里封锁了所有来自百度的流量，搜索引擎展现商家列表的结果成为历史。从用户视角出发，流量圈养式的策略培养出的用户消费习惯是：当你想买东西的时候，首先想到的是去电商平台进行搜索（或者点击导航），无论这个网站是阿里、淘宝、天猫、京东、聚美优品等，这个行为首先是搜索，所以今天的商家在头部电商平台上生存，广告投放、站外引流、精细运营等打造品牌影响力的“烧钱”动作必不可少。

从需求端看，3.0A 与 3.0B 的电商业态只能解决“准确选品”与“绝对低价”两类痛点的其中之一。我们认为尽管电商 4.0 目前来看仍然只代表少部分用户需求，即为“直接与品牌接触，以高性价比买到想要的品牌商品”，但这部分用户群体将随着平台方对商家“收租”（体现为各类佣金率）不断上涨的现实下，被愈发不友好的商品终端价格倒逼而逐步扩大；从供给端看，流量博弈的结果最终使得众多品牌遭遇“流量挤压”——需要寻找新的流量入口养活自己，同时也需要和用户直接产生情感共鸣，以便从长期角度笼络和让利更多忠实用户，构筑自己的品牌护城河。

图表 97：电商的代际演进：中心化到泛化的电商进化方式



来源：国金证券研究所

因此我们认为，随着大牌与白牌成长逻辑与手段的逐渐清晰，向外要流

量以及提升流量变现率的诉求进一步深化，**网红直播带货、跨境电商、线下渠道、以及流量私有化（私域流量）**等玩法将逐渐在消费领域兴起。同时，二手经济也将受益于品牌与消费的两极化发展，逐渐被年轻一代用户接纳。

1、网红直播带货：品牌与商品的立体化展现形式

本届双十一，最引人注目的现象级事件之一毫无疑问是**网红带货**。李佳琦在本届双十一直播间的累计观看人数达到3112万，实时在看人数超过300万。薇娅2018全年引导销量达到27亿，与顶级商圈销售额不相上下，而薇娅2019年双十一期间已经超过了上一年全年销量27亿。根据QuestMobile《2019双11洞察报告》，手机淘宝App内观看直播的用户共计4133万，同比增长130.5%，双11淘宝直播成交规模为200亿元，其中有超过10个亿元直播间，超过100个千万元直播间。尽管传统营销和新营销渠道未来很长一段时间都将并存，但未来众多品牌与平台都将伴随直播带货的兴起愈发重视新媒体营销渠道的各类玩法。

图表 98：李佳琦与薇娅的双十一大促直播



来源：淘宝直播，国金证券研究所

图表 99：淘宝直播双十一预售+当天成绩显赫



来源：淘宝直播官微，国金证券研究所

图表 100：直播的品类覆盖度高



来源：淘宝直播官微，国金证券研究所

图表 101：村淘直播成为直播频道新增量



来源：淘宝直播官微，国金证券研究所

网红可以简单理解为借助网络，因其自身某种属性以及其所转播的图、文、音视频内容，长期被民众持续关注而走红的人士。我们认为网红按照专业化进化可以分为：（1）才艺展示类（2）情节段子类（3）干货类（4）带货类。除带货类网红之外，其他三类网红也会具有不同程度的带货功能。

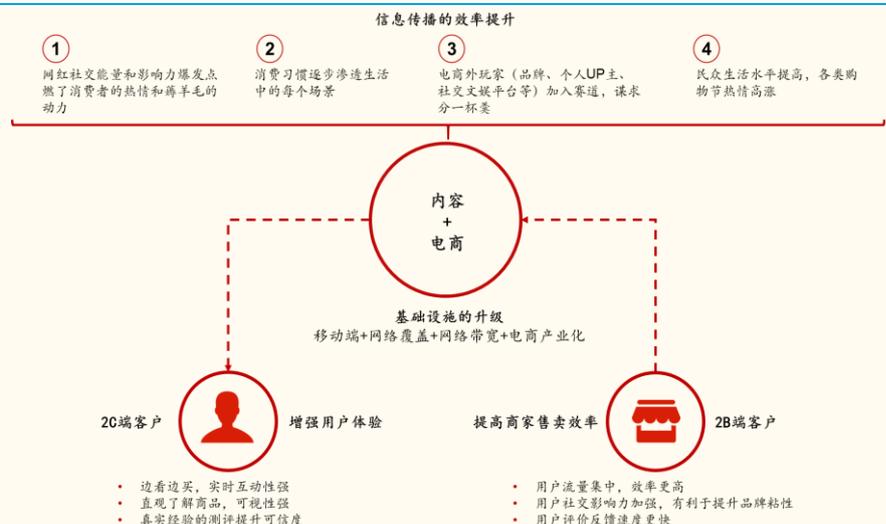
图表 102: 网红的分类逻辑, 变现效率最高的仍属带货类网红

类型	范畴
才艺展示类	才艺展示、恶搞, 早起直播平台绝大多数的主播类型, 比如陌陌、快手等, 从早年的凤姐、MC天佑到如今抖音的宁哥、毛毛姐等
情节段子类	基本是短视频兴起之后的网红形态, 需要策划剧情吸引受众, 办公室小野, 会说话的刘二豆都属于这类, 逐渐专业化
干货类	通常为垂直行业专家或者具备某一领域大量知识的人, 如杨毅侃球、李子柒、小小莎老师, 早年BBS里的牛人等也属于这种形态
带货类	淘宝直播开始兴起, 后续京东、小红书等各种电商平台均引入专业带货网红, 此类网红需要对自身所在品类的产品具有极高的熟悉度和专业性, 典型代表为李佳琦、薇娅

来源: 国金证券研究所

我们认为, 带货类网红并非一蹴而就, 网红带货之所以能够成风, 也有其偶然性和必然性。除了“**逛街+陪伴+导览**”的购物伴随需求从线下转移到线上后没有发生本质变化外, 基础设施的升级+信息传播的变革构成的关键因素共同推动了网红带货的兴起——移动设备的普及、网速以及带宽的提升为随时随地观看直播提供了硬件基础设施; 电商生态趋于产业化发展, 各类优质 MCN 机构产业化的趋势也为网红逐渐成长和成熟提供了良好的土壤。此外 (1) 网红社交能量和影响力爆发点燃了用户的热情和薅羊毛的动力 (2) 消费习惯逐步渗透生活中的每个场景 (宅家、出行、办公室、社交等等) 也成为“随时用钱包投票”的理由 (3) 民众生活水平提高, 各类购物节热情高涨 (4) 电商外玩家 (品牌、个人 UP 主、社交文娱平台等) 加入赛道, 谋求分一杯羹。通过这些要素的成熟, 信息自上而下的传播方式发生了变革, 通过 KOL 这样一种有效的筛选节点, 形成了网红带货的雏形并发扬光大。而 KOL 存在价值的原因也更为深层: 人设化+专业化+形象化的场景和产品包装手段令用户对网红+商品为主的直播形式接纳程度大幅提升, 在逐步建立信任感的过程中开始认同带货的购物方式。

图表 103: 网红带货崛起的诱因: 信息传播效率+基础设施建设双升级

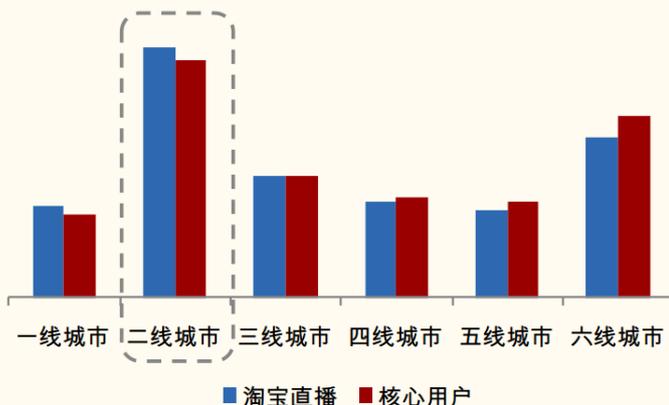


来源：国金证券研究所

因此网红带货对于品牌营销策略的改变中，KOL/网红内容的有效性直接影响了用户的购买决策，也是目前商品信息传播最高效的途径之一。相当于用户在购物中心，某位导购耐心陪伴用户解读商品的特性——但这种导购相对更加公允，因为TA服务的不是你一个人而是百万/千万量级的用户，TA也需要通过一次次的导购建立口碑和影响力。这位导购通过文字、图片、音频、直播流等形式的结合为你呈现一台声色并茂的购物会。通过我们的调研，淘宝直播网红将商品、销售信息传达之后，每场大约有1.5%的用户会直接购买（大促期间比例接近10%），40%的用户会被影响到未来购物的相关决策，比传统媒体效率高很多。我们认为，无论大牌还是白牌，KOL未来会是任何品牌进行社会化营销的重要途径，根据天猫双十一50%的商家使用淘宝直播的对外数据披露以及我们的专家调研，我们预计未来品牌进行社会化营销将使用KOL/网红的品牌比例将逐步提升至60%，KOL/网红推广成为最受品牌欢迎的社会化营销方式之一，品牌与KOL/网红合作内容植入方式也将愈发丰富。

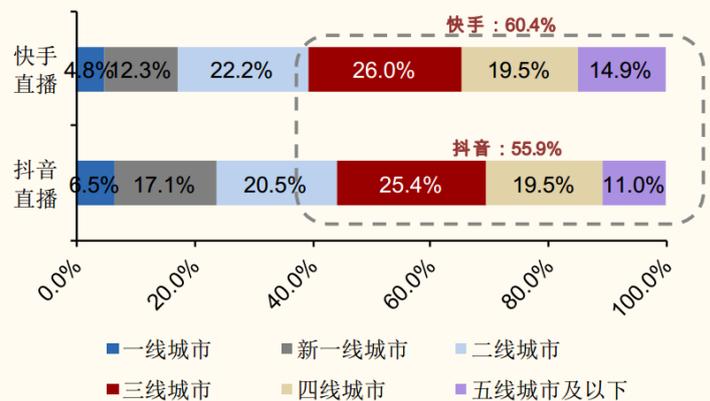
网红带货模式给各个品牌带来了新的渠道空间，无论是大牌、白牌还是腰部品牌都可受益于网红直播带货模式带来的新的用户和订单增量。尤其是下沉市场环境中，我们认为网红直播带货模式更易被用户接受——我们看到淘宝直播中用户渗透率最高的是二线城市，其次是六线城市，而一线城市是渗透率最低的。抖音直播和快手直播中三线及以下城市层级的用户占比也占多数，其中抖音直播三线以下用户占比55.9%，快手比抖音直播高出了4.5pcts达到60.4%。我们以化妆品为例来看快手和抖音直播带货品牌上的差异。根据卡思数据监测，抖音销量最佳的美妆品牌主要以国牌为主，包括完美日记、珀莱雅等彩妆和面部护理产品等；快手销量较高的品牌包括众多白牌以及网红自有品牌产品（辛有志严选、ZUZU、E3E4等），监测期间销量最佳的美妆个护产品有6款来自辛有志严选，6款产品的单场直播销量突破5万单。

图表 104：2018 淘宝直播用户城市结构分布



来源：淘宝直播，淘榜单，国金证券研究所

图表 105：抖音和快手直播用户城市结构分布



来源：QM，国金证券研究所

图表 106: 抖音 VS 快手代表畅销品牌对比



来源: 卡思数据 (来源于快手&抖音 8.24-8.30 七日监测), 国金证券研究所

图表 107: 抖音 VS 快手代表畅销类目对比



来源: 卡思数据 (来源于快手&抖音 8.24-8.30 七日监测), 国金证券研究所

图表 108: @辛巴 是快手平台顶级带货网红之一



来源: 卡思数据, (来源于快手&抖音 8.24-8.30 七日监测), 国金证券研究所

因此, 我们认为白牌在下沉市场采用直播的形式进行渗透的效果会远好于其它渠道营销手段。同时, 网红直播带货跟随着社交媒体上传播范围的外拓, 头部网红流行度不断攀升, 目前一二线城市的大牌和腰部品牌的直播带货已然成风。

图表 109: 网红直播带货玩法已席卷全国



来源：各渠道官网，国金证券研究所

图表 110: 大牌带货已成风 (Armani 口红与 AUSSIE)



来源：B 站，国金证券研究所

图表 111: AMIRO、三谷等品牌也曾邀请李佳琦带货

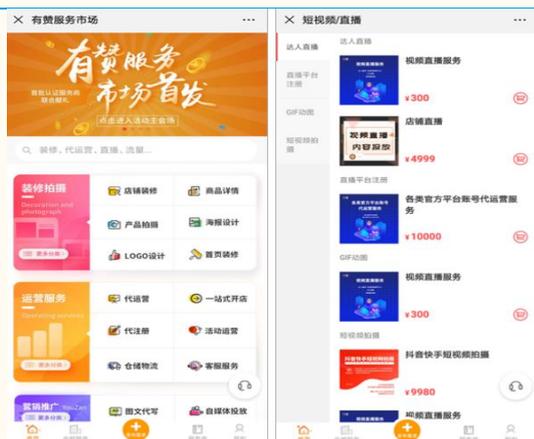


来源：百度视频，国金证券研究所

同时我们看到，各大互联网/电商公司都在试图切割网红直播带货的蛋糕：阿里的切割顺理成章，独享现成巨量流量的同时努力激励站外导流，原则上对于商家从体外导入的流量予以优待——在内部进行 1: 1 的流量配比奖励，“流量黑洞”的本质在直播带货业态体现更加显著；头条、快手直播带货也已具备初步规模效应。特别是快手直播带货的效果在下沉市场大放异彩。微信生态和有赞共同“推波助澜”，为商家开放直播带货的各类技术接口和相关工具。有赞作为 SaaS 服务商，与快手的合作在 2019 年取得跨越式的成长。2018 年 7 月有赞与快手打通，推出“快手小店”短视频电商解决方案。2019H1，有赞在快手平台实现 GMV 达到 10 亿元。2019 年 11 月 6 日，由快手电商联合有赞发起的直播购物狂欢节启动网红带货 PK 赛，首次使用有赞客（有赞旗下的电商营销分佣推广平台）模式进行网红分佣。2 天的活动

中，快手电商有赞商家的总交易额同比增长达 400%，订单量增长 230%，观看总热度突破 60 亿。快手直播卖货成交 1 次以上的商家数量超过 3000 个，GMV 总量和成交订单数均持续高速增长。其中，阿芙精油、宝洁、良品铺子、韩都衣舍、周黑鸭、珀莱雅等商家加入有赞客成为供货商。有赞也覆盖了贝源哥、高迪家族、芭比、牛肉哥、小佛爷、胡颜雪等网红。网红带货行业发展红利也使得有赞的发展空间和服务能力更加多元。拼多多也在十一之后推出了自家的直播入口，意图从下沉市场的直播带货蛋糕中分羹。

图表 112：有赞服务市场提供短视频/直播代运营服务



来源：有赞服务市场，国金证券研究所

图表 113：拼多多试水店铺直播与百亿补贴直播带货



来源：拼多多 APP，国金证券研究所

随着品牌主对流量私有化及流量成本控制角度的考量，我们认为**直播间可能会诞生一个物种：超级直播机构（可能是 MCN 的升级版）**，将“人-货-场”三个零售要素兼修且做到良好的协同。在场（内容）端，主播体系逐步完善，兼具广告公司+MCN+红人经纪职能，并具备丰富的直播间运营经验；在货品端，通过自主供应链、签约工厂、自有品牌以及 C2M 快反供应链、提供生产、选品、质检、营销、售后的全销售链条能力（物流端成本过重，采取合作模式更为良性）；以此做到吸引更多“人”（用户）进入“场”（直播间）。早期的淘品牌，如张大奕、雪梨的红人店铺即为红人与店铺的双身份，如今张大奕也成功孵化了自有美妆品牌 BIG EVE，在服饰、内衣、家居领域的品牌也各有涉足；未来可能会出现更多的“直播机构+MCN+商家+供应链”四合一的超级直播机构。

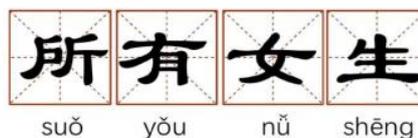
因此，放眼网红直播带货的未来，一部分头部的网红可能创立自己的品牌转变为商家，而新网红会在成长为头部的过程中，为商家补足内容的趣味性，内容的创作成分的增量和想象空间远比我们想的大，被商家完全效仿和采纳的可能性微乎其微。因此，**不论是中短期还是长期，网红直播带货对各大电商与内容渠道都是增长和创意的重要亮点**。例如，李佳琦 2020 年《所有女生的礼物》品牌直播脱口秀冠名招商已经启动，我们预计 2020 年李佳琦的直播玩法将更加多元。

图表 114: 李佳琦 2020 年的内容植入玩法将精彩纷呈

意想不到!	李佳琦和所有女生共同的“神秘”萌宠
给所有女生的心愿邮筒	满足你的所有心愿!
她来了!	所有女生都想活成的人本人现身TALK秀
李佳琦2019年度心愿礼盒	千呼万唤的佳琦年度最爱!
李佳琦你还有什么惊喜是朕不知道的?	“出道”首秀
所有女生的“理想男友”	我的妈呀!居然请到他了!
还能这样?!	李佳琦和指定城市女生的艺术“珍藏”

来源:《2020 李佳琦品牌直播脱口秀专题招商方案》, 国金证券研究所

图表 115: 很多热词随李佳琦带货兴起



释义:

继“OMG、买它”之后, 李佳琦又一个让所有女生控制不住被支配的新口头禅。指李佳琦一说到“所有女生”, 直播间粉丝立马坐直集中注意力, 争分夺秒准备剁手!

来源:《2020 李佳琦品牌直播脱口秀专题招商方案》, 国金证券研究所

图表 116: 2020 李佳琦品牌直播脱口秀传播策划

活动前悬念造势/预热预告	活动当天	后续二次传播
<p>《所有女生的礼物》相关话题运营</p> <ul style="list-style-type: none"> 主话题悬念猜想造势及预热预告 #所有女生的礼物# 子话题悬念猜想造势/预热预告 #所有女生的理想男友# 悬念猜想造势 #所有女生的共同萌宠# 悬念猜想造势 #所有女生的心愿邮筒# 预热预告 #李佳琦年度心愿礼盒# 悬念猜想造势 #李佳琦“出道”首秀# 悬念猜想造势 等... <p>《所有女生的礼物》(抽奖)活动等预热</p> <ul style="list-style-type: none"> #所有女生的礼物# 每年只开7天的心愿邮筒预热抽奖 #所有女生的礼物# 礼物雨抽奖预热 #所有女生的礼物# 2019李佳琦心愿礼盒1000份抽奖预热 #所有女生的礼物# 大额回血红包 抽奖预热 #所有女生的礼物# 精彩倒计时预告(5天倒计时)+抽奖 #所有女生的礼物# 筹备花絮等预热 	<p>《所有女生的礼物》同步现场抽奖</p> <ul style="list-style-type: none"> #所有女生的礼物# 每年只开7天的心愿邮筒抽奖 #所有女生的礼物# 礼盒雨抽奖 #所有女生的礼物# 2019李佳琦心愿礼盒抽奖 #所有女生的礼物# 大额回血红包抽奖 <p>《所有女生的礼物》直播实时热点话题传播</p>	<p>《所有女生的礼物》精彩剪辑二次传播</p>

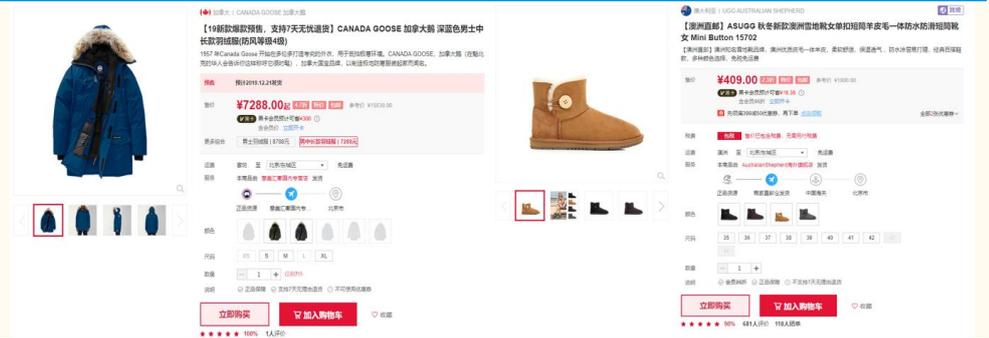
来源:《2020 李佳琦品牌直播脱口秀专题招商方案》, 国金证券研究所

2、海淘与出海: 历久弥新的品牌成长选择

对于大牌, 海淘是帮助品牌在国内外进一步成长的重要渠道。国际大牌通过进口跨境电商打开国内市场; 与此同时国内大牌借助进出口跨境电商, 向欧洲、俄罗斯以及东南亚地区出口商品, 以获得海外增量市场。

号称全线产品都在加拿大本土手工制造的加拿大鹅于 2018 年 12 月在北京三里屯开设中国大陆第一家线下门店。在此之前, 国内消费者只能通过代购或者跨境电商平台购买它的产品。但是这丝毫不能减少用户的热情, 在香港和北京的实体店开业前, 加拿大鹅在 18 年 9 月入驻天猫开设旗舰店。虽然未参与任何促销, 但依然位列 2018 年天猫双 11 前十大品牌, 在预售期间成交金额就已超过百万元。在天猫首发的新款 Approach 系列在三天内就全线售罄, “双 11”当天仅 71 分钟成交额就超千万, 访客数约 50 万人, 相当于温哥华人口的四分之三。加拿大鹅 2020 财年第二季度的关键财务数据显示, 报告期内该公司在包括中国在内的亚洲地区的销售额为 4890 万加元, 同比增 83.5%, 其中在国内市场整体表现出色, 销售额增长近一倍。

图表 117: 加拿大鹅、UGG 在网易考拉海淘仍属爆款



来源：网易考拉，国金证券研究所

同样因为明星宣传效应而在中国市场大受欢迎的品牌还有 UGG。作为一个美国品牌，用户最初主要通过跨境电商渠道购买。虽然现在 UGG 官方已经在中国开设多家门店，但是价格、款式等因素限制，每到冬天 UGG 在各大跨境电商平台的搜索指数依然高居不下。

国牌出海也成为新的品牌增长机会。以小米为例，截至 2019 年底小米已经进入超 90 个国家和地区开展业务。2019 年第三季度，小米境外市场整体收入 261 亿元，同比增长 17.2%，已占总收入的 48.7%；我们认为小米业务的全球化程度将进一步加深。根据 IDC 数据，小米手机出货量在三季度仍保持全球第四，市占率 9.2%，小米智能手机在印度已经连续九个季度保持出货量第一；同时在西欧市场，小米正在尝试电商+门店（经销商代理的小米之家）+运营商等多渠道，目前看已有初步成效，小米手机第三季度西欧市场出货量同比增长 90%。2019 年 12 月初，小米宣布正式进军日本市场，以小米 Note10 手机、电饭煲、充电宝、旅行箱等拳头产品为首发阵容。

图表 118: 2019 第三季度小米手机出货量居全球第四

Company	Q3 2019 shipments (in millions)	Q3 2019 Market share	Q3 2018 shipments (in millions)	Q3 2018 Market share	Yearly Growth
Samsung	78.2	21.8%	72.2	20.3%	8.3%
Huawei	66.6	18.6%	52.0	14.6%	28.2%
Apple	46.6	13.0%	46.9	13.2%	-0.6%
Xiaomi	32.7	9.1%	33.8	9.5%	-3.3%
Oppe	31.2	8.7%	30.0	8.4%	4.1%
Others	103.0	28.7%	120.7	34.0%	-14.7%
Total	358.3	100.0%	355.6	100.0%	0.8%

来源：IDC，国金证券研究所

图表 119: 小米已在法国、意大利、西班牙等国家开店



图表 120: 小米日本市场首发阵容



来源：搜狐、国金证券研究所

来源：新浪、国金证券研究所

此外，跨境不仅仅是大牌的专利，白牌也可以通过跨境渠道做大做强，甚至进化成为大牌。浙江欧绒莱（OROLAY）于2006年创立，于2010年正式在网上发售，因其羽绒服价格亲民、质量靠谱，在欧美国家广受欢迎。售价99.99-139.99美元的女装加厚羽绒服爆款在亚马逊网站上有6000多条评价，被亲切地称为“亚马逊外套”（Amazon Coat），是亚马逊全品类（超过1.5亿款产品）的全美销售冠军。OROLAY于2013年开始涉及亚马逊业务，主营羽绒服、家具和行李箱三块业务，其中羽绒服占到全年80%的业务量。直到今天，欧绒莱羽绒服在美国的销售几乎全部通过亚马逊网站，占据了公司总收入的70%。

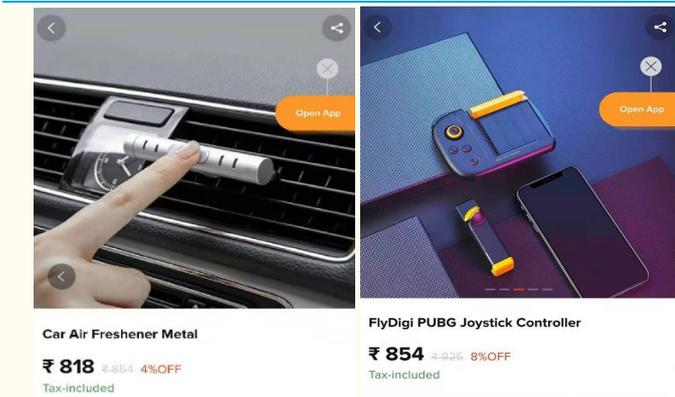
图表 121: OROLAY 羽绒服在亚马逊卖爆



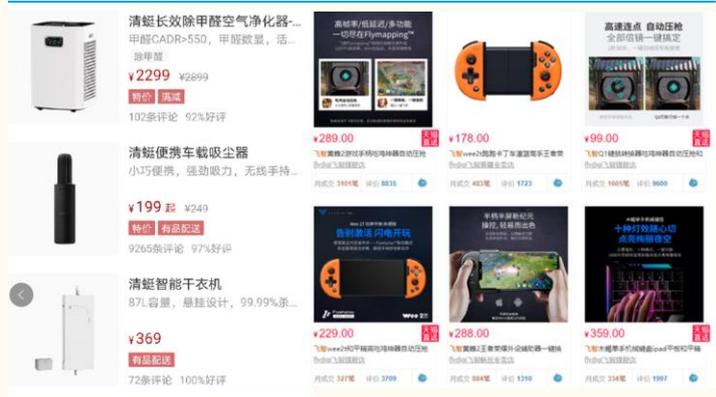
来源：亚马逊官网，国金证券研究所

小米在品牌输出上也不遗余力。ShareSave 是小米在2019年1月上线的跨境电商平台，面向海外用户。ShareSave 目前的SKU将近200左右，通过帮助小米生态链企业和小米有品的产品（如耳机、个护、厨具、手表、智能灯具、智能控件等等）出海销售，产品大多是获得了小米或米家品牌授权的产品，目前ShareSave仅在印度、印尼市场上线。由于小米投资的超过100家生态链企业为小米提供了大量丰富的直供货源，ShareSave 相对在品牌和货源层面的把控力度相较印度印尼市场其它电商会占据明显优势。以清蜓（cleanfly）、飞智（flydigits）为例，这两个品牌在ShareSave渠道中以独占品类头部的形式存在，反观国内市场，两者获取流量的成本较高，因此清蜓主要在小米有品电商平台售卖，飞智主要以店群方式在天猫平台露出。

图表 122: ShareSave 畅销品牌：清蜓、飞智



图表 123: 清蜓、飞智国内更多依靠特定方式获取流量



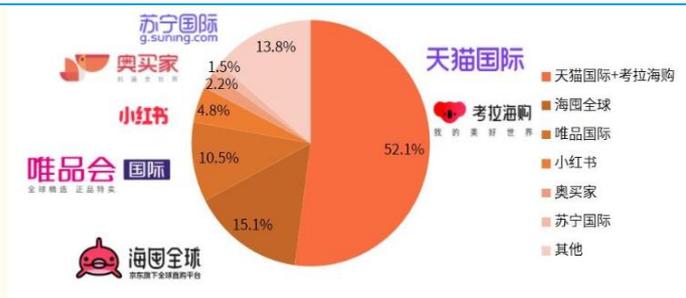
来源：ShareSave，国金证券研究所

来源：小米有品 APP，天猫，国金证券研究所

电商平台通过资本与业务层面的合作，也逐步扩充了自己的跨境电商地盘。据艾媒咨询数据，2019Q3 阿里旗下的天猫国际和考拉海购总共占据了 52.1% 的市场份额。而在 2018 年阿里未收购网易考拉之前，天猫国际的市场份额在 24% 左右，网易考拉则拥有 27% 的市场份额。同时，拼多多全球购业务进军“黑五”海淘市场，并与亚马逊达成合作。11 月至 12 月期间，亚马逊海外购“限时快闪店”登陆拼多多，提供来自海外的约 1000 种商品。亚马逊通过平台声誉为拼多多黑五活动背书，帮助其摆脱用户对拼多多的固有印象，同时也利用全球供应链为拼多多提供全球货源。

图表 124：19Q3 收购考拉后，天猫的跨境电商份额陡增

图表 125：拼多多黑五直接与亚马逊合作



来源：艾媒咨询，国金证券研究所



来源：拼多多，国金证券研究所

3、重回线下视角：哪里有未深耕的流量，哪里就有新玩家入局

我们预计 2019 年全国线上消费渗透率将达到 20% 左右，但从品类的长线发展看，线下市场仍然占据消费市场大头，是品牌商最终无法忽视的市场，也是品牌想要生存长久必不可少的基本盘。在此我们将品牌分为两种（1）从线下走到线上，这类品牌策略是在线下先行站稳脚跟（我们以年交易额上亿为门槛）之后向线上渠道迈进（2）从线上走到线下，这类品牌策略是先线上做大做强，在用户中形成广泛口碑和认知，之后通过线下店的形式继续获取拓展区域流量（当然，不排除很多线上品牌为了布局线下而布局线下，最后被线下商业规则限制的案例）。我们认为后者走到线下的难度将远大于前者，原因在于（1）前者有成体系的运营和迁移方法论，淘宝和京东的大量商家实操经验已经为这种迁移奠定了有效的基础（2）尽管纯线上品牌通过线上渠道收割了一波广告流量，但从线上转线下所带来的运营思维和资产投入逻辑的转变将很大程度影响原有品牌在线下的运营效果。

然而我们观察到，很多品牌抱着志在必得甚至背水一战的决心开始从线上进入线下。我们认为核心原因在于：随着电商渗透率增速进一步放缓、线上流量红利日趋见顶，市场从增量转为存量，电商品牌以低价获取大量流量的时代已然终结。同时，线上娱乐消费形式的爆发式增多分散了用户有限的注意力，瓜分了用户有限的时间。在线上存量竞争下，电商品牌线上获客成本不断攀升，销售转化率和同比增速凸显颓势。2017 年下沉市场伴随拼多多的崛起吸引了众多玩家目光，下沉市场的线上流量也开始被大规模抢占，获客成本也在大幅上涨；唯有线下获客成本相对于线上企稳，也开始成为各品牌扭头重新关注的重要地带——在线下开拓更多的新流量，提高已有流量的留存与复购成为品牌新命题。

首先，头部品牌具备相对丰厚的财力支撑，布局线下更多提供体验式消费——充分利用自有实体店相较线上的体验优势——体验式营销可以提升潜在消费群体的转化率，更为立体地构建商业生态。例如，零食领域头部品牌三只松鼠通过在线下开设体验店——300 平米左右的松鼠投食店解决顾客场景体验问题，内置大树、木屋等森林元素，让顾客充分体验品牌文化与差异性，为 IP 衍生品销售与线上销售进行导流。截至 2019H1，三只松鼠线下门店收入占比已超 11%。

图表 126: 三只松鼠门店外展



来源：搜狐，国金证券研究所

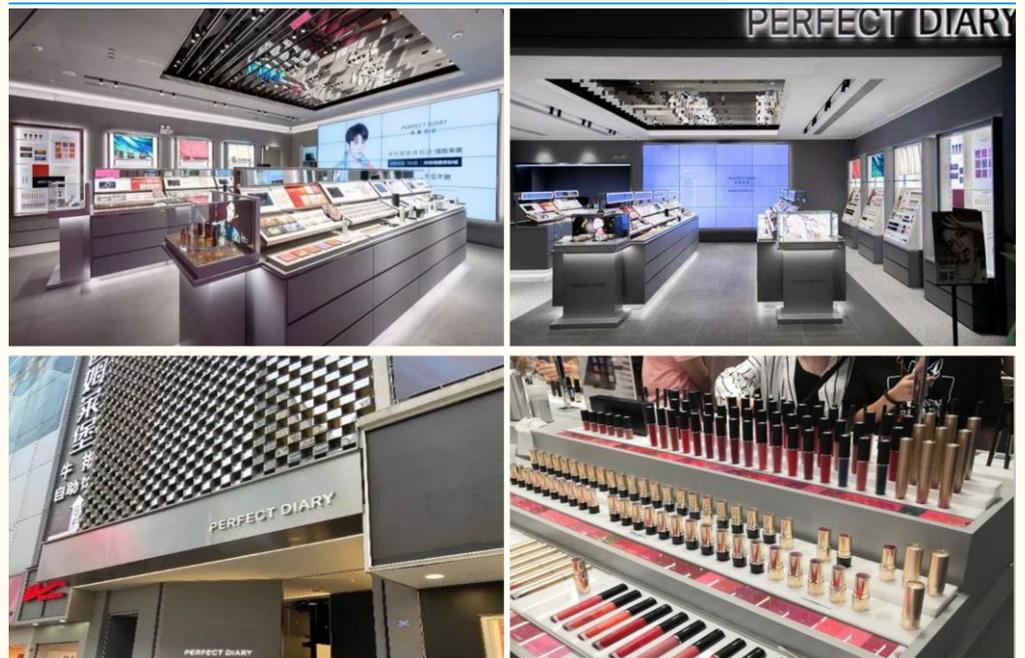
图表 127: 三只松鼠线下门店内景



来源：搜狐，国金证券研究所

完美日记也在 2019 年起逐步设立线下门店，采用混合业态型门店，分别设置了产品展览区、体验区、会员区，部分城市的体验店具备咖啡休闲馆及各类打卡点，店内爆款产品可免费体验。完美日记线下概念店加强了互动性、社交性与沉浸感，升级用户体验，增强用户内心的品牌认知，以期不断扩大品牌影响力，并摸索线上线下销售导流的模式。

图表 128: 完美日记线下门店的设计注重互动与沉浸感



来源：搜狐，大众点评，国金证券研究所

同时，白牌也在进军线下寻求新突破，但我们认为白牌将更多通过集合店的形式进驻实体门店。白牌因供应链能力两级分化明显，品牌价值内涵尚未成熟，自身发展本身受一定限制。在布局下沉市场的同时，部分白牌开始进军线下寻求新的突破。但由于白牌普遍缺失线下渠道资源，通过体量较大、资源较多、具备相关经验的公司以及平台进驻集合店，以提升线下竞争力，抵御开店风险。我们以小米有品为例，小米有品除线上主力电商业态外，引入了大批拥有设计、制造、销售、物流、售后等部分乃至完整链条能力的白牌产品。小米有品合肥旗舰店店内 500 多平方米面积展示近 2000 种商品供体验选购，涉及手机、智能、居家、服饰、鞋包、餐厨等各个生活消费品品类，有品线上售卖的 17 大品类在店内均有展示，品牌来源除生态链企业自有品牌外，另含 100 多家非生态链企业的品牌产品。我们认为，小米有品帮助白牌从线下获取流量的方式类似网易严选与京东之家，只不过小米有品线下店帮助更多白牌而非大牌商品获取了宝贵的线下资源点位和客流。我们认为随着小米有品的线下集合店数量的逐步扩张，将助力尾部品牌获得新的流量增量。

图表 129: 小米有品南京旗舰店



来源：搜狐，国金证券研究所

图表 130: 小米有品合肥旗舰店



来源：搜狐，国金证券研究所

图表 131: 店内品牌与产品数量非常丰富



来源：合肥小米有品官微，国金证券研究所

图表 132: 有品电商与线下店为白牌商品提供新流量



来源：小米有品，国金证券研究所

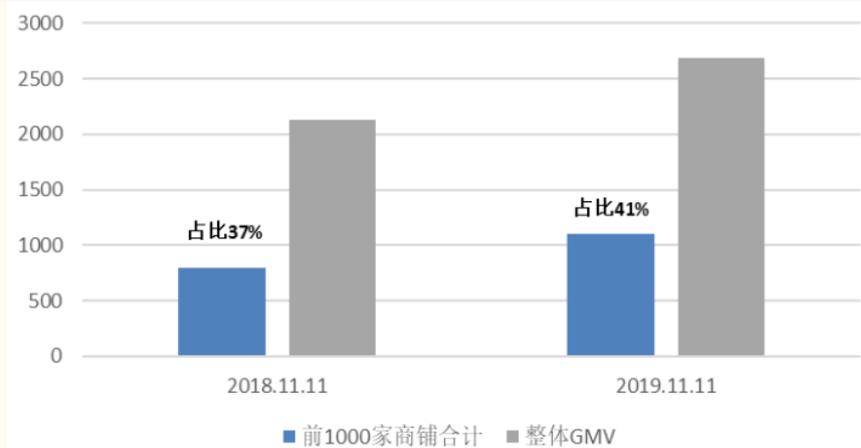
在此背景下，品牌回归线下将会成为更多腰尾部品牌、纯线上打法的品牌以及新品牌的重要视角。在“新零售”概念从火爆逐渐冷却的今天，品牌在思考流量与渠道策略的过程中反而更加注重全渠道的布局策略。

4、流量私有化：古典电商苍穹之外的品牌故事

我们认为，中心化模式的价值主张就是平台方汇聚流量，提供并掌握用户购物的第一入口，商户通过这个入口获得流量销售商品，平台以此分成。在行业快速发展期，商户可通过平台提供的入口获得巨大流量，对销售额提升明显，销售增速高于流量成本增速，商户受益且依赖平台；但随着行业整体增速放缓，一方面互联网巨头用户量趋稳，获客成本高企，打破流量结构桎梏；另一方面平台入驻商户不断增加，竞争白热化，僧多肉少的结果导致流量价格加剧，订单转化率接近瓶颈，倒逼各大平台开始注重深耕存量用户的价值。

2016年阿里巴巴集团CEO张勇在阿里内部讨论会上首次提出私域的概念，伴随淘系的内容化战略落地方向，倡导淘宝商家从“产品为王”到“内容为王”的转变。但淘系生态本质是流量获取和留存方，商家和品牌在淘内更多属于流量贡献者，虽然微淘界面鼓励商家与用户之间建立直接联系，淘宝内部私域流量仍没有得到很好的发展。

图表 133：2019 双十一当天天猫 TOP1000 店铺 GMV 占比超过 40%



来源：国金创新研究中心，国金证券研究所

在此大背景下，品牌和商家不得不改变思路，去寻找新的流量洼地。同时改变营销策略，去提升每一个用户的生命周期价值。品牌更希望能够获得可主动调用的流量，不再受限于中心化平台的流量分配方式。我们认为各方思维转变的背后体现了流量私有化（即私域流量）的趋势，这也是品牌在发展过程中的必经之路，尤其是在中心化流量难以分羹的时点。当然，在 15-20 年前部分品牌就有自己的品牌官网，但仅限于信息展示，对品牌发展到今天而言，停留在展示功能层面还远远不够，商家需要建立的是让用户可以直接在产生购买动作的自有空间，“具备在线销售能力的品牌官网”包括小程序、H5、APP 店铺。

随着中小品牌的不断萌生与成长，许多品牌已经开始意识到小程序的店铺不仅是店铺，而是品牌官网的重要载体。越来越多的商家意识到要去沉淀自己的用户——崛起过程中需要建立品牌影响力，最终承接的地方也就是品牌官网（小程序），例如商品搜索可以直接在微信搜索框完成，搜索结果中包含小程序商铺，商家影响力可落地到商家品牌官网上，而不是落地到中心化平台流量。但当今除少部分白牌以及企业自有品牌拥有较为成熟或垂直独立的电商渠道入口之外，绝大部分长尾品牌以及白牌对于平台的态度是“天下苦秦久矣”——这些品牌更多希望通过私域流量，跳过平台近乎苛刻的

“课税制度”（平台使用费+扣点），更加直接的获得与用户连接，把私域流量构建成为品牌自身的核心粉丝群，进行初期商品迭代以及营销效果测试，后期可以通过开辟更加深度的服务维系种子用户。因此我们认为，私域流量或可理解为长期主义的缩影和雏形：经营用户全生命周期，与种子用户进行深度的沟通。品牌以用户的终身价值为导向，持续的提供内容或服务反复触达现有用户，提升用户复购率，并借助用户实现传播、裂变，吸引更多潜在用户，但运营过程较复杂、细节众多。我们认为私域流量的运营方式包括但不限于三种：购物助手模式、话题专家模式和私人伙伴模式，每种模式都有其适用的产品品类。不同的品牌在实际操作上有所差别，效果也可能天差地别。

图表 134：私域流量的服务转化方式

品牌私域角色	购物助手	话题专家	私人伙伴
职能描述	<ul style="list-style-type: none"> 基于移动社交工具，为顾客提供商品/活动信息以及便利服务 	<ul style="list-style-type: none"> 专业性引领，组建高粘性移动社群，发布相对高质量内容 	<ul style="list-style-type: none"> 通过移动社交成为顾客消费生活的一部分，提供个性化专属互动
需求点	<ul style="list-style-type: none"> 满足消费者希望获取丰富营销信息、享受更多实惠和便利服务 	<ul style="list-style-type: none"> 帮助消费者与志同道合者形成群体归属，重点在于传播功能学习类的内容 	<ul style="list-style-type: none"> 给予消费者私密专属社交体验，全方位满足顾客生活诉求，提供丰富情感关怀
适用客群	<ul style="list-style-type: none"> 适合面向注重性价比、高频次的消费品顾客群体 	<ul style="list-style-type: none"> 有非常明显特征的消费群体，具有共性需求且社群意愿高的特点，如“专业性/生活方式/使用技巧” 	<ul style="list-style-type: none"> 客单价非常高的奢侈品或者教育、健身行业 忠诚顾客价值高，具备较高私密性，并且个性化要求较高
案例	<ul style="list-style-type: none"> 服饰品牌通过朋友圈/会员群发布产品信息，并解答售前/售后问题 	<ul style="list-style-type: none"> 品牌主，博主KOL，MCN等营造知识话题 母婴品牌店的宝妈群，讨论母婴知识组织线下活动 	<ul style="list-style-type: none"> 奢侈品品牌私人顾问与顾客一对一沟通

来源：腾讯云智慧零售，国金证券研究所

图表 135：私域流量的典型运营路径（基于微信生态）



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表 136: 品牌在微信设立公众号/小程序官网



来源: 巴宝莉、蔻驰微信官方商城, 国金证券研究所

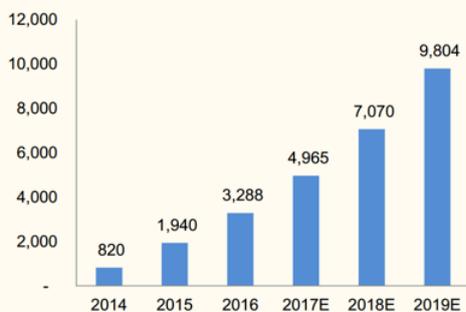
图表 137: 微信搜索结果包含小程序店铺



来源: 微信搜索结果, 国金证券研究所

我们看到各大私域流量服务商的崛起已经成为“逃离古典电商”之外的新方向，微信生态逐渐成为脱离古典电商磁场之外新的交易价值洼地，我们现在所讲的私域流量本质是腾讯的流量，只不过品牌有这部分流量的使用权。随着微信用户规模的快速增长，基于微信生态的电商规模也在水涨船高，据估计 2018 年发生在微信平台的 GMV 将会达到 7,000 亿——不同于淘系电商平台，微信生态让品牌第一次有了可以反复触达用户的能力和权限，不少中小品牌凭借着优秀的内容营销和用户运营脱颖而出。而随着微信用户规模的快速增长，基于微信生态的电商规模也在水涨船高，这吸引了更多品牌放缓了在中心化流量平台的厮杀，前仆后继地探索微信生态内的营销方式，运营私域流量以获得更多机会。

图表 138: 微信生态交易规模 (亿元)



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表 139: 平台广泛入局私域流量, 但背后意图莫辨

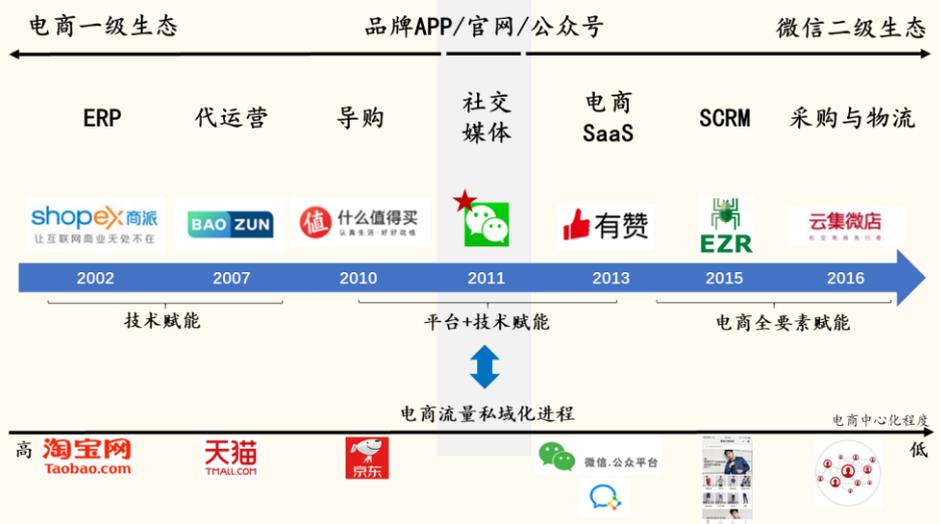


来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所

在品牌流量私域化的动机推动下，电商由中心化平台的一级生态向微信内二级生态演进，一二级对应的电商服务业态也悄然崛起。我们以头部服务商有赞为例，2018 年有赞在私域流量营销玩法的助推下带来 227 亿 GMV，2018 年全年全平台 GMV 达到 330 亿元，绝大部分的交易额增长来自于各式营销工具，我们认为有赞的主要价值之一就是帮助商家做私域流量的运营，“帮助商家把用户变成自己的，服务好老用户，让老客户带来新用户”。有赞的核心产品 SaaS 微商城，涵盖了商户运行所需要的基本功能——店铺开设与装修、订单管理、营销、会员、数据分析，为中小商户提供全链路 SaaS 服务。同时，有赞提供精细化 CRM 服务，帮助品牌获取和管理私域流量，让商户在用户生命全周期开展相应的营销活动。通过“获客、留存、复

购、裂变”四个步骤进行流量转化和增长，自建流量池。可以说，有赞与腾讯是相辅相成的，腾讯提供微信生态中与零售各环节相关的工具接口，有赞站在商家角度实现微信生态内的品牌商家应用场景。

图表 140：随着流量私域化进程的发展，微信生态服务商的力量开始庞大



来源：各渠道官网，国金证券研究所

我们以淘宝精油美妆类头部品牌阿芙的私域流量运营为例说明私域流量典型玩法。阿芙认为，私域流量本质在于社交关系链的小范围运营和客户资产的变现，其特征在于“专注与高频”，核心在于人货场中“人”的运营。

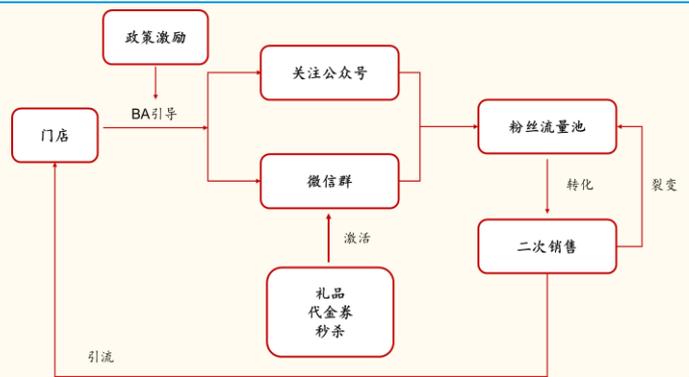
阿芙注重线上线下流量兼顾的私域运营策略。线上通过购物助手和客服的职能，以赠品和卡片等形式影响与用户的亲密关系，线下通过引导关注公众号、与 BA（销售员）建立微信联系和会员群等方式实现线上线下流量互导。同时，BA 运营内容和运营方式由总部统一控制。

图表 141：阿芙线下门店



来源：搜狐，国金证券研究所

图表 142：阿芙的私域流量打法



来源：阿芙精油公开分享，聚美丽，国金证券研究所

此外，飞鹤、孩子王等各母婴领域头部品牌也通过私域流量玩法获取了可观的持续性流量获取与业绩提升。飞鹤通过线上线下联动拉新，线下地推（线下妈妈培训班）、优质内容输出（飞鹤星妈会公众号+鹤粉聚乐部）、会员社区运营（社群直播）等私域玩法，品牌溢价能力显著提升，几年时间里从年销售额 30 亿做到 100 亿规模，2019 年上市的估值接近 800 亿；孩子王

在一般社群运营的基础上，将员工升级为育儿顾问，用户可以购买某一员工的专属服务，即黑金 PLUS 会员。育儿顾问会为顾客定制专属育儿方案，并且长期追踪客户动态，不断调整方案。孩子王黑金会员目前已突破 50 万人，与普通会员相比，满半年的黑金会员 ARPU 值是其 6 倍、购物频次是其 3.5 倍、订单数是其 3.9 倍、满半年的客单价是其 1.4 倍。

图表 143：飞鹤的（私域流量）运营策略



来源：飞鹤品牌招股书，国金证券研究所

图表 144：孩子王黑金 PLUS 会员运营效果



来源：聚美丽，国金证券研究所

图表 145：飞鹤微信生态下的顾客触达思路



来源：腾讯智慧零售公众号，国金证券研究所

图表 146：飞鹤公众号与社群直播

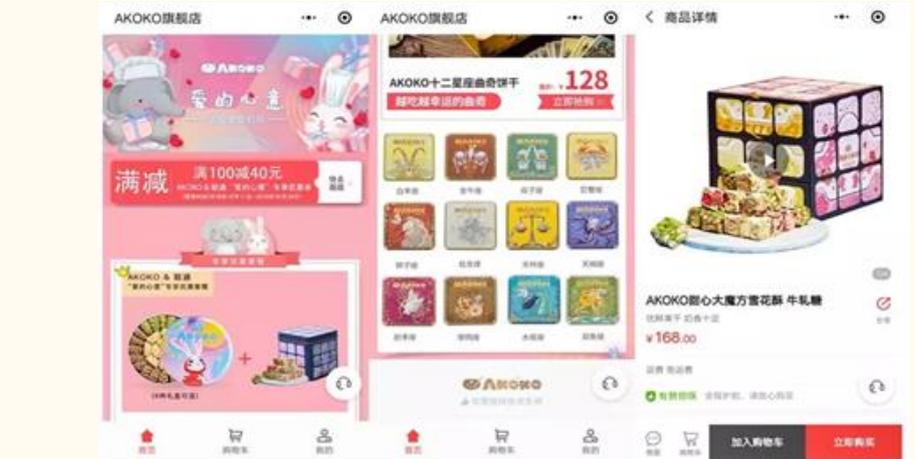


来源：腾讯智慧零售公众号，国金证券研究所

AKOKO 作为 2016 年创立的新锐曲奇品牌商，对私域的玩法相对理性且谨慎。AKOKO 通过 KOL、朋友圈、电商平台进行获客，并发展老用户加入自有圈子，建立粘性较高的用户群，开发微信端流量。AKOKO 的第一批消费人群就来源于微信朋友圈。AKOKO 规定销售代理商需要满足如下条件：必须是 AKOKO 的消费者；购买次数在 4 次以上；朋友圈推广文案基于个人体验创作，不能千篇一律。可以看出，AKOKO 的代理商基本都是其种子用户，对产品有很高的认可度。

AKOKO 的有赞官方商城于 2018 年底上线，一个半月内商城销售额已破 20 万元，商城重点定位用户运营——利用促销工具开展营销活动为店铺引流，逐步养成用户在微信购买的习惯，并建立会员社群；在 AKOKO 的私域社群中，一个月绝大多数时间中工作人员都在与用户分享内容，带货天数占比较低，只有每月 28 日会员日才会在社群带货。

图表 147: AKOKO 有赞官方商城注重用户在微信生态内的购物习惯培养



来源：微信小程序，国金证券研究所

最后让我们把目光聚焦到私有流量背后的重要载体：微信。除了我们上述提到的微信公众号、小程序、微信群等微信提供的私域流量基础设施外，依托于微信公众号和小程序，微信直播正在快速成长。微信直播于 2019 年 4 月进行公测。5 月 29 日，微信宣布所有公众号均可开通直播，而且均可进行小程序电商带货，交易环节最后在小程序内完成。总体来说，公众号的流量分散程度比较高，而且吸引品牌商家进驻的比例还比较低，电商直播带货量级不大。我们认为，直播作为私域流量触达用户的重要一环，对于公众号和小程序品牌的私域用户粘性提高有一定帮助，作为广告变现的增量补充有助于品牌的公众号和小程序生存。

图表 148: 微信直播开通后，理论上腾讯提供的私域触点更加丰富



来源：2019 微信公开课，国金证券研究所

尽管流量私有化已成为流量稀缺的当下品牌下一阶段发展的重要考量，但我们认为并非所有品牌都适合进行流量私有化的布局。正如飞鹤合伙人徐欢生在一次分享中提到：“几年前我们还没有私域流量这个叫法，但我们叫‘自己的用户体系’”，私域流量只是国内特色的产物，且并非新鲜事物，背后反映的是各个层级的品牌对于中长期内流量增长预期的下滑和焦虑感。品牌是否适合做建立私域流量池，我们认为取决于品牌对所属行业和渠道未来获客成本变化的判断、三方媒介渠道的成本变化判断，以及当下品牌资源对于早起建设私域流量池高成本低回报投入的意愿。同时相较于头部和腰部

品牌，白牌资产实力平均弱于前者，品牌初期选择成本较低的渠道（拼多多、京喜、小米有品等）获取流量的效率或高于直接建设私域流量体系。

四、逾越鸿沟：曲线中段品牌的突围战

我们认为，曲线中段腰部品牌呈现出多元化的、混杂的生长状态。腰部品牌的特征主要包括（1）线上起家，有一定时间积累，但受制于头部品牌线上打法的成熟，近年来销量呈现稳定甚至下滑的趋势（2）传统国牌认知度高发展时间长，但随着品牌老化、流量衰减、产品竞争力下滑，逐渐鲜有人问津（3）品牌创立时间不长，凭借个性化优势销量起势很快，但后续成长压力大。在可预见的头部品牌逐渐熟络双十一玩法之后，腰部品牌无论在未来的平台级促销还是大类目促销中，表现或许都难称乐观。

以淘品牌为例，对 GMV 的追逐改变了电商平台的策略之后，双十一正逐渐变成头部品牌的游戏盛宴。从历年双十一天猫的女装以及个护品牌销售额 TOP5 的比较中可以看出，最熟悉双十一玩法的淘品牌们（韩都衣舍、茵曼、小熊、三只松鼠等）在近几年大促中表现每况愈下。我们认为以淘品牌为代表的一系列新兴品牌（以线上为主力渠道的销售品牌）持续在线上崛起的难度将不断增加，究其原因，在流量红利时期淘品牌的产品力提升速度难以称道，在流量与用户层面的抢占速度上出现了一定的停滞。在服饰品类大品牌（ZARA、优衣库等）转向线上后，汇集流量与资源的能力相比淘品牌要更强，淘品牌如果不能给用户更强的感知力度，后续的发展以及与大品牌的对抗就会很艰难，更需要寻求其它渠道的拓张进行品牌的成长。从历年双十一天猫女装与个护品牌 TOP5 的变化趋势可以看出，淘品牌被国际大牌逐步替代已成事实。

图表 149：历年双十一天猫女装品牌销售额 TOP5

2014	2015	2016	2017	2018	2019
韩都衣舍	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库
优衣库	韩都衣舍	ONLY	VEROMODA	ONLY	波司登
阿卡	拉夏贝尔	波司登	ONLY	VEROMODA	VEROMODA
茵曼	ONLY	韩都衣舍	伊芙丽	波司登	ONLY
波司登	欧时力	乐町	韩都衣舍	伊芙丽	伊芙丽

来源：天猫，国金证券研究所

图表 150：历年双十一天猫个护品牌销售额 TOP5

2014	2015	2016	2017	2018	2019
阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	玉兰油	欧莱雅
美即	韩束	欧莱雅	自然堂	兰蔻	雅诗兰黛
韩束	玉兰油	SK II	兰蔻	欧莱雅	兰蔻
百雀羚	阿芙	一叶子	雅诗兰黛	SK II	玉兰油
欧莱雅	御泥坊	雅诗兰黛	SK II	雅诗兰黛	SK II

来源：天猫，国金证券研究所

我们看到淘品牌回归线下的趋势也在不断上演。以韩都衣舍和茵曼为代表的淘品牌开始在线下开店，并引入粉丝经营模式。由于淘品牌们在线上已经拥有大批流量和年轻粉丝，因此鼓励线上粉丝到线下开店，具备了初始的流量基础。在这种模式下，线下门店已经不再是产品销售的单纯地盘，而是具备了很强的社群属性，是传统门店、电商和社群的结合体。一旦类似社群形成规模，线上线下流量互动，将会成为新的增长点。此外，韩都衣舍还布局商业智能，进军传媒领域，成立韩都传媒，打造互联网品牌生态运营商的角色，提升品牌 UV 价值，开启新的增长动能。

图表 151: 韩都衣舍线下店



来源: 搜狐, 国金证券研究所

图表 152: 茵曼线下店



来源: 搜狐, 国金证券研究所

但在腰部品牌寻找出路的过程中, 我们也能够看到其中一些具备突出个性化的品牌。它们通过提炼并表达品牌个性主张、凝结品牌 IP 以及注重产品品质/升级产品用料, 获取了一批忠实的粉丝, 成为细分赛道中的异军突起的力量。例如, POPMART (泡泡玛特) 是国内潮玩公司的代表, 主要产品是盲盒 (内装有各系列 IP 公仔)。POPMART 拥有多个销售渠道如直营店、自动贩卖机、天猫、小程序等。从单纯的三方零售渠道 (卖别人家的玩具产品) 到售卖签约 IP 系列的公仔, 实现了收入与利润的显著提升。泡泡玛特通过签约多个国内外一线潮流玩具品牌积累 IP 储备, 成为其全球独家的生产商及经销商, 2016 年, 与香港设计师 Kenny 达成合作, 签约了第一个 IP——Molly 后一发不可收拾, 并陆续与 Fluffy House、Labubu、Satyr Rory 等众多国内外知名 IP 达成了全面战略合作。IP 设计师们会向泡泡玛特提供 IP 系列设计草图, 泡泡玛特则一手包办后续所有的 3D 设计、供应链管理、生产和包装, 最终产品进入泡泡玛特的直营店销售。

此外, 钟薛高、元气森林、王饱饱、三顿半、全棉时代等品牌作为近年来崛起的国货新秀品牌, 在 2019 年天猫双十一也表现不俗: 三顿半获得咖啡品类销量第一、王饱饱获得麦片品类销量第一, 钟薛高在销售淡季开场 46 分钟破 200 万元的销售战绩也实属不易。元气森林 2019 年双十一 5 分钟破 100 万元, 整体销售额突破 1200 万元, 产品销售超 500 万瓶, 预计 2019 全年接近 9 亿元销售额...

我们认为, 这些品牌小有所成的背后沉淀出几个品牌共通要素 (1) 瞄准目标人群, 作准需求洞察, 基于品牌和产品认同产生溢价。传统品牌转型存在历史桎梏, 新品牌利用 90 后人群对品质和健康度的要求升级原材料与配方, 并适当 (理性) 调整品牌溢价形成品牌定位的区隔 (2) 产品矩阵布局灵活, 致于传递品牌文化。克制新品开发数量, 不盲目拓展产品组合, 产品区隔度与辨识度较高。在包装设计上做足功夫, 体现品牌文化内涵, 给人耳目一新的感觉 (3) 善用高效传播渠道, 注重渠道适配性和经济性。新品牌由于费用有限, 往往借助新媒体, 以内容为主要传播手段来进行传播推广, 渠道上选择用户集中的几个重点渠道, 符合游击战的打法。众多国货新秀品牌选择小红书、抖音、快手、B 站、李佳琦等新媒体渠道, 以图片+文字+短视频+直播等形式表达品牌精神和价值主义。上述要素使用经典营销 4P 理论仍然可以解释: 占领新渠道 (Place) + 抢占心智 (Promotion) + 产品升级 (Product) + 品牌溢价 (Price)。

图表 153: POPMART 系列盲盒“端箱”消费成习惯



来源: 新浪、国金证券研究所

图表 155: 钟薛高与小仙炖、泸州老窖的联名款合作



来源: 百家号, 国金证券研究所

图表 157: 元气森林通过日系包装打开用户尝鲜大门



来源: 元气森林官网, 国金证券研究所

图表 154: POPMART 自动售货机&闲鱼渠道发达



来源: 搜狐、闲鱼 APP、国金证券研究所

图表 156: 欧阳娜娜 vlog 推荐王饱饱



来源: 小红书, 国金证券研究所

图表 158: 享受‘审美红利’的三顿半产品



来源: 百家号, 国金证券研究所

国牌新秀崛起的背后，映射出中国的新一代消费势力正在崛起。这些品牌成长于微信、淘宝直播、抖音、小红书、线下新兴业态等各类新媒体渠道上的“Online Brand”的代表。因此我们认为，大众消费品受制于过往人口和渠道红利，“大通货”教育市场的本质是针对需求的最大公约数提出解决方案；但小众消费品时代已经逐渐来临，这也为我们提出的微笑曲线消费结构中腰部品牌的破局方向打开了一扇新的窗户。

图表 159：老品牌翻新触媒的确有利于激活新消费市场，但可持续多久呢



来源：天猫，京东，国金证券研究所

然而，大市场和细分市场并非完全割裂。尤其在国内供应链逐渐成熟和渠道便捷度显著提升的情况下，除非存在核心技术壁垒，例如吉列对于剃须刀专利的控制、戴森吹风机核心的电机转速、格力美的的自研压缩机技术、全棉时代（稳健医疗）的全棉水刺无纺布专利... 否则大部分消费品创业的红海效应将会在短时间内持续膨胀，来自新进入者、同业品牌（大牌）、其它行业品牌的竞争压力将接踵而至。新秀品牌从流量、产品、品牌、全球化等等跃迁要素中，打怪升级跨越障碍的路径并不好走。

图表 160：4P+波特五力用于分析消费品牌成长要素仍未过时



来源：Bing，国金证券研究所

图表 161：全棉时代作为国牌新秀的代表，已进入壁垒相对稳定阶段



来源：京东、天猫全棉时代官方旗舰店、新浪、小红书、B站、国金证券研究所

五、从微笑曲线到 M 型消费结构的展望：曲线发展的长期推演

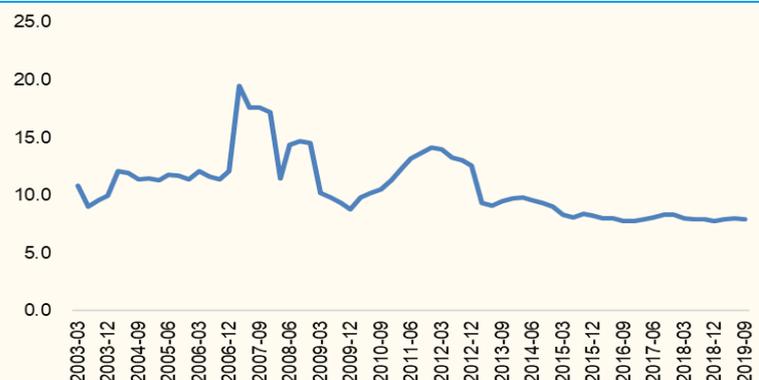
对于近年来消费升级、消费降级与消费分级的争论，我们无意于认同或否定哪类观点，也无意于将“大牌恒强”与消费升级、“白牌崛起”与消费降级一一对应。我们认为，消费随着地域、城市、公路/铁路等基建网络、社会环境以及不同个体在成长过程中消费习惯培养的差异，任何一个个体的消费行为都是多面向的：某个个体可能生活在一线城市，手机可以换最新款 iphone，服饰要求一线大牌，但纸品就喜欢在拼多多买 20 元 30 包（一箱）的白牌单品；因此无法直接给一线城市生活的人带上消费升级符号，也无法给下沉市场的人群挂以消费降级的标签——时间、地点/场景、人群的切换，都可能反映出类似升级/降级的消费行为和心里。

我们不妨更换一种视角，从日本所历经的 M 型消费社会的事实当中发掘国内消费形势的长期走向以及对未来消费的影响。我们认为中国社会结构正在发生巨大变化：根据 2015 年中国家庭金融调查（CHFS）的数据测算，若以每人拥有 5 万至 50 万美元的净财富来界定中产阶级，国内中产阶级已达 2.04 亿人，但只有大约 1.0% 的人口可以超越中产阶级标准；而未来除极少部分人群挤入上层社会外（我们认为中产阶层进入上层社会的通道将会越来越窄），更多人群可能会进入中低收入甚至低收入阶层。这使得中等收入群体从长期角度看不断减少，社会结构中部出现一定塌陷，人口分布出现分化，向高收入和低收入两端移动。国内将要面临的中产阶级结构性变化类似上世纪 90 年代末日本社会出现的“M 型社会”现象。

“M 型社会”是大前研一 2015 年提出的新型社会结构。是指在宏观政治、经济环境变动下，伴随资源重新分配，中产阶级逐渐失去竞争力，财富流失并下滑至中低阶层，高收入阶层和中低收入阶层贫富差距增加，富者更富，贫者更贫。整个社会的财富、资源分配在中部出现很大的缺口，如“M”字型。

社会结构为何会走向“M 型”，是因为中部人群塌陷带来的两端差距增加——中产阶层形成之后难以稳固。从收入端来看，国内城镇居民人均可支配收入数额保持增长，但实际同比增速出现下滑，最新季度的同比增速 5.4%，为历史高点时期的 1/3。

图表 162：城镇居民可支配收入：实际同比 (%)

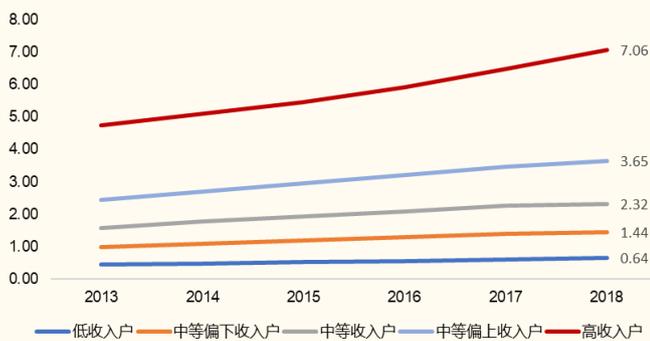


来源：wind、国金证券研究所

同时，从支出端来看，住房、教育及医疗等愈发高额的开支使得较高收入群体（中产阶级）支出负担较重，一二线城市沉重的生活成本造就“高负债中产”。中产阶层可支配收入中消费占比难以提升，生活质量提高速度减缓。此外，伴随国内老龄化进程加快，整体社会负担持续增重，少子老龄化社会将成为未来发展趋势。

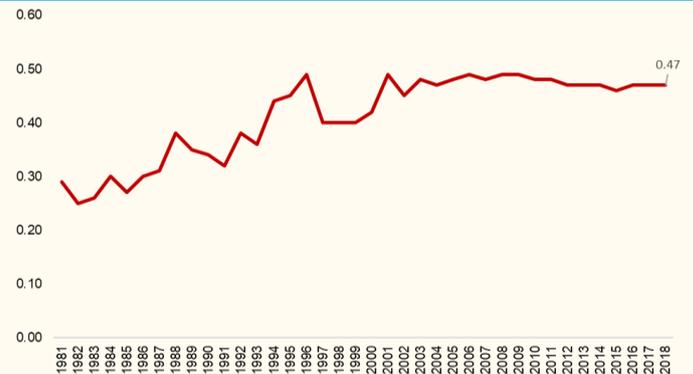
不但“M型”社会结构中不断塌陷，其两端差异也在持续放大。从两组数据看：尽管国内居民整体收入水平稳步提升，但是不同收入等级中群体收入的增速及增幅存在差异，马太效应、二八原则持续显现。增速方面，前20%的高收入户在高基数的基础上保持高增速，而其他群体收入增速明显趋缓，因此高收入群体与其他收入群体的差距不断扩大。绝对数额方面，前20%的高收入户人均可支配收入远高于其他80%居民。即使是中等偏上收入户2018年的人均可支配收入也刚达到高收入户的一半；后20%的低收入人群人均可支配收入不及高收入人群的1/10。基尼系数也直观反映出全国居民收入差距不断扩大：过去十年间，国内居民收入基尼系数已从90年代的0.35左右涨至0.47左右，高于国际警戒线0.4，接近红线0.5。

图表 163: 全国居民可支配收入差异 (分组, 万元/年)



来源：国家统计局，国金证券研究所

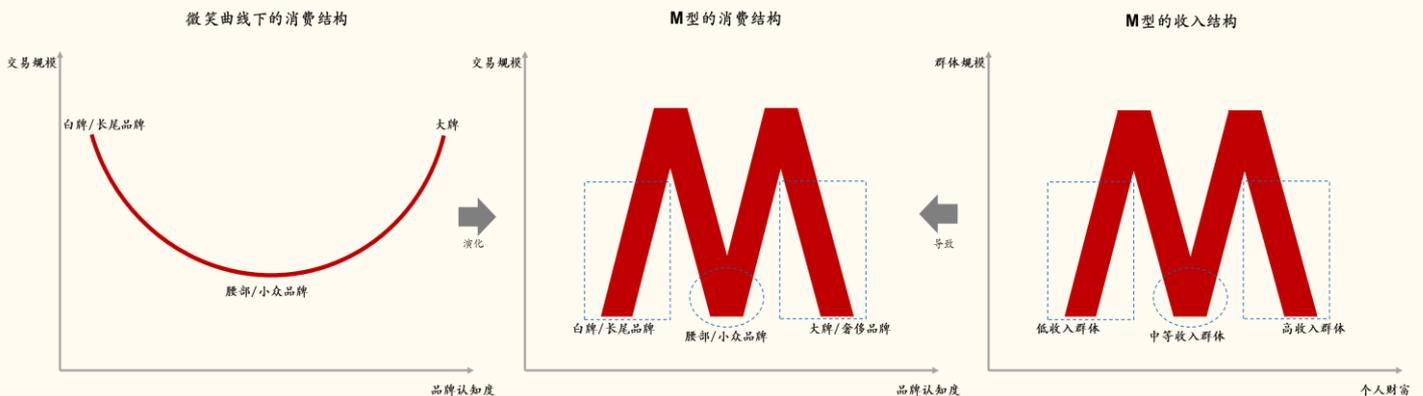
图表 164: 全国居民收入基尼系数差距扩大



来源：国家统计局，国金证券研究所

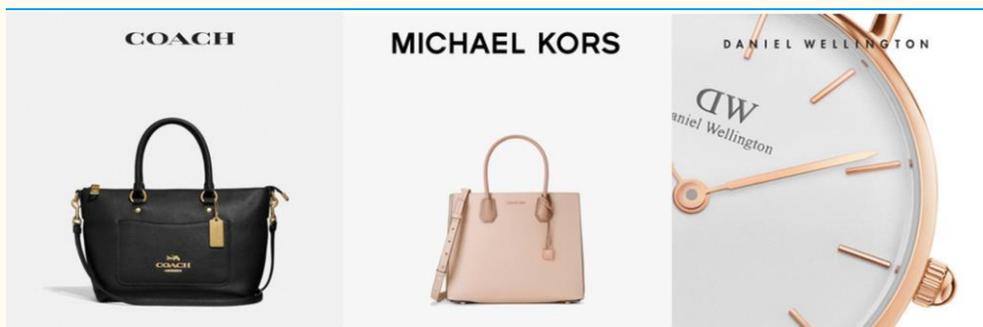
因此，当社会经济结构出现“M型”趋势，中等收入群体减少，高收入与低收入群体收入分化不断加大，我们认为从长期角度势必会影响社会消费特征。类似于本报告描述的微笑曲线结构的发展结论，在M型消费结构中，消费者的消费意向也会近似出现白牌高性价比产品和大牌乃至奢侈品的两极分化，最终主打“轻奢”路线或性价比平庸的品牌都可能失去竞争机会。

图表 165: 从微笑曲线到 M 型消费结构: 中产的分化带来收入两端的聚集



来源：国金证券研究所

图表 166：轻奢品牌在国内的未来何去何从



来源：天猫，国金证券研究所

从近年来的部分消费数据当中已初见端倪：根据中国百货商业协会和中国商业研究院的数据，2013-2017 年定位在中端/百货/轻奢的服装零售增速显著低于快消和高端奢侈的服装零售增速。这一现象出现在很多可选择品牌范围较广泛的消费品类中，说明中端定位的品牌很难做大规模，价格、价值两端的商品更有机会。2018 年，国内消费者购买奢侈品花费 1457 亿美元增长 7%，在全球奢侈品消费额中占比高达 42%，坐稳第一位；在 2019 年双十一，多个大牌彩妆、奢侈品销量再次刷新；拼多多也瓜分了更多市场份额，越来越多的腰尾部品牌选择进入下沉市场。

因此，在 M 型社会结构的左侧，中低收入人群会对价格将会非常敏感，更愿意去购买符合物品使用价值的低价产品，即满足需求的白牌产品；而 M 型社会结构右侧的高收入群体则更倾向不断提升消费体验和商品质量，注重品牌赋予的心理价值与社交价值，倾向于购买细分品类头部产品以及大牌奢侈品。在此逻辑下，二手经济将会被更好的带动，我们长期看好二手经济对闲鱼、转转等平台以及大牌的发展动力。

在此背景下，在微笑曲线结构到 M 型消费结构的演进中，我们认为白牌与大牌的成长逻辑需要做出进一步调整——

- **白牌（M 型消费结构左侧）侧重最低可盈利价格和高性价比，后续应尽力攫取市场份额，提升质量的同时努力压低成本，保障品牌生存的基础条件。**明确目标群体的痛点和需求，获取公域/私域流量同时保持稳定利润。此外，下沉市场中口碑互动和商户信任十分重要，信任交易的形成是品牌提高客户留存与复购的核心抓手，非一时之功可塑。
- **大牌与奢侈品牌（M 型消费结构右侧）的优势在于，用户数量与质量都处于增长阶段。**大牌与奢侈品牌可持续加深商品品质与服务体验：未来高端消费人群不仅注重产品本身的质量，更多会关注体附加的体验感与互动感——大牌与奢侈品牌需提供个性化体验，满足消费者不同偏好、生活态度与价值观念，为品牌长期的溢价空间打下基础。我们认为向 M 型消费结构的演进过程是大牌与奢侈品牌已有的品牌资产护城河不断巩固的过程，同时二手渠道的发展也是对大牌与二手奢侈品的进一步增长刺激。在大牌高速发展中亦不可忽视舆论与公关层面对品牌带来的影响。

- 腰部品牌（M 型消费结构中，含细分品类头部品牌）除借鉴白牌和大牌的成长经验外，应着重布局线下，不断调整店铺经营模式和产品架构。**通过线下门店吸引流量，提升顾客黏性，提高转化率，刺激线上销售量，完成线上线下的经营闭环，赋予品牌增长的新动能。此外，部分腰部品牌创立之初虽设定了品牌内涵，但仍需深度挖掘内涵要素，开发品牌价值，围绕品牌形象开发多品类的品牌周边衍生品（IP），形成完整品牌生态，树立品牌护城河。

六、行业投资建议

从 2019 年起，我们看到以消费品牌微笑曲线结构为代表的品牌发展和进化趋势，在历年 618、双十一、年货节为代表的大促推波助澜下表现更加显著。我们认为（1）未来的 618、双十一大促不应视为一个短期的交易性机会。双十一数据对于研判和验证消费心理与趋势，品类和品牌市场格局变迁依然具有价值。（2）未来的品牌消费趋势的变迁逻辑下，大牌与白牌的优势将会得到更明显的体现，其中大牌的优势地位将较为稳固，白牌依托细分优势也将获得可观的用户群体与份额。

在电商平台和 Saas 服务端，我们认为“格局决定打法，定位决定空间”。根据上文分析，我们认为随着微笑曲线状态的演化成熟，阿里和京东等平台上的大牌聚拢和露出逻辑将进一步推动大牌销售增长；同时基于微信生态下的拼多多以及私域化品牌打法将具备进一步成长空间，未来每年近万亿的微信生态内部成交额将进一步提升流量转化效率。我们对阿里巴巴、腾讯、拼多多、唯品会、中国有赞、微盟为组合的未来发展空间持有乐观态度，并认为快手在直播与私域化的发展存在更大机遇。

在消费品牌端，我们看好各细分消费品类当中与双十一、618 等大促形势更吻合的头部品牌个股，包括美的、海尔、九阳、新宝、珀莱雅、丸美、李宁、安踏、波司登、中顺洁柔等。同时，基于下沉市场渠道的放量，头部 Saas 服务商崭露头角，联合推动白牌崛起的逻辑下，南极电商作为国内 A 股稀缺标的值得关注。

七、风险提示

社会消费品零售总额增速下滑：近几年来宏观经济增长放缓，消费结构开始从实物商品向服务转移，社会消费品零售总额增速的不断下滑，对线上零售市场空间的上行带来一定影响，如果社零总额持续呈现不乐观态势，将对线上购物规模的渗透率产生进一步影响，则对电商业绩增速和年度大促规模产生进一步冲击。

行业竞争白热化：随着人口红利和线上流量红利殆尽，行业竞争已从红海阶段进入黑海阶段，各大电商巨头已开始深耕下沉市场，但下沉市场一旦触顶，对后续线上消费空间的提振将带来明显冲击。

线上红利加速消退，电商后续增速不及预期，影响大促效果：随着电商长期战略扩张遇到瓶颈、大促边际创新方向收窄以及效果减弱，以及电商新业务短期无法变现，可能导致电商平台出现短期内营销投入持续加大，获客

成本快速攀升，致使电商收入和利润的业绩增速放缓。

直播带货的政策风险与商业模式同质化隐患：《广告法》与《电子商务法》都对带货主播以及电商平台提出了监管要求。为了充分保障消费者权益，未来的监管态势趋严。同时，随着各直播平台目的趋同（吸引用户转化），带货直播同质化的形势可能难以获得流量关注，用户兴趣点可能随时发生转移导致直播渠道流量下滑。

私域流量运营的政策层面、管理手段、以及流量成本的相关风险：微信官方如从长期角度限制朋友圈营销信息的发布与传播，可能会降低私域流量运营的触达和转化效果。社群运营管理上，用户数量的扩张增加了运营管理过程中的不确定性，在社群内部品牌问题爆发的传播速度远快于其他区域。此外，公域流量获客成本的增加限制了私域流量的来源，运营私域流量的品牌增多导致摆脱同质化营销的成本上升。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH