

商业贸易行业专题报告

复盘双 11：增速放缓重心前移，品牌分化国货崛起，直播并非“去中心化” 增持（维持）

2021 年 11 月 13 日

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

投资要点

- **2021 双 11 期间天猫/ 京东平台 GMV 分别同增 8.5%/ 29%，增速较 2020 年双 11 的 26%/ 33% 有所放缓。**据平台官方战报，天猫/京东 2021 年 11 月 1-11 日总交易额分别为 5403 / 3491 亿元。我们认为近年来双 11 促销的实质是“聚集销售”，即将大促前后一段时间的销售集中释放。本次双 11 天猫和京东两大电商平台仍有较高的促销力度，电商整体 GMV 增速放缓是大促 GMV 增长幅度下降的主要原因。
- **天猫、京东仍为大促主战场，头部主播成交额大幅增长。**星图数据显示，2021 年双 11 当天，天猫/ 京东/ 拼多多销售额在综合电商平台中的占比分别为 57.8%/ 27.1%/ 6.4%，可见 2021 年双 11 大促的主战场仍然是天猫&京东。据红人点集、克劳锐数据，2021 年 10 月 20 日双 11 开门红直播首秀中，李佳琦/ 薇娅的带货额均达到 2020 年同日的 3 倍左右，大促期间主播带货呈现明显的“头部集中”趋势。
- **大促重心前倾明显，预售变得更重要。**从天猫平台大促的销售额分布上看，2021 年双 11 大促或更集中在 1-3 日，4~11 日或无明显增长。随着双 11 促销重心的前移，活动销售额向大促开门红集中。我们认为这个趋势未来将持续。11 月 1-3 日的部分成交额是 10 月底预售的尾款，预售重要性在提高。据淘数据统计，2021 年 10 月天猫美容护肤/彩妆/女装/运动鞋行业，预售额同比增长 115%/ 57%/ 166%/ 111%。
- **品牌持续分化下，国牌迎来崛起机会。**在电商整体增速趋缓的大环境下，品牌在不断分化，部分优质国产品牌脱颖而出。据淘数据初步统计，2021 年 11.1-11.11 天猫旗舰店渠道，华熙生物夸迪、珀莱雅、薇诺娜、李宁、安踏、FILA 等国产品牌均实现较快增长。据天下网商，薇诺娜、李宁、安踏、波司登、太平鸟等知名国产品牌荣登各自品类 2021 天猫双 11 销售额品牌榜 TOP 10，其中安踏、李宁超越阿迪达斯，表现抢眼。
- **投资建议：**电商整体增速趋缓、品牌分化的背景下，我们需重点关注脱颖而出的优质品牌。我们认为，部分头部国产品牌在对消费者需求的洞察、产品升级方向的把握、以及互联网电商和直播等新渠道的理解上展现出明显优势，看好这些优秀国牌在品牌分化过程中脱颖而出。
- **推荐标的：**贝泰妮，珀莱雅，李宁，安踏，波司登等。
- **风险提示：**第三方爬虫数据偏差，行业竞争，退货超预期，疫情反复等

行业走势



相关研究

- 1、《行业跟踪周报：新一轮寒潮席卷全国，品牌服饰或迎来冬季销售旺季》2021-11-07
- 2、《化妆品三季报业绩总结：化妆品多品牌增长质量较高，抖音等新平台逐步放量》2021-11-01
- 3、《教育行业点评：2022 国考报名人数超过 203 万人创历史新高，岗位竞争烈度持续提升》2021-10-25

表 1：相关公司估值（11 月 13 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	
603605.SH	珀莱雅	383	190.20	3.93	5.83	7.18	97	66	53	增持
300957.SZ	贝泰妮	882	208.31	4.12	8.15	11.42	214	108	77	买入
3998.HK	波司登	515	5.78	17.10	20.73	25.40	30	25	20	买入
2331.HK	李宁	2,062	96.10	16.98	36.50	46.60	121	56	44	买入
2020.HK	安踏体育	2,950	133.10	51.62	74.07	91.27	57	40	32	买入

资料来源：wind，东吴证券研究所。注：归母净利润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=1:0.82（2021.11.13）换算。波司登表中年份为 FY21A/ FY22E/ FY23E。

内容目录

1. 2021 年天猫&京东仍为双 11 主战场，大促 GMV 增速放缓.....	4
2. 天猫平台大促重心前倾幅度更明显，预售变得更重要.....	5
3. 直播带货占比提升，直播间折扣或给消费者带来真实让利.....	7
4. 品牌持续分化，国牌崛起在路上.....	8
5. 投资建议.....	9
6. 风险提示.....	9

图表目录

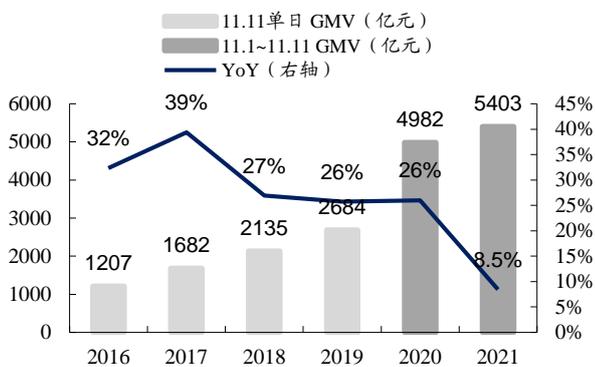
图 1: 天猫历年双 11 大促 GMV 及增速.....	4
图 2: 2017-2021 年京东“双 11”GMV 及增速.....	4
图 3: 2021-11-11 综合电商平台销售额构成.....	5
图 4: 抖音双 11 期间 GMV 提升&聚集的幅度不大.....	5
图 5: 各平台 2021 双 11 大促时间表.....	5
图 6: 2020-21 部分服装美妆珠宝天猫旗舰店双 11 期间销售额分布.....	6
图 7: 2020-2021 年 10 月天猫平台部分行业预售额: 2021 年大幅增长 (单位: 亿元).....	6
图 8: 薇娅/李佳琦 2020&2021 双 11 预售首日带货额 (亿元).....	7
图 9: 化妆品——不同渠道套装&规格&赠品不同, 避免直接比价并给消费者带来更多选择.....	7
图 10: 2021 部分品牌双 11 天猫旗舰店销售额: 品牌分化国牌崛起, 销售额向 11 月 1-3 日倾斜.....	8
图 11: 部分行业 2021 天猫双 11 品牌销售额排行 (标黄为 A/H 上市公司旗下品牌).....	9
表 1: 相关公司估值 (11 月 13 日收盘).....	1

1. 2021 年天猫&京东仍为双 11 主战场，大促 GMV 增速放缓

2021 双 11 期间天猫/ 京东平台 GMV 分别同增 8.5%/ 29%，增速较 2020 年双 11 的 26%/ 33% 有所放缓。据平台官方战报，天猫/京东 2021 年 11 月 1-11 日总交易额分别为 5403 / 3491 亿元。我们认为近年来双 11 促销的实质是“聚集销售”，即将大促前后一段时间的销售集中释放。本次双 11 天猫和京东两大电商平台仍有较高的促销力度，电商整体 GMV 增速放缓是大促 GMV 增长幅度下降的主要原因。

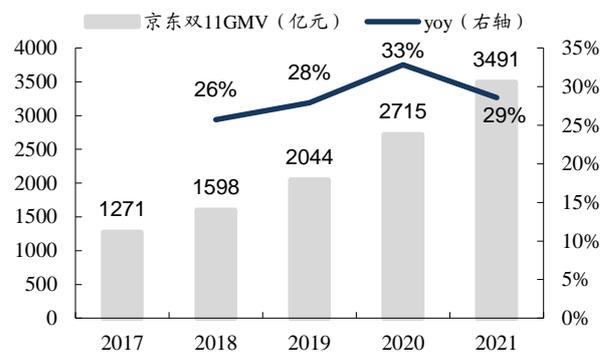
新品牌、中小品牌在大促期间保持较高活跃度。据联商网，从商家数量来看，29 万品牌商家参与今年“双十一”，其中 7 万商家为首次参与。从商品数量来看，约 1400 万款商品推出打折活动，其中 1000 个品牌旗舰店的部分爆款商品补贴到 5 折。据人民网，京东超过 4 万商家成交额同比增长 200%+，中小品牌新增数量同比增长超 4 倍。

图 1: 天猫历年双 11 大促 GMV 及增速



数据来源：官方战报，东吴证券研究所，注：2020-21 年 yoy 为 11 月 1-11 日口径，其余为 11.11 单日口径

图 2: 2017-2021 年京东“双 11” GMV 及增速

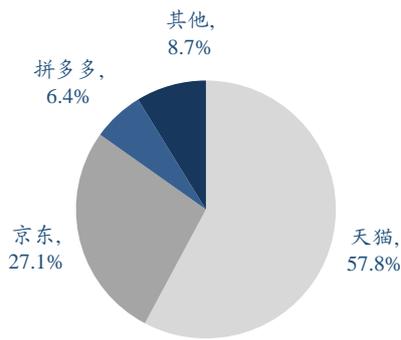


数据来源：京东官方战报，东吴证券研究所

从平台成交额来看，天猫、京东为大促主战场，拼多多、抖音等平台的活动力度相对不高。星图数据显示，2021 年双 11 当天，天猫/ 京东/ 拼多多销售额在综合电商平台中的占比分别为 57.8%/ 27.1%/ 6.4%，拼多多 11.11 日销售额占比相比于其在综合电商的市场份额是较低的。而天猫+京东占据综合电商 2021-11-11 销售额的 85%，可见 2021 年双 11 大促的主战场仍然是天猫&京东。

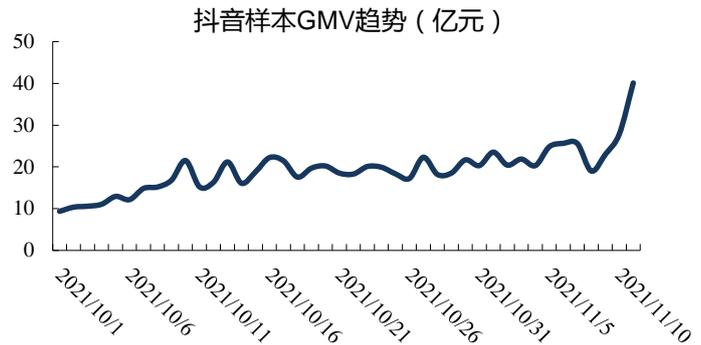
抖音 2021 双 11 期间的销售额相比平日增长幅度不多。2021 年抖音“双 11 好物节”于 10 月 27 日开始，根据壁虎看看，10 月 27 日-11 月 11 日抖音平台的 GMV 相较 10 月 1-26 日并没有明显提升。抖音 11 月 11 日当日 GMV 相对天猫、京东等大促力度较高的平台提升也不高：抖音 11 月 11 日成交额是 10 月均值的约 2.3 倍，而天猫 2021 年 11.11 单日的销售额或为平日的 10 倍以上。

图 3: 2021-11-11 综合电商平台销售额构成



数据来源: 星图数据, 东吴证券研究所

图 4: 抖音双 11 期间 GMV 提升&聚集的幅度不大



数据来源: 壁虎看看, 东吴证券研究所, 注: 为壁虎看看样本数据, 非平台全量数据, 仅供判断整体趋势

2. 天猫平台大促重心前倾幅度更明显, 预售变得更重要

2021 京东、天猫大促均大致分为 11 月 1-3 日、11 月 11 日两波促销高潮。①11 月 1-3 日: 开启第一波促销, 并结清 10 月底的预售的尾款, 10 月底预售的成果将反映在 1-3 日的销售额上; ②4-10 日之间的预售额不高, 各类目、品牌的商品轮流打折; ③11 月 11 日商品价格重回 1-3 日的水平, 并结清 11 月 4-10 日的预售。天猫、京东 2021 双 11 大促排期的不同点主要在于京东开始时间早 4 小时, 即第一/二波高潮开始的时间是 10 月 31 日 20:00/11 月 10 日 20:00。

拼多多、抖音等平台的大促则没有明显的排期。这些平台的促销力度、对活动的重视程度总体而言也不如京东和天猫, 并直接体现在销售额上。

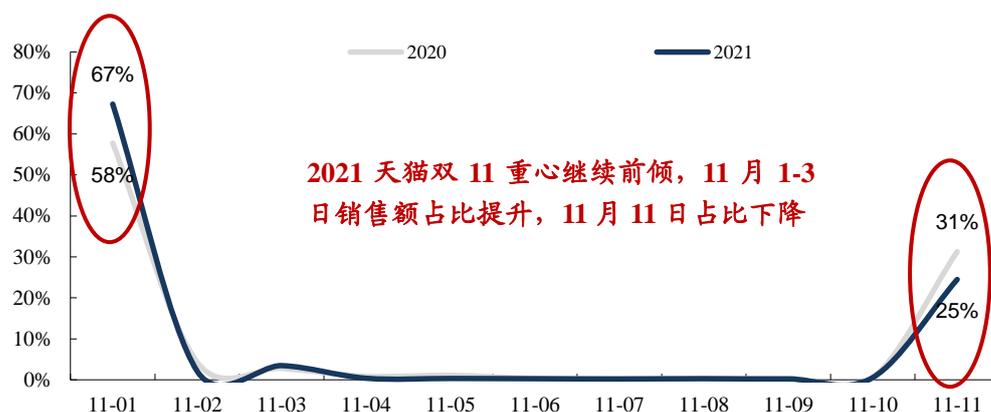
图 5: 各平台 2021 双 11 大促时间表



数据来源: 各平台官方网站, 东吴证券研究所

从天猫平台大促的销售额分布上看，2021年双11大促或更集中在1-3日，4~11日或无明显增长。根据我们统计的48家服装、珠宝、美妆护肤品牌天猫旗舰店的销售额，2021年11月1日销售额占比有较大幅度增长，而11月11日销售额占比则有所下降。随着双11促销重心的前移，大促期间的销售额向1-3日“开门红”集中，我们认为这个趋势未来将持续。

图 6: 2020-21 部分服装美妆珠宝天猫旗舰店双 11 期间销售额分布

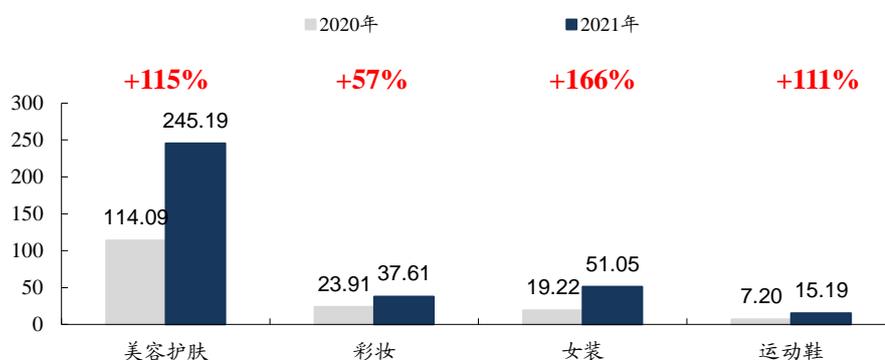


数据来源：淘数据，东吴证券研究所

注：样本数量 n=48，收录头部服装、美妆、珠宝公司天猫官方旗舰店。数据为初步统计，未来淘数据方面可能会追溯调整。第三方数据仅供参考，或无法统计满减、优惠券、退货对销售额的影响，对含有多个不同价格 SKU 的商品链接的统计未必准确，且可能遗漏临时链接（如直播间专属链接）产生的销售额。

11月1日实现一部分销售额来自10月底的预售的尾款，大促预售正在变得越来越重要。2021年双11预售开启时间与2020年大致相同（从10月21日0:00小幅提前至10月20日20:00），但预售额有较大幅度增长。据淘数据统计，2021年10月天猫美容护肤/彩妆/女装/运动鞋行业，预售额同比增长115%/57%/166%/111%，可见10月底的预售也正在变得越来越重要。

图 7: 2020-2021 年 10 月天猫平台部分行业预售额: 2021 年大幅增长 (单位: 亿元)

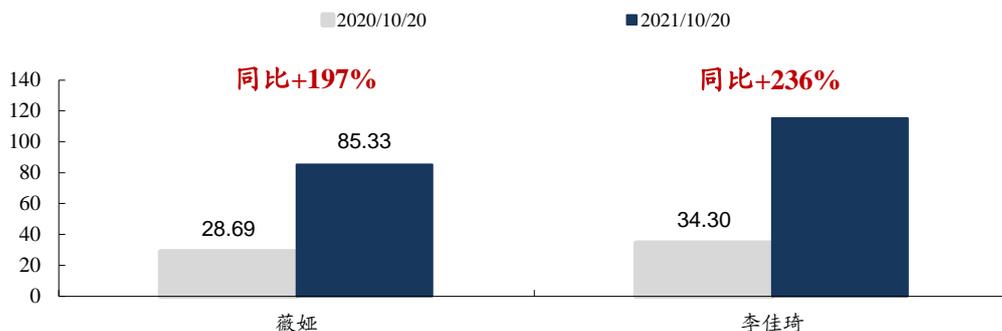


数据来源：淘数据，东吴证券研究所

3. 直播带货占比提升，直播间折扣或给消费者带来真实让利

淘宝直播的头部主播带货额显著提升，直播带货走上双11舞台中央。据红人点集、克劳锐数据，2021年10月20日双11开门红直播首秀中，李佳琦/薇娅的带货额均达到2020年同日的3倍左右。星图数据显示，2021年双11期间全网直播电商平台销售额达到738亿元，直播电商在双11大促中已占据重要地位。

图8：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

我们认为传统电商平台、品牌方未必能从直播带货的崛起过程中获益。于品牌方，直播电商的佣金抽成通常会比传统货架搜索电商更高（因为主播带货的“坑位”更少），大促期间投放直播电商带来的高折扣&高费用或侵蚀商家利润；但由于头部主播正在掌握越来越多的流量，品牌方大促期间几乎不得不参与直播带货。于平台方，随商家将更多的投放预算转移到直播电商，平台在大促期间得到的广告投放收入或有所下滑。

直播带货折扣力度大，消费者或能切实受益。直播带货为区别于货架电商，通常会提供不同的商品组合，且优惠力度不低于货架电商，这给消费者带来了更多样的选择和更实惠的价格。通常而言直播间的商品价格就是大促期间的最低价之一，如今消费者只需要蹲守直播间就能享受实惠，一定程度上也节省了“做功课”所需的精力。

图9：化妆品——不同渠道套装&规格&赠品不同，避免直接比价并给消费者带来更多选择



数据来源：淘宝 APP，东吴证券研究所

4. 品牌持续分化，国牌崛起在路上

部分头部国牌在 2021 天猫双 11 大促中再创佳绩。尽管 2021 双 11 天猫平台总成交额增速不快，但国产品牌仍可通过抢占市场份额来实现高增长。据淘数据初步统计，2021 年 11.1-11.11 在天猫旗舰店渠道，化妆品行业的华熙生物夸迪、珀莱雅、薇诺娜，服装行业的李宁、安踏、FILA，珠宝行业的周大生等国产品牌均实现较快增长；而部分传统海外大牌的销售额出现小幅下滑。

图 10：2021 部分品牌双 11 天猫旗舰店销售额：品牌分化国牌崛起，销售额向 11 月 1-3 日倾斜

注：爬虫数据口径会因为满减折扣、退货等原因存在误差（如满200-30会造成实际成交额较表中数据少~15%），仅供参考								
美妆&彩妆								
公司		品牌	2020年 11月1日-11日 销售额（亿元）	2021年 11月1日-11日 销售额（亿元）	11月1-11日 yoy%	2020年 11月1日-3日 销售额占比%	2021年 11月1日-3日 销售额占比%	
国内	A股 上市公司	华熙生物	夸迪	0.51	4.86	861.0%	47%	88%
			润百颜	1.71	1.61	-5.3%	69%	75%
		珀莱雅	珀莱雅	4.27	7.76	81.8%	75%	80%
			彩棠	0.20	0.89	342.6%	83%	66%
		丸美集团	丸美	1.13	0.58	-48.9%	61%	68%
		上海家化	玉泽	3.39	4.36	28.6%	75%	84%
	其他公司	贝泰妮	薇诺娜	8.86	14.19	60.3%	59%	80%
		百雀羚	百雀羚	3.10	3.08	-0.8%	51%	61%
			完美日记	5.66	4.04	-28.6%	87%	68%
			自然堂	6.67	6.27	-6.0%	39%	67%
			花西子	3.48	3.62	4.0%	74%	61%
		海外公司	兰蔻	兰蔻	19.16	19.68	2.7%	79%
雅诗兰黛	20.23			21.81	7.8%	81%	81%	
欧莱雅	21.43			24.82	15.8%	71%	78%	
科颜氏	5.72			6.97	21.8%	82%	84%	
OLAY	9.95			9.86	-0.9%	80%	80%	
雪花秀	7.64			6.14	-19.7%	92%	85%	
理肤泉	2.23			4.66	109.3%	82%	89%	
YSL圣罗兰	2.67			3.68	37.9%	79%	77%	
美宝莲	2.64	1.56	-40.9%	72%	78%			
露得清	0.31	0.71	129.1%	79%	88%			
运动品牌								
公司		品牌	2020年 11月1日-11日 销售额（亿元）	2021年 11月1日-11日 销售额（亿元）	11月1-11日 yoy%	2020年 11月1日-3日 销售额占比%	2021年 11月1日-3日 销售额占比%	
A股&港股 上市公司	李宁	李宁	9.73	13.05	34.2%	53%	60%	
		安踏	9.50	14.00	47.4%	51%	65%	
	特步	FILA	9.24	12.26	32.7%	56%	69%	
		特步	2.02	2.53	25.5%	37%	53%	
其他公司	耐克	耐克	24.86	24.90	0.1%	58%	63%	
		匡威	3.43	1.84	-46.5%	55%	79%	
	阿迪达斯	阿迪达斯	22.38	12.35	-44.8%	50%	62%	
	New Balance	New Balance	4.92	6.55	33.1%	53%	71%	
	彪马	彪马	7.41	5.31	-28.3%	54%	70%	
	威富集团	Vans	4.75	4.02	-15.3%	70%	75%	
鸿星尔克	鸿星尔克	0.97	2.58	165.8%	37%	49%		
黄金珠宝								
公司		品牌	2020年 11月1日-11日 销售额（亿元）	2021年 11月1日-11日 销售额（亿元）	11月1-11日 yoy%	2020年 11月1日-3日 销售额占比%	2021年 11月1日-3日 销售额占比%	
A股	周大生	周大生	1.62	3.07	89.7%	57%	79%	
港股	周大福	周大福	2.81	3.32	18.1%	50%	72%	
其他公司	老庙	老庙	0.32	1.35	320.5%	50%	54%	

数据来源：淘数据，东吴证券研究所。注：为初步统计，淘数据未来可能会追溯调整。第三方数据仅供参考，或无法统计满减、优惠券、退货对销售额的影响，对含有多个不同价格 SKU 的商品链接的统计未必准确，且可能遗漏临时链接（如直播间专属链接）产生的销售额。

越来越多的国产品牌跻身品类销售额 TOP 10 榜单，关注国潮崛起。据天下网商数据，贝泰妮旗下薇诺娜、李宁、安踏、波司登、太平鸟等知名国产品牌荣登各自品类 2021 天猫双 11 销售额品牌榜 TOP 10，其中安踏、李宁超越传统大牌阿迪达斯，表现抢眼。

图 11: 部分行业 2021 天猫双 11 品牌销售额排行 (标黄为 A/H 上市公司旗下品牌)

排名	美容护肤	男装	女装	运动户外	珠宝	小家电
1	欧莱雅	优衣库	ITIB	耐克	周大福	美的
2	雅诗兰黛	波司登	优衣库	安踏	周大生	科沃斯
3	兰蔻	太平鸟	伊芙丽	李宁	克徕帝	戴森
4	后	杰克琼斯	波司登	阿迪达斯	菜百	添可
5	资生堂	GXG	摩安珂	斐乐	周生生	苏泊尔
6	薇诺娜	森马	ONLY	斯凯奇	佐卡伊	九阳
7	玉兰油	海澜之家	太平鸟	NB	潮宏基	云鲸
8	SK-II	beaster	Vero Moda	JORDAN	老庙	飞利浦
9	海蓝之谜	斯莱德	Teenie Weenie	彪马	六福珠宝	石头
10	赫莲娜	雅戈尔	鸭鸭	特步	鸳鸯金楼	松下

数据来源：天下网商，东吴证券研究所，注：统计周期为 2021 年 11 月 1 日-11 日

5. 投资建议

电商整体增速趋缓、品牌分化的背景下，我们需重点关注脱颖而出的优质品牌。我们认为，部分头部国产品牌在对消费者需求的洞察、产品升级方向的把握、以及互联网电商和直播等新渠道的理解上展现出明显优势，看好这些优秀国牌在品牌分化过程中脱颖而出。推荐标的：贝泰妮，珀莱雅，李宁，安踏，波司登等。

6. 风险提示

第三方爬虫数据不准确：本文引用的第三方数据由爬虫抓取，有计算不精确的可能，或无法统计满减、优惠券、退货对销售额的影响，对含有多 SKU 的商品链接的销售额统计未必准确，且可能遗漏临时链接（如直播间专属链接）产生的销售额。

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：大多数商品可 7 天无理由退货，若退货率超预期将造成商家销售额被过度高估，且退货费用或对企业利润产生负面影响。

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>

