

商业贸易行业专题报告

双 11: 怎么卷, 琦/娅战况几何, 品牌如何抉择? 增持 (维持)

2021 年 10 月 23 日

投资要点

证券分析师 吴劲草
执业证号: S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖
yangjing@dwzq.com.cn

- **2021 年双 11 大促, 开始时间小幅提前, 但活动重心明显前移; 头部主播开门红带货额大幅增长。**天猫、京东的开始时间提前 4 个小时至 10 月 20 日晚 20:00, 但首日预售/销售额大幅增长, 重心前移。京东官方战报显示, 平台预售开始后 4 小时下单用户数较 2020 年预售首日增长 40%; 而克劳锐、红人点集数据显示淘宝直播的薇娅、李佳琦 10 月 20 日直播带货额较 2020 年 10 月 21 日均有约 200% 增长。
- **双 11 直播的品类分布: 主播带货化妆品占比高, 服装品牌或更青睐店铺自播。**据壁虎看看的抖音自播榜单, 10 月 20 日抖音带货 TOP 10 均为服饰品牌; 而据红人点集, 10 月 20 日李佳琦、薇娅的成交额中, 护肤品+美妆占比高达 72%/47%。
- **抖音店铺自播值得关注。**抖音品牌自播是 2021 年快速兴起的模式, 也是 2021 年双 11 的一大看点。相比于达人带货, 店铺自播对商品的展示更加充分。在抖音双 11 好物节 10 月 27 日正式开始前, 抖音带货就已随淘宝双 11 开门红而呈现一定的热度。据壁虎看看, 10 月 20 日单日太平鸟、波司登在抖音自播榜单名列 top2, 带货额分别为 1170/682 万元。
- **品牌控价严, 直播间未必更便宜。**2021 年大促品牌方在各平台直营渠道的控价已比较完善。以服装和化妆品为例, 10 月 20 日一部分主打产品在抖音直播间和天猫旗舰店的价格是一致的, 而化妆品则通过不同的产品组合、规格、赠品来规避直接的比价。
- **国货品牌有望随直播带货崛起。**薇娅、李佳琦 2021 年 10 月 21 日双 11 首场直播的品牌排行榜中不乏国产品牌的身影。据红人点集, 夸迪以 3.34 亿元的带货额在李佳琦当晚的直播中排名第 1, 而周大生以 0.45 亿元排名薇娅当晚直播带货品牌第 5。更熟悉互联网运营和电商文化的国产品牌有望借助直播带货渠道迅速扩大影响力, 实现快速增长。
- **投资建议:** 总体上看, 2021 年双 11 大促的重心进一步提前, 其“聚集销售”的效应变得更加明显, 这或将造成年底零售行业的销售在时间上的分布改变。品牌商未来或更注重长周期下的市场规模和营收, 部分成熟的知名品牌对于大促的态度或持续转变。2021 年达人直播、商家自播在双 11 大促中的成交额显著增长, 利好熟悉直播电商玩法的国货品牌。建议关注直播销售额较高的国货品牌, 推荐波司登、贝泰妮、华熙生物、李宁、安踏体育, 关注太平鸟、锦泓集团等。
- **风险提示:** 行业竞争加剧, 退货超预期, 疫情反复等

行业走势



相关研究

- 1、《商业贸易行业点评: 9 月社零总额同比+4.4%, 消费回暖趋势明显》2021-10-18
- 2、《商业贸易行业跟踪周报: 国联股份发布 2021Q3 业绩预告, 收入&利润维持高增趋势, 看好工业品电商广阔前景》2021-10-17
- 3、《教育行业点评: 关于推动现代职业教育高质量发展的意见出台, 高教和职教板块估值有望修复》2021-10-13

表 1: 相关公司估值 (10 月 22 日收盘)

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			投资评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
300957.SZ	贝泰妮	963	227.35	5.44	8.15	11.42	177	118	84	买入
688363.SH	华熙生物	835	173.96	6.46	8.50	10.93	129	98	76	买入
3998.HK	波司登	573	6.35	17.10	20.73	25.40	34	28	23	买入
2331.HK	李宁	1,926	92.95	16.98	36.50	46.60	113	53	41	买入
2020.HK	安踏体育	3,011	134.20	51.62	74.07	91.27	58	41	33	买入

资料来源: wind, 东吴证券研究所。注: 归母净利润预测均来自东吴证券研究所预测。收盘价为交易所原始货币, 其余均为人民币, PE 按人民币:港币=1:0.83 (2021.10.22) 换算。波司登表中年份为 FY21A/ FY22E/ FY23E。

内容目录

1. 趋势：预售力度加大&直播更进一步.....	4
2. 双 11 直播带货分析：卖了啥，哪便宜？	7
3. 大促时间表：预售小幅提前，哪些时点需要关注？	9
4. 投资建议	10
5. 风险提示	10

图表目录

图 1: 2021/10/21 李佳琦、薇娅直播间热度高	4
图 2: 李佳琦、太平鸟直播间截图	4
图 3: 2020 年双 11 天猫美容护肤行业预售额分布: 集中在 10 月 23-24 日	4
图 4: 薇娅/李佳琦 2020&2021 双 11 预售首日带货额 (亿元)	5
图 5: 2021/10/20, 抖音店铺自播带货额榜单	5
图 6: 天猫双 11 增速与对应财年 GMV 增速对比	6
图 7: 双 11 直播带货: 折扣价仅在主播讲解完毕后短时间出现	6
图 8: 薇娅 2021/10/20 单日直播带货品类结构	7
图 9: 李佳琦 2021/10/20 单日直播带货品类结构	7
图 10: 薇娅 2021.10.20 带货 TOP10 品牌	7
图 11: 李佳琦 2021.10.20 带货 TOP10 品牌	7
图 12: 服装——部分款式在直播间和天猫旗舰店的折扣价格一致	8
图 13: 化妆品——不同渠道套装&规格&赠品不同, 避免直接比价	8
图 14: 各平台 2021 双 11 大促时间表	9
表 1: 相关公司估值 (10 月 22 日收盘)	1
表 2: 相关公司估值表 (基于 2021 年 10 月 22 日收盘价)	10

1. 趋势：预售力度加大&直播更进一步

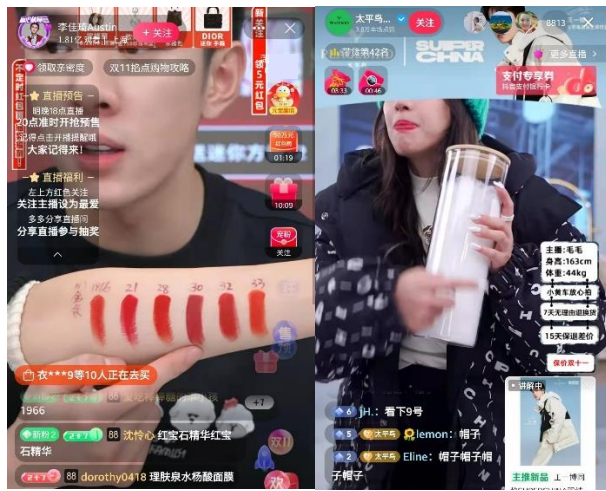
2021年天猫双11预售已于10月20日晚8点正式开始。从第一波预售的情况来看，我们认为2021年双十一最值得关注的两大趋势是：①预售力度加大，②直播更进一步。

图 1：2021/10/21 李佳琦、薇娅直播间热度高



数据来源：淘宝直播，东吴证券研究所

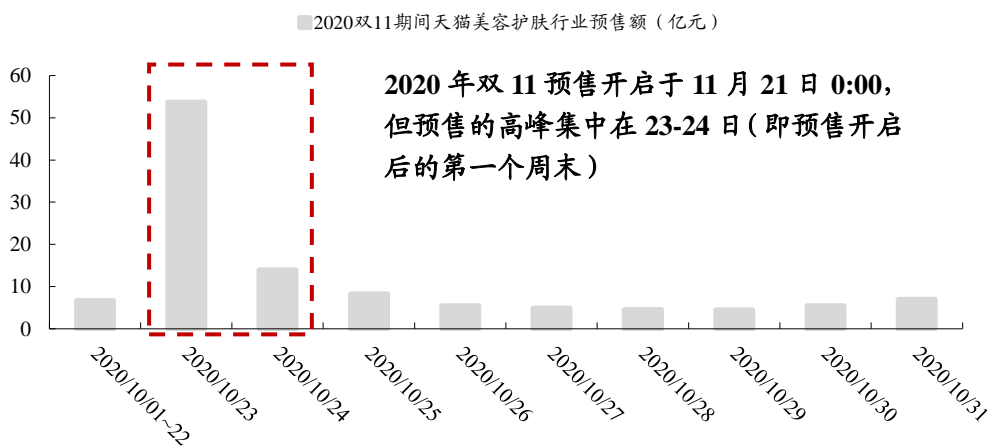
图 2：李佳琦、太平鸟直播间截图



数据来源：淘宝直播，抖音，东吴证券研究所

预售：时间提早不多，但重心明显前移。2021年双十一预售开启的时间较2020年提前了4个小时，即从21日0:00提前至20日20:00，预售开启时间提前的幅度并不大。但从预售的力度上看，2021年双11第一波预售的力度较2020年增长不少。京东战报显示，平台10月20日预售前4小时下单用户数较2020年预售首日提升40%；克劳锐&红人点集数据显示淘宝直播头部主播20日的成交额同比有三位数增长。根据淘数据，2020年天猫双11预售主要分布在23-24日（即预售开启后的首个周末），而2021双11预售开启日，或许就已经进入高潮。

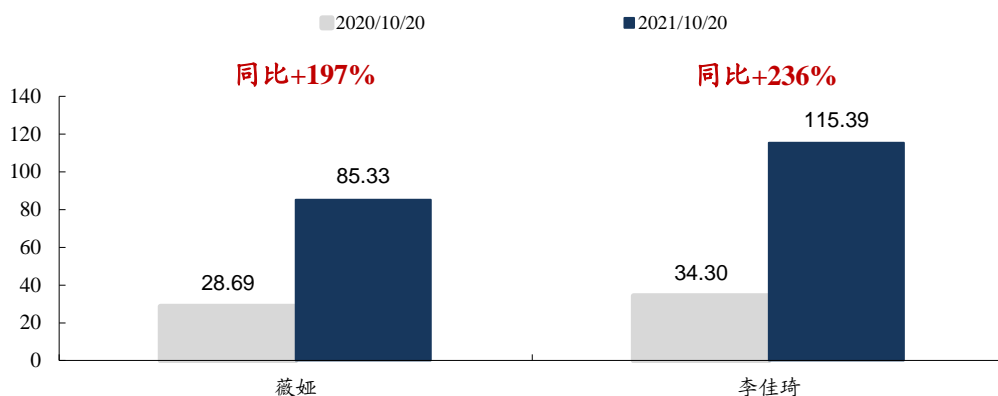
图 3：2020年双11天猫美容护肤行业预售额分布：集中在10月23-24日



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

直播：头部主播开门红带货额大幅增长。根据红人点集的数据，2021-10-20 薇娅/李佳琦直播带货额分别为 85.33/ 115.39 亿元；而根据克劳锐的数据，2020-10-20（同样是双 11 的首场直播），薇娅/李佳琦的带货额分别 28.69/ 34.30 亿元；可见 2021 年两位超头部主播的带货额几乎是 2020 年的 3 倍左右，开门红力度显著高于去年。

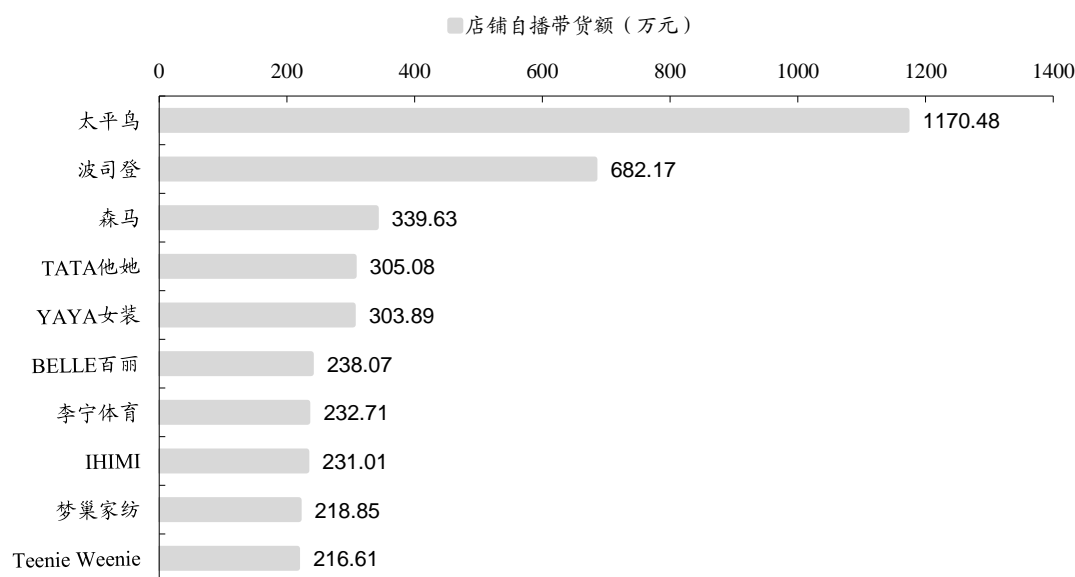
图 4：薇娅/李佳琦 2020&2021 双 11 预售首日带货额（亿元）



数据来源：克劳锐（2020），红人点集（2021），东吴证券研究所

抖音店铺自播值得关注。抖音品牌自播是 2021 年快速兴起的新模式，也是 2021 年双 11 的一大看点。相比于达人带货，店铺自播对商品的展示更加充分，从产品曝光长度、讲解的专业程度上都或多或少优于主播带货，但同时也对品牌方提出更高的要求。在抖音双 11 好物节 10 月 27 日正式开始前，抖音带货就已伴随淘宝双 11 开门红而呈现一定的热度。根据壁虎看看，10 月 20 日单日，太平鸟、波司登在抖音平台上的自播带货额名列 top2，且相比其他品牌优势明显。

图 5：2021/10/20，抖音店铺自播带货额榜单



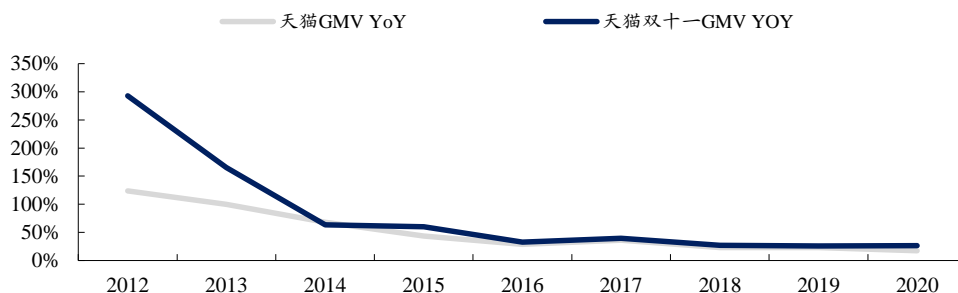
数据来源：壁虎看看，东吴证券研究所

这两大趋势说明了什么？我们认为：①双11对销量的“聚集效应”仍在变得越来越明显，②直播带货能有效吸引消费者的注意力，未来直播带货在双11等大促中的地位或越来越重要。

第一，2021双11的销量聚集效应或进一步提升，我们对零售数据的分析或应拉到更长的时间范围。从天猫平台的双11增速与同财年的GMV增速对比上看，2013年前双11增速高于整体，双11起到的作用是“拉新”；2014之后双11增速与整体增速大致相当，其本质变为“聚集销售”，即把大促前后一段时间的销售集中到大促期间释放。

2020年在拉长了双11活动的周期后（从2019年及以前的11.11一天变为11.01~11日两波11天，1-3日第一波，11日第二波），双11的同比增速高于全年增速（1~11日GMV同比+26%，天猫全年GMV同比+17%），意味着大促的“聚集效应”有所提升。而2021年双11预售开门红的力度提升明显，或意味着“聚集效应”还会进一步增加，并使得大促前后的销售额较往年有所偏低。

图6：天猫双11增速与对应财年GMV增速对比



数据来源：公司公告（财年GMV），公司官方战报（双11GMV），东吴证券研究所

第二，直播吸引消费者更长时间的关注，未来在大促中的地位或越来越重要。直播带货过程中，主播在介绍完商品并倒数321之后才会把优惠链接放出来，使得消费者的注意力在商品上停留更长时间，吸引更多的精力和关注。此外，店铺自播等方式也有望于将公域的消费者转化为私域粉丝。

图7：双11直播带货：折扣价仅在主播讲解完毕后短时间出现

消费者需要定点蹲守直播带货的折扣，并在折扣开始后迅速下单！



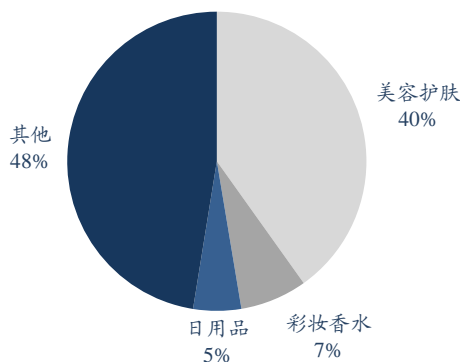
数据来源：抖音，东吴证券研究所

2. 双11直播带货分析：卖了啥，哪便宜？

达人带货中化妆品占比高，服装品牌或更倾向自播。服装、美妆是直播电商的两大主要品类。而2021年双11开门红期间，店铺自播中服装占比更高，主播带货中美妆占比更高。据壁虎看看的抖音自播榜单（见图5），10月20日抖音带货TOP10均为服饰品牌；而据红人点集，10月20日李佳琦、薇娅的成交额中，护肤品+美妆占比高达72%/47%。

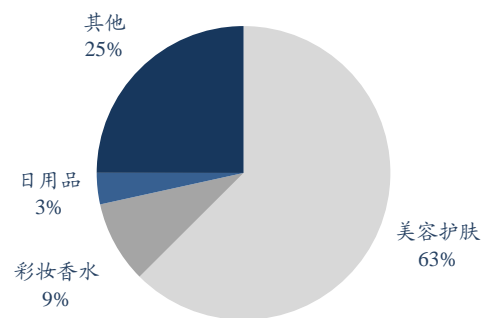
国货品牌有望随直播带货一并崛起。薇娅、李佳琦2021年10月21日双11首场直播的品牌排行榜中，不乏国产品牌的身影。据红人点集，夸迪以3.34亿元的带货额在李佳琦当晚的直播中排名第一，而周大生以0.45亿元排名薇娅当晚直播带货品牌第5。更熟悉互联网运营和电商文化的国产品牌有望借助直播带货渠道迅速扩大影响力，实现快速增长。

图8：薇娅2021/10/20单日直播带货品类结构



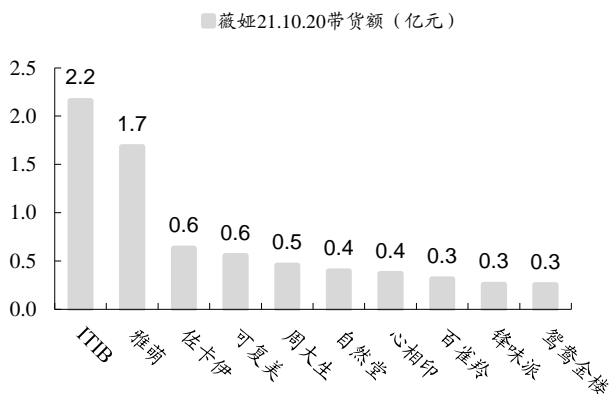
数据来源：红人点集，东吴证券研究所

图9：李佳琦2021/10/20单日直播带货品类结构



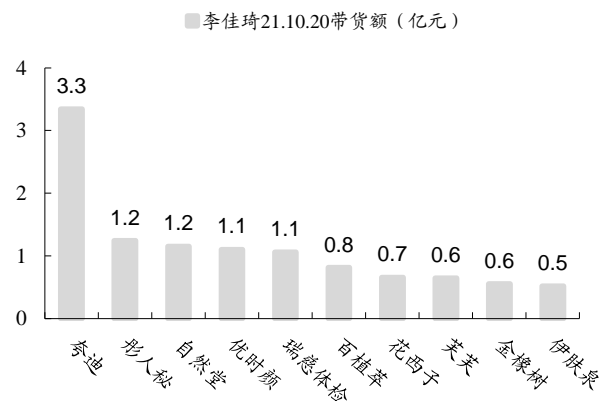
数据来源：红人点集，东吴证券研究所

图10：薇娅2021.10.20带货TOP10品牌



数据来源：红人点集，东吴证券研究所

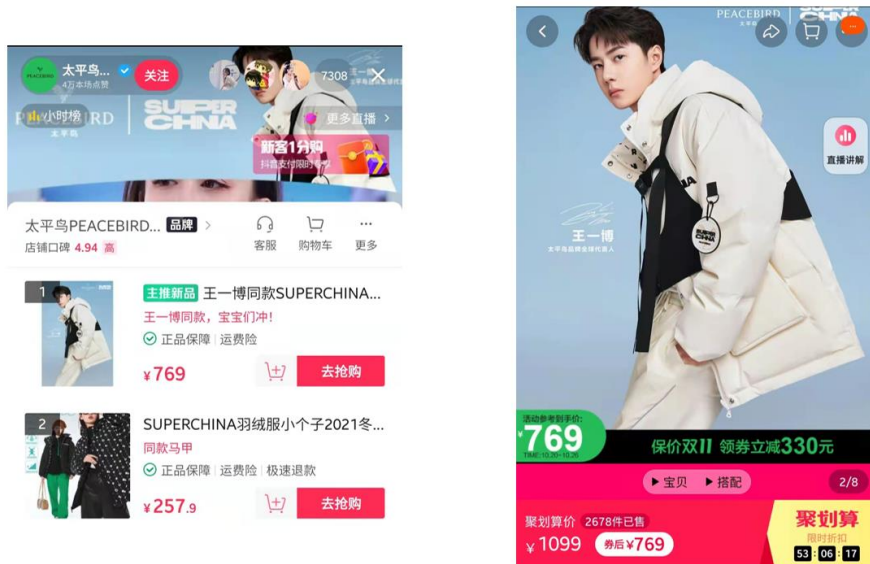
图11：李佳琦2021.10.20带货TOP10品牌



数据来源：红人点集，东吴证券研究所

服装直营渠道的价格较统一，直播未必买到更低价。直播期间的打折价格常常和旗舰店的促销价一致，如10月20日太平鸟同款羽绒服在天猫旗舰店和抖音店铺自播间里的价格是一致的。

图 12: 服装——部分款式在直播间和天猫旗舰店的折扣价格一致



抖音直播：¥769

天猫旗舰店：¥769

数据来源：抖音，淘宝 APP，东吴证券研究所

化妆品则更多通过套装、规格和赠品的不同形成差异避免直接比价。如资生堂某产品10月20日在品牌自播、薇娅直播、天猫旗舰店三个渠道的标价差别不大，到手价根据优惠券有所不同，但最大的差异在于赠品和产品规格的组合不同。“到底哪一套更便宜”在不同的消费者心中或许会有不同答案。

图 13: 化妆品——不同渠道套装&规格&赠品不同，避免直接比价



薇娅直播：¥980

自播间专享：¥1080

旗舰店货架：¥590

30ml*3 + 10ml*5

30ml*3 + 10ml*4 + 其他赠品

50ml*1 + 10ml*6

数据来源：淘宝 APP，东吴证券研究所

3. 大促时间表：预售小幅提前，哪些时点需要关注？

天猫：时间表与 2020 年大致相同，但重心提前。2020 年天猫双 11 从 10 月 21 日 0:00 开始预售，2021 年提前 4 小时至 10 月 20 日晚 20:00 开始，从时间跨度上来看差距不大。主要的变化在于大促的重心提前，首日预售的活动力度大于 2020 年。

京东：预售、开门红、高潮均提前 4 小时开始。预售从 10 月 21 日 0:00 提前 4 小时至 20 日的 20:00，开门红、高潮也提前 4 小时。2021 年京东双 11 大促的重心相比 2020 年同样有所提前，京东官方战报显示，2021 年 10.20 预售前 4 小时下单用户数较 2020 年 10.21 全天提升 40%。

抖音：好物节 10.27 正式开始，但 20 日已有较高热度。抖音好物节正式开始的时间为 10 月 27 日，但受到淘系等平台热度的影响，20 日抖音直播已经有较高的热度，贾乃亮等明星直播间当日销售额突破亿元。

拼多多：双 11 大促有所延长，从 2020 年的 10.21~11.11 延长至 2021 年的 10.20~11.13。促销力度方面，则要求报名商品的价格不得高于过去 30 日普惠成交价。

图 14：各平台 2021 双 11 大促时间表



数据来源：各平台官方网站，东吴证券研究所

大促期间的几个重要日期：

10.20~21 日：旗舰店首轮预售&直播间首轮大促。于预售数据，从 2020 年的数据上看，10 月底的天猫美容护肤预售额占据 11 月 1-3 日开门红销售额的 55%（淘数据）；而 47% 的预售额集中在一天，因此首轮预售的数据具备一定的前瞻性。而对于直播带货，李佳琦、薇娅在 2020 年 10 月 21 日预售首日的直播带货额是 10 月 31 日的约 5 倍（克劳锐），因此 10 月 20 日的带货额较为重要。

11 月 1 日 & 11.11 当天。是预售结尾款&现货促销日子，二者同等重要。以天猫平台美容护肤为例，2020 年 11 月 1 日和 11 日的成交额合计占双十一期间的约 80%（淘数据）。

10.20-11.11 之间的几个周末。大促期间周末的成交额/预售额通常比周中要高，如 2020 年天猫美容护肤预售额最高的日期是 10 月 23 日周五。

4. 投资建议

总体上看，2021年双11大促的重心进一步提前，其“聚集销售”的效应变得更加明显，这或将造成年底零售行业的销售在时间上的分布改变。品牌商未来或更注重长周期下的市场规模和营收，部分成熟的知名品牌对于大促的态度或持续转变。2021年达人直播、商家自播在双11大促中的成交额显著增长，利好熟悉直播电商玩法的国货品牌。建议关注直播销售额较高的国货品牌，推荐波司登、贝泰妮、华熙生物、李宁、安踏体育，关注太平鸟、锦泓集团等。

表 2: 相关公司估值表 (基于 2021 年 10 月 22 日收盘价)

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE			投资 评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
300957.SZ	贝泰妮	963	227.35	5.44	8.15	11.42	177	118	84	买入
688363.SH	华熙生物	835	173.96	6.46	8.50	10.93	129	98	76	买入
3998.HK	波司登	573	6.35	17.10	20.73	25.40	34	28	23	买入
2331.HK	李宁	1,926	92.95	16.98	36.50	46.60	113	53	41	买入
2020.HK	安踏体育	3,011	134.20	51.62	74.07	91.27	58	41	33	买入
603877.SH	太平鸟	179	37.55	7.13	10.45	12.85	25	17	14	未评级
603518.SH	锦泓集团	43	14.49	-6.24	3.39	4.49	n.a.	13	10	未评级

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 未评级标的估值均采用 wind 一致预期, 其余为东吴证券研究所预期。表中波司登对应年份为 FY21A/FY22E/FY23E, 除收盘价为交易所原始货币外, 表中其余货币单位均为人民币, PE 按人民币:港币=1:0.83 换算 (2021.10.22)。

5. 风险提示

行业竞争加剧风险: 竞争加剧会推高商家投放引流的价格, 导致商家双十一活动的盈利下降甚至亏损; 也有可能导商家大促期间的销售额不及预期, 并进一步导致存货积压等风险。

退货超预期: 本次双 11 大促, 直播电商的增长迅速, 这意味着这种新模式在大促中或占据更高的份额。而直播电商的退货率高于传统的电商, 如果退货率超预期, 或造成: ①商家售后、反向物流等成本上升; ②第三方监测的 GMV 数据失真。

疫情反复: 影响消费意愿以及快递物流。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

