

平台差异化特色凸显，品牌竞争日益激烈

——电商行业双十一购物节深度报告

报告要点:

● 双十一大促全景：GMV 近万亿，但消费热情有所回落

2021年双十一期间全网综合电商 GMV 达 9523 亿元，同比增长 13.33%，增速较 2020 年下降 33.19pcts。双十一当天全网 GMV 为 3146 亿元，同比减少 5.5%，预售期大促使得销售额分流明显；天猫市占率仍为第一，2021 年双十一当天占整体销售额的比例为 58%，同比下降 1.1pcts，销售额呈分散化趋势。从全年看，对比 618 与双 11 期间全网销售数据，双十一仍是全年销售额最高的大促活动，但 618 与双 11 的 GMV 比值从 2020 年的 0.54 提升至 2021 年的 0.61，618 地位逐步提升。（若无特别说明，2021 年双十一期间指 10 月 31 日 20:00 至 11 月 11 日 24:00；2020 年双十一期间指 11 月 1 日 0:00 至 11 月 11 日 24:00；618 期间指 6 月 1 日 0:00-6 月 18 日 24:00）

● 平台视角：头部效应减弱，差异化特色凸显

2021 年双十一各平台活动开启时间提前，满减优惠力度上升；重视中小商家，加大扶持力度；重视社交裂变与多维种草；积极助力“乡村振兴”，传递绿色环保理念。天猫头部主播虹吸效应明显，通过 88vip、淘宝省钱卡等自有会员体系提升用户粘性；京东推出小时购发力即时零售，布局下沉市场卓有成效；快手大搞信任电商、大搞服务商、大搞品牌；抖音大力发展兴趣电商，吸引中小品牌入驻拼多多持续加码“百亿补贴”，加速旗舰品牌合作；苏宁易购加码家电家装核心赛道，加速线上线下场景融和。积极关注双十一购物节对电商平台业绩的拉动，受益标的包括阿里巴巴、京东、苏宁易购、拼多多。

● 品牌视角：激烈竞争下，品牌排名持续变化

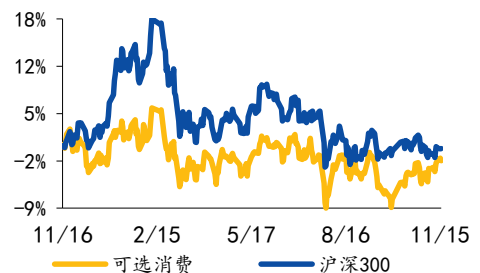
品牌方面，2021 年双十一各品牌商家提升优惠力度，竞争更加激烈；国货品牌消费崛起，老字号王者归来；各品牌也更注重流量获取与私域运营。休闲零食品类，三只松鼠、良品铺子、百草味三巨头地位稳固，新兴休闲卤制品品牌王小卤快速崛起，国货品牌麦富迪、卫仕领跑宠物行业品牌榜单。家电品类，云鲸、科沃斯、添可上榜多平台生活电器销售榜单前十，极米科技分别位列京东与天猫投影仪品牌销售额榜单第一与第二。个护清洁品类，维达、蓝月亮上榜各平台家清个护类销售榜单前十，全棉时代为洗护清洁行业天猫预售第二。服装服饰品类，波司登为天猫中国服饰第一，安踏、李宁等运动类国货品牌崛起。积极关注双十一购物节对品牌商家业绩的拉动，受益标的包括三只松鼠、良品铺子、百草味、中宠股份、科沃斯、蓝月亮集团、稳健医疗、波司登、安踏体育、李宁等。

● 风险提示

宏观经济增长不及预期风险；新冠疫情影响；企业经营状况低于预期风险；竞争格局加剧；新产品推广不及预期；品牌线上拓展不及预期风险。

买入|维持

过去一年市场行情



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-大消费行业双周报-双十一活动开启,直播电商高景气》2021.10.25

报告作者

分析师 徐偲
执业证书编号 S002052105003
电话 021-51097188
邮箱 xucal@gyzq.com.cn

联系人 余倩莹
电话 021-51097188
邮箱 yuqianying@gyzq.com.cn

目 录

1.双十一大促全景：GMV 近万亿，但消费热情有所回落.....	5
1.1 活动概述：最早于 10 月 15 日开启，多在 11 月 11 日收官.....	5
1.2 双十一全网概览：综合电商 GMV 达 9523 亿元，增速回落.....	6
1.3 全年情况：疫情助推网购发展，618 与双 11 重要性显著.....	8
2.平台视角：头部效应减弱，差异化特色凸显.....	10
2.1 平台共性：优惠力度及商家扶持提升，重视社交裂变与多维种草.....	10
2.2 细分平台：政策引导下，平台定位及侧重点不一.....	15
2.2.1 天猫：头部主播虹吸效应明显，自有会员体系提升用户粘性.....	15
2.2.2 京东：推出小时购发力即时零售，布局下沉市场卓有成效.....	17
2.2.3 快手：大搞信任电商、大搞服务商、大搞品牌.....	19
2.2.4 抖音：大力发展兴趣电商，吸引中小品牌入驻.....	21
2.2.5 拼多多：持续加码“百亿补贴”，加速旗舰品牌合作.....	22
2.2.6 苏宁易购：加码家电家装核心赛道，加速线上线场景融和.....	23
3.品牌视角：激烈竞争下，品牌排名持续变化.....	24
3.1 品牌共性：品牌商家竞争激烈，更注重流量获取与私域运营.....	24
3.2 细分类目：头部品牌稳固优势，新兴品牌乘风而起.....	27
3.2.1 休闲零食：三巨头地位稳固，新兴品牌差异化赛道崛起.....	27
3.2.2 家电：GMV 逐年稳步提升，清洁与宅家娱乐小电器需求火热.....	30
3.2.3 个护清洁：洗护类产品表现亮眼，全棉时代销量稳定增长.....	32
3.2.4 服装服饰：波司登为天猫中国服饰第一，运动类国货品牌崛起.....	33
4.总结.....	35
5.风险提示.....	35

图表目录

图 1：2021 年双十一活动梳理.....	5
图 2：2021 年双十一活动梳理.....	6
图 3：历年双十一期间全网销售额（单位：亿元）.....	7
图 4：历年 11 月 11 日当天全网销售额（单位：亿元）.....	7
图 5：历年 11 月 1 日当天各电商平台销售额份额.....	7
图 6：近两年双十一电商平台百度搜索占比趋势.....	7
图 7：网络购物用户规模（单位：亿人）.....	8
图 8：手机网络购物用户规模（单位：亿人）.....	8
图 9：社会消费品零售总额月度数据（单位：亿元）.....	9
图 10：实物商品网上零售额月度数据（单位：亿元）.....	9
图 11：618、双 11 期间销售额占全年电子商务交易规模的比重.....	9
图 12：历年 618 与双 11 期间全网销售额比较（单位：亿元）.....	10
图 13：各平台 2021 年与 2020 年双十一活动对比.....	11
图 14：2021 年中国网民为双十一购物节活动凑单意愿.....	11

图 15: 2021 年双十一男女平均消费金额对比	11
图 16: 各平台 2021 年双十一商家扶持政策	12
图 17: 2021 年中国网民观看直播购买意愿	13
图 18: 11 月 1 日-11 日直播电商平台每日 GMV (亿元)	13
图 19: 抖音 2021 年双十一当天销售额分布	13
图 20: 抖音 2021 年双十一当天热卖商品 GMV 分布	13
图 21: 天猫历年双十一期间 GMV 及增速 (单位: 亿元)	15
图 22: 历年天猫双十一包裹签收量破亿时间 (单位: 天)	17
图 23: 历年天猫双十一包裹发货量破亿时间 (单位: 小时)	17
图 24: 京东历年双十一期间 GMV 及增速 (单位: 亿元)	18
图 25: 京东小时购业务流程图	19
图 26: 四五线城市的消费额增速快于其他线级城市	19
图 27: 2021 年双十一期间城市等级购买力分布	19
图 28: 2021 年双十一快手品牌高速增长	20
图 29: 2021 年双十一快手服务商高速增长	20
图 30: 2021 年双十一快手年轻消费群体成为消费新势力	21
图 31: 千万消费者连续三年参与“快手 116 品质购物节”	21
图 32: 抖音非遗技艺皮影戏短视频	21
图 33: 抖音非遗技艺钧瓷烧制、油纸伞短视频	21
图 34: 抖音各品类 GMVTop20 品牌中未在天猫/淘宝开设店铺的品牌比例	22
图 35: 拼多多联合湖南卫视打造“2021 拼多多 11.11 超拼夜”	23
图 36: 苏宁易购加速线上线下融和	24
图 37: 苏宁易购线下店销售情况	24
图 38: 2021 年双 11 预售期多个行业增加广告投放费用 (单位: 亿元)	25
图 39: 天猫各大品牌自运营竞争激烈	26
图 40: 历年双十一期间休闲零食类目销售额与占总销售额的比例 (单位: 亿元)	27
图 41: 2019 年双十一期间休闲零食各细分品类销售额占比	28
图 42: 2020 年双十一期间休闲零食各细分品类销售额占比	28
图 43: 休闲卤制品行业市场规模及增速 (单位: 亿元)	29
图 44: 宠物食品行业市场规模及增速 (单位: 亿元)	30
图 45: 2020 年中国宠物行业细分行业规模占比	30
图 46: 历年双十一期间家电类目销售额与占总销售额的比例 (单位: 亿元)	31
图 47: 历年双十一期间个护类产品销售额与占总销售额的比例 (单位: 亿元)	32
图 48: 全棉时代双十一全网销售额及增速 (单位: 亿元)	33
图 49: 2021 年双十一洗护清洁行业天猫预售销售额占比	33
表 1: 各平台 2021 年双十一战报核心差异	8
表 2: 双十一各平台线上线下营销活动玩法	13

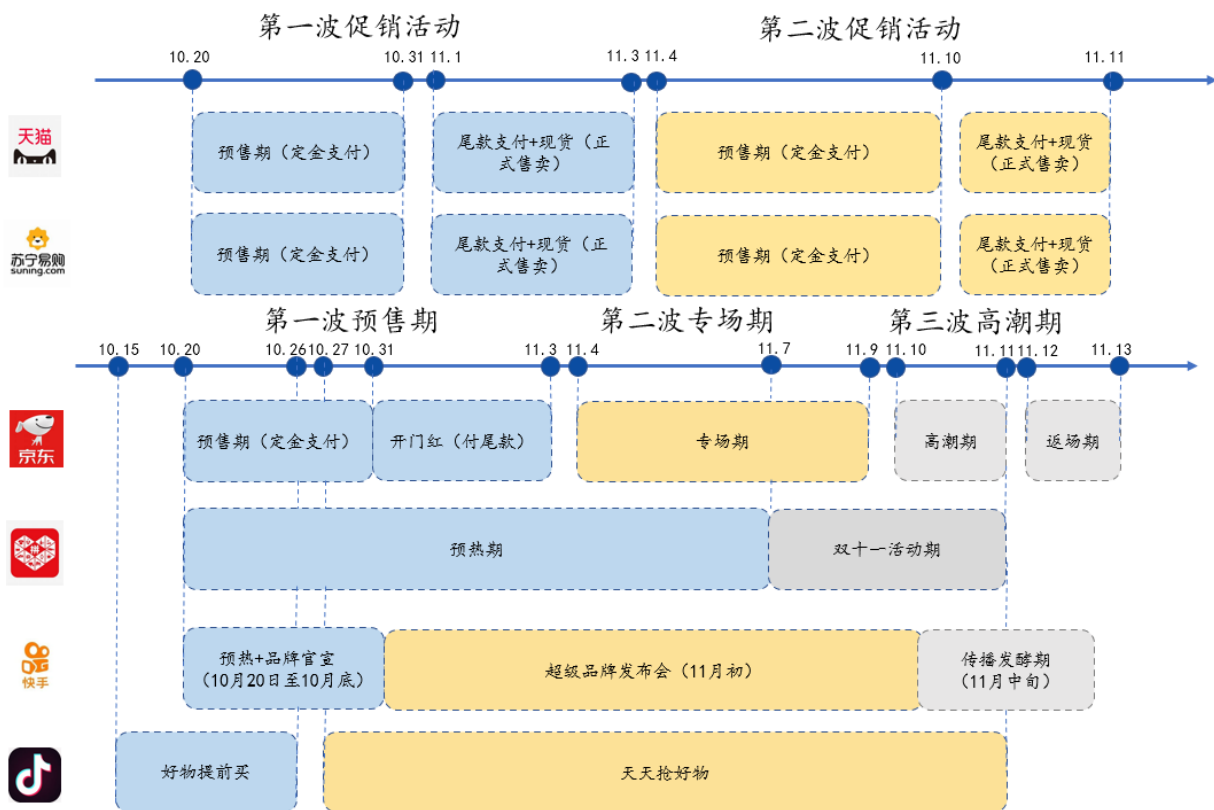
表 3: 各电商平台对农产品扶持政策及低碳绿色环保政策.....	14
表 4: 淘宝及天猫 2021 年双十一首次预售 10 月 20 日主播排行榜	15
表 5: 88VIP 卡和淘宝省钱卡入会条件及权益	16
表 6: 天猫 2021 年消费者付款时间及发货时间	17
表 7: 京东预售开启 4 小时订单额 Top9 品类	18
表 8: 拼多多参与百亿补贴商品优惠	22
表 9: 部分爆款商品天猫旗舰店折扣情况 (价格单位: 元)	24
表 10: 2021 年 11 月 1 日 0 点-11 日 24 点, 天猫各品类品牌销售金额 TOP10	25
表 11: 各品牌天猫旗舰店会员、直播间特权活动	26
表 12: 三只松鼠、百草味、良品铺子领跑 2021 各平台休闲食品类品牌销售榜	28
表 13: 王小卤上榜 2021 双十一全网休闲零食销售排行 Top10	29
表 14: 麦富迪、卫仕上榜各平台宠物行业品牌前十	30
表 15: 云鲸、科沃斯、添可上榜多平台生活电器销售榜单前十	31
表 16: 极米上榜 2021 双十一各平台投影仪品牌前五	32
表 17: 维达、蓝月亮上榜天猫、快手、抖音平台家清个护类销售前十	33
表 18: 波司登上榜 2021/11/11 当日天猫男、女装销售额榜单 TOP2	34
表 19: 波司登同时上榜 2021 年天猫双十一期间男、女装销售额榜单	34

1. 双十一大促全景：GMV 近万亿，但消费热情有所回落

1.1 活动概述：最早于 10 月 15 日开启，多在 11 月 11 日收官

活动时间整体延长，11 月初进入品类、品牌日。今年双十一活动可分为两大类，第一类是以天猫和苏宁易购为代表的两波促销活动：1) 第一波促销活动，天猫和苏宁于 10 月 20 日开启第一波预售活动，并于 11 月 1 日开始第一波尾款支付与正式售卖。2) 第二波促销活动，天猫和苏宁于 11 月 4 日开启第二波预售活动，于 11 月 11 日结束活动，期间举行大量预售直播，搭建品牌直播、原产地直播、店播等全场景矩阵，为用户提供好产品、好价格。第二类是京东、拼多多等只有一波预售形式的活动：1) 第一波预售预热，抖音最早于 10 月 15 日提前开启好物提前买活动，借助流量优势，吸引更多的品牌参与到平台的生态中，之后京东/拼多多/快手于 10 月 20 日开启预热和预售活动，京东以“京贴”（满 200 减 30 元）为主要优惠，拼多多则主要以“百亿补贴”为主吸引流量。2) 第二波品牌、品类日，快手于 10 月 31 日发起超级品牌发布会活动，京东于 11 月 4 日开启场景化品类主推日，主推日价格是双十一期间最低价，且库存充足，抖音开启天天抢好物活动，拼多多于 11 月 7 日开启双十一活动，仅开展 5 天。3) 第三波返场，京东于 11 月 12 日开启返场活动、快手于 11 月 10 日进入传播发酵期。

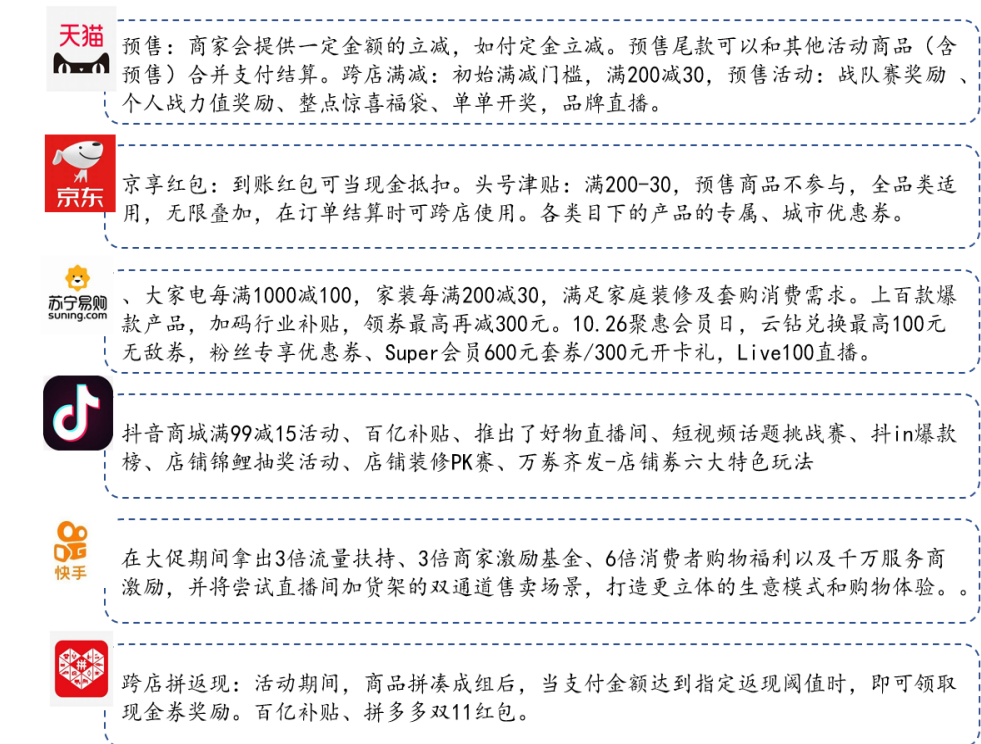
图 1：2021 年双十一活动梳理



资料来源：天猫、苏宁易购、京东、拼多多、快手、抖音 app，国元证券研究所

满减为最主要促销玩法，核心平台优惠力度较大。天猫/京东/苏宁/抖音/拼多多主推满减作为促销活动，2021年天猫双十一跨店满减活动为每满200减30；京东亦发放可叠加、跨店每满200减300的头号津贴；苏宁在大家电（每满1000减100）、家装（每满200减30）和其他爆款产品均提供满减及优惠券；抖音商城提供满99减15活动，并配套六大特色玩法；拼多多则提供跨店拼返现、百亿补贴、拼多多双11红包等活动。

图 2：2021 年双十一活动梳理

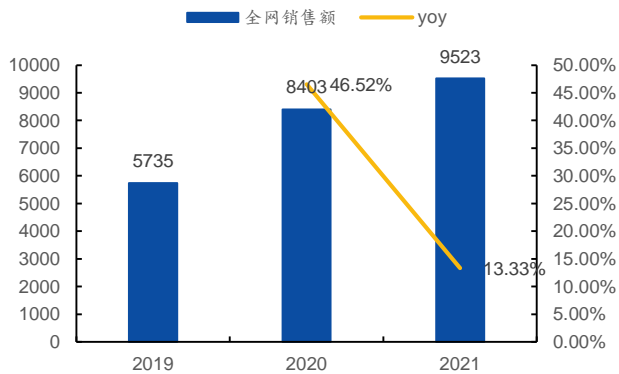


资料来源：天猫、苏宁易购、京东、拼多多、快手、抖音 app，国元证券研究所

1.2 双十一全网概览：综合电商 GMV 达 9523 亿元，增速回落

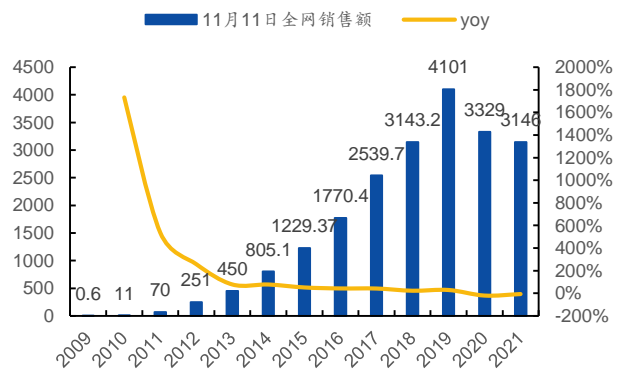
2021年双十一期间（10月31日20:00-11月11日24:00，下同）全网综合电商GMV达9523亿元，同比增长13.33%，增速较2020年（11月1日0:00-11月11日24:00，下同）下降33.19pcts。双十一当天全网GMV为3146亿元，同比减少5.50%，双十一预售期大促使得双十一当天的销售额分流明显。整体来看，双十一销售额增速有所回落，一方面，消费者渐趋理性；另一方面，电商平台促销活动常态化也对双十一大促产生影响。

图 3：历年双十一期间全网销售额（单位：亿元）



资料来源：星图数据，国元证券研究所

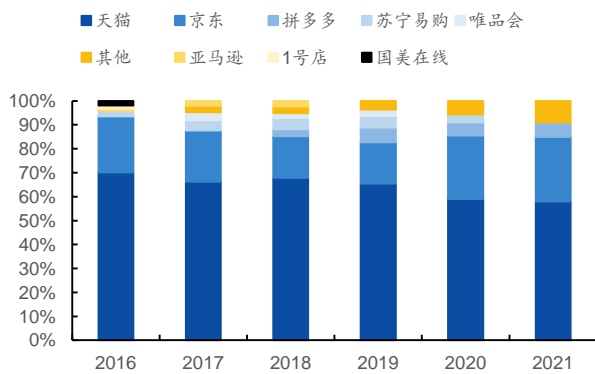
图 4：历年 11 月 11 日当天全网销售额（单位：亿元）



资料来源：星图数据，国元证券研究所

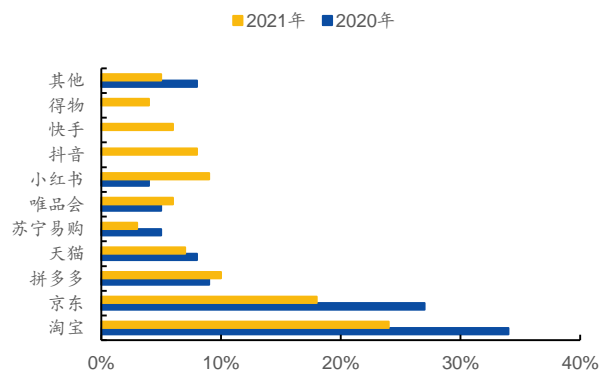
天猫市占率仍为第一，但比例持续下降，销售额呈分散化趋势。就 11 月 11 日当天销售额数据来看，自 2016 年以来，天猫头部地位持续被分散，占比缓步下降，2021 年占整体销售额的比例为 58%，较 2020 年下降 1.1pcts。与之相反，京东销售额占比在 2018 年及 2019 年回落后，近两年占比大幅提升，2021 年占比 27%，较 2020 年提高 0.5pcts。此外，反垄断法也加速了电商平台格局变化，头部效应减弱，用户选择更多，抖音、快手、小红书、得物等新兴电商平台的强势入场将使该分散化趋势越发明显。根据百度数据，2021 年淘宝百度搜索占比为 24%，较 2020 年下降 10pcts。

图 5：历年 11 月 1 日当天各电商平台销售额份额



资料来源：星图数据，国元证券研究所

图 6：近两年双十一电商平台百度搜索占比趋势



资料来源：百度，国元证券研究所

平台双十一战报侧重点各有不同。从各平台发布的战报及数据来看，2021 年双 11 天猫重视中小品牌商家增长；京东强调消费者体验与服务质量，家电 3C 品类主体地位彰显；拼多多继续低价策略，重点补贴国货与农产品品牌；苏宁易购凸显线上线下消费融合优势；抖音电商突出“兴趣电商”直播优势，重点关注国货品类；快手侧重主播、品牌、服务商增长。

表 1: 各平台 2021 年双十一战报核心差异

平台	活动时间	战报
天猫	10月20日-11月11日	截至11月11日23时, 天猫698个中小品牌的成交额实现从百万级到千万级的跨越; 78个去年双11成交额千万级的品牌, 今年双11成交额突破了1亿元大关。
京东	10月20日-11月11日	2021 京东 11.11 全球热爱季累计下单金额超 3491 亿元; “晚 8 点, 不熬夜”; 5000 万家庭购买家电选择京东。
拼多多	10月20日-11月14日	打出“好牌子 好实惠”口号, 重点补贴国货品牌以及农产品品牌。
苏宁易购	10月20日-11月11日	截至11月11日当天12点, 线上线下消费融合趋势显著, 到店体验人次同比提升122%, 家电套购销售同比增长46%。
抖音	10月15日-11月11日	口号为“国潮优品放心买”, 兴趣电商让更多品质国货被看见, 直播总时长2546万小时, 累计直播观看量395亿次, 抖in爆款榜国货数量占比87.5%。
快手	10月20日-11月11日	“三个大搞”成效明显, 品牌、服务商高速增长。电商商家开播数量与去年同期相比增长52%, 其中品牌商家开播数量同比增加391%。

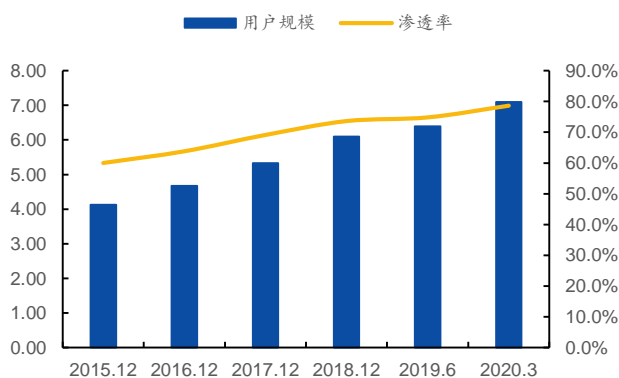
资料来源: 天猫、苏宁易购、京东、拼多多、快手、抖音公众号, 国元证券研究所

1.3 全年情况: 疫情助推网购发展, 618 与双 11 重要性显著

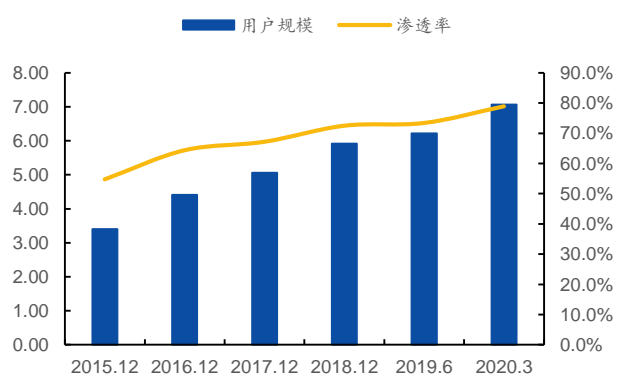
疫情防控进入常态化, 消费者养成线上购物习惯。2020 年疫情的暴发使得消费者外出购物减少, 大量线下消费场景的关闭使得消费者将消费行为转移到线上, 网络购物渗透率进一步提升。根据国家统计局数据, 2020 年社会消费品零售总额自 9 月起逐步恢复至往年水平, 而网上零售额始终高于往年水平, 且于 4 月率先强势复苏, 稳步增长。2021 年以来, 我国网络零售市场持续稳步向好。

图 7: 网络购物用户规模 (单位: 亿人)

图 8: 手机网络购物用户规模 (单位: 亿人)

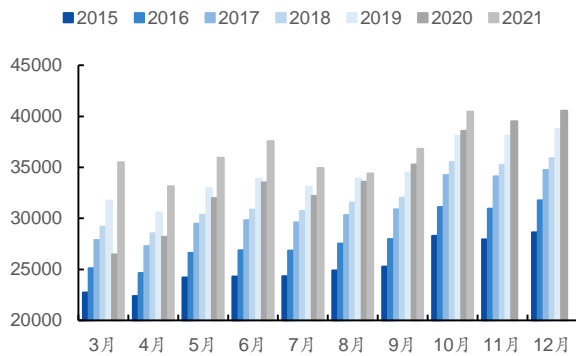


资料来源: 艾瑞咨询, 国元证券研究所



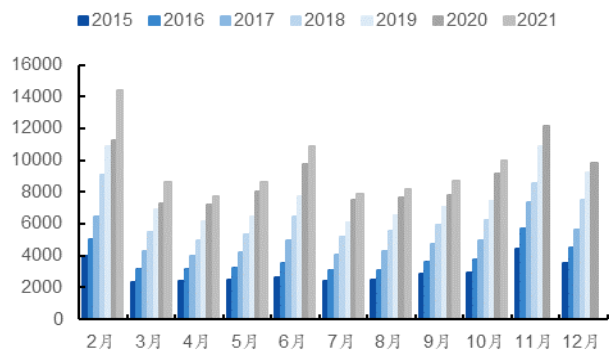
资料来源: 艾瑞咨询, 国元证券研究所

图 9：社会消费品零售总额月度数据（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

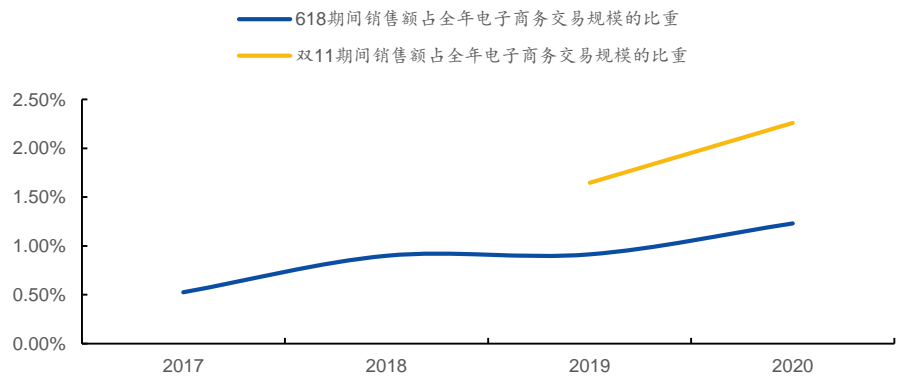
图 10：实物商品网上零售额月度数据（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

两大购物节在全年电子商务市场交易规模中起到越来越重要的作用。根据星图数据与中国电子商务研究中心数据，618（6月1日 0:00-6月18日 24:00，下同）与双11期间销售额占全年电子商务交易规模的比重均有所上升，618占比从2017年的约0.5%增至2020年的1.23%，双11占比从2019年的1.65%增至2020年的2.26%。两大购物节以其大力度优惠和庞大的营销声量影响消费者行为，消费者会将部分非急需的消费行为放到这两次活动中进行，最大程度享受折扣，比如购买新手机、新电脑、美妆护肤产品等。此外，两大购物节中众多商品采用加量促销的销售模式，也进一步引导消费者在活动中囤货。

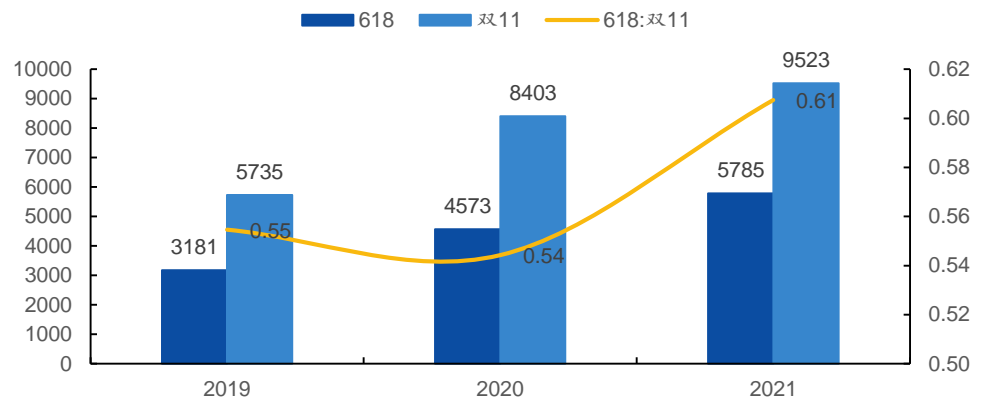
图 11：618、双11期间销售额占全年电子商务交易规模的比重



资料来源：星图数据，中国电子商务研究中心，国元证券研究所

双11仍为全年最大购物节，618地位逐步提升。对比618与双11期间全网销售数据，双十一仍是全年销售额最高的大促活动，十三年双11购物狂欢节文化、年终商家清库存需求使得双11稳坐全年最大购物节宝座。而618起源于京东店庆活动，初期聚焦家电3C品类，范围有限，618年中大促销售额始终不敌淘宝发起的双11购物节。但近年来，随着更多家电商平台加入618活动，将618打造为上半年最大购物节，优惠力度可比双11，618与双11的GMV比值从2020年的0.54提升至2021年的0.61，618地位逐步提升。

图 12：历年 618 与双 11 期间全网销售额比较（单位：亿元）



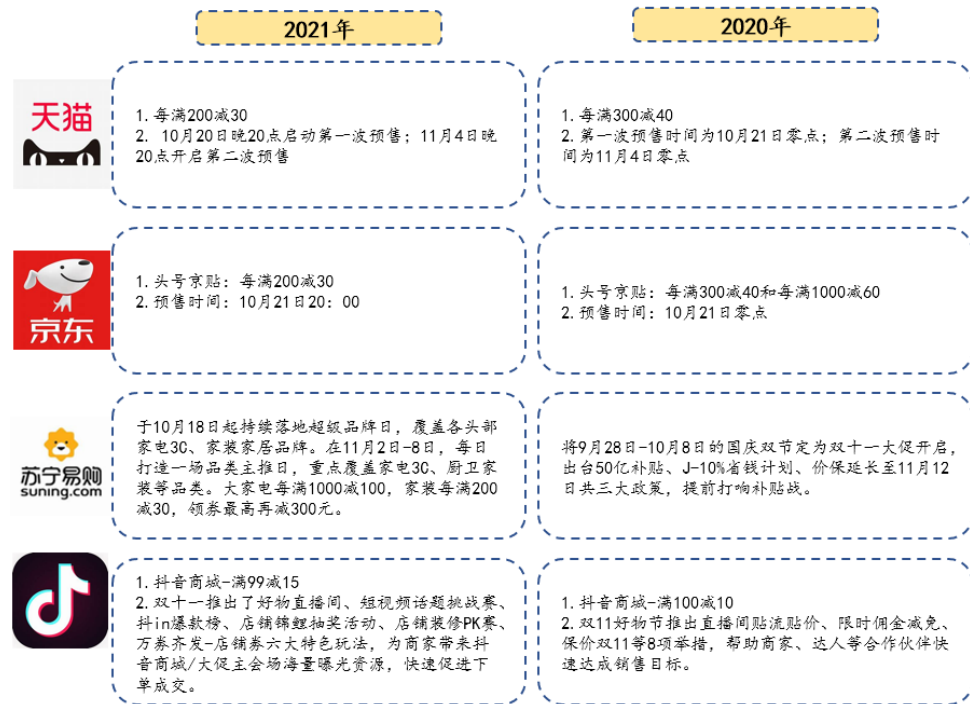
资料来源：星图数据，国元证券研究所

2. 平台视角：头部效应减弱，差异化特色凸显

2.1 平台共性：优惠力度及商家扶持提升，重视社交裂变与多维种草

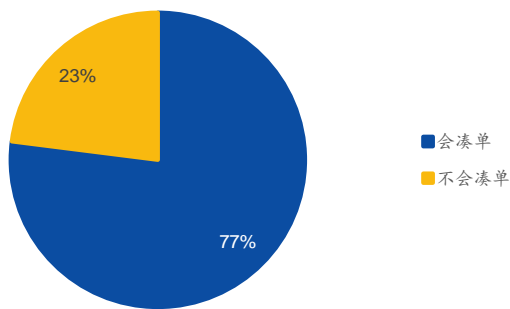
活动开启时间提前，满减优惠力度上升，刺激消费者消费。2021 年双十一各商家将活动时间提前，最早于 10 月 15 日开启。天猫/京东/抖音整体优惠力度提升，天猫/京东满减优惠由去年双十一的每满 300 减 40 提升至每满 200 减 30；苏宁易购新推出大家电每满 1000 减 100、家装每满 200 减 30、领券最高再减 300 元活动；抖音商城满减优惠由满 100 减 10 提升至满 99 减 15；拼多多新增满 100 返 15。大额的满减优惠也刺激了消费者凑单消费的欲望，根据艾媒咨询数据，77%的消费者会为双十一购物节活动凑单消费；根据星图数据，2021 年双十一男女性平均消费金额都有所提升。

图 13：各平台 2021 年与 2020 年双十一活动对比



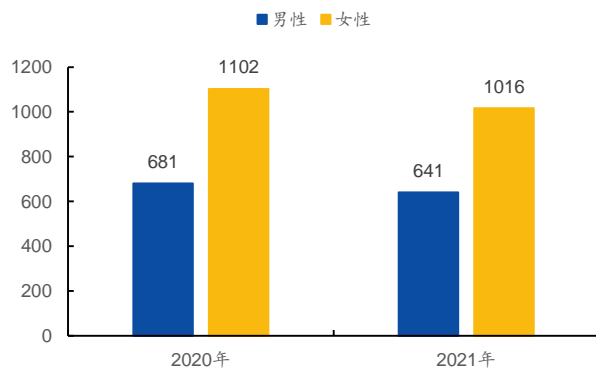
资料来源：天猫、苏宁易购、京东、拼多多、快手、抖音 app，国元证券研究所

图 14：2021 年中国网民为双十一购物节活动凑单意愿



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

图 15：2021 年双十一男女平均消费金额对比



资料来源：星图数据，国元证券研究所

重视中小商家，加大扶持力度。天猫陆续推出多项措施来减少商家经营成本，包括十亿元推广红包、十亿元佣金补贴、一分钱运费险保费等等扶持补贴及政策。根据天猫数据，2021年参与天猫双11的29万商家中，65%是中小商家、产业带商家和新品牌，其中有7万商家是首次参与双11；截至11月11日23时，698个中小品牌的成交额实现从百万级到千万级的跨越。京东通过降低退货运费保险费、减免商家贷款

息费、开启中小商家专属赛道等 10 项措施，降低中小商家参与双十一的门槛，帮助商家实现“双降双提”，完成成本费用的降低和销量效率的提升。根据京东数据，2021 年双十一期间京东中小品牌新增数量同比增长超 4 倍，京东为中小商家节省了 78.5% 的基础运营成本。

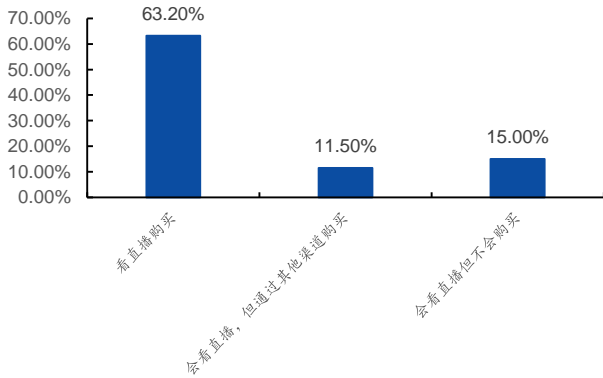
图 16：各平台 2021 年双十一商家扶持政策



资料来源：天猫、苏宁易购、京东、拼多多、快手、抖音 app，国元证券研究所

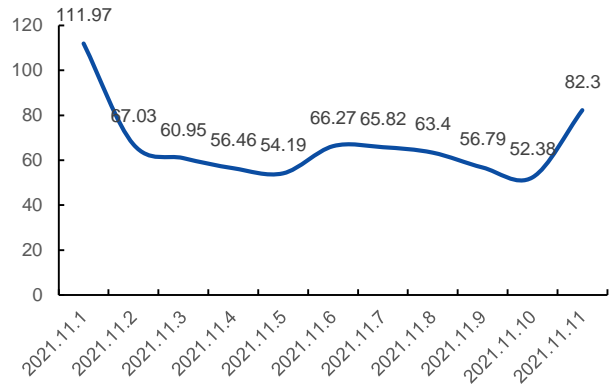
直播带货持续火热，品牌注重自播。根据星图数据，双十一期间直播电商平台（时间为 11 月 1 日 0: 00-11 月 11 日 24:00，平台为点淘、抖音、快手等）GMV 总额为 737.6 亿元，占据前三名的分别为点淘、抖音和快手。双十一期间，淘宝直播破亿直播间 35 个，破千万直播间达 392 个，而抖音双十一销售额有 92% 均来自抖音直播间。此外，更多店铺加码直播，根据飞瓜数据，双十一当天抖音品牌自播 GMV 同比增长 14 倍，热卖商品 GMV 中有 36% 来自品牌小店，品牌店数量同比增长 6 倍，品牌店 GMV 同比同比增长 377%。

图 17: 2021 年中国网民观看直播购买意愿



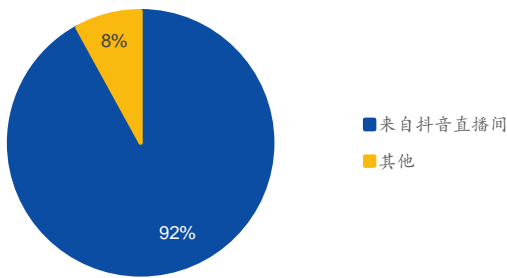
资料来源: 大众日报, 国元证券研究所

图 18: 11 月 1 日-11 日直播电商平台每日 GMV (亿元)



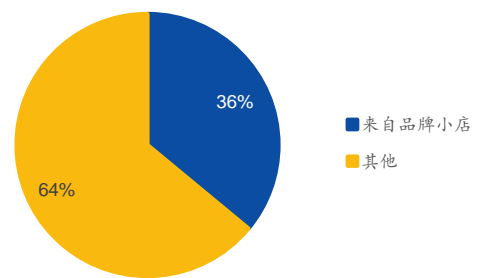
资料来源: 星图数据, 国元证券研究所

图 19: 抖音 2021 年双十一当天销售额分布



资料来源: 飞瓜数据, 国元证券研究所

图 20: 抖音 2021 年双十一当天热卖商品 GMV 分布



资料来源: 飞瓜数据, 国元证券研究所

营销从线上扩展至线下, 瞄准社交生活化场景。各个电商平台增加线下活动力度, 通过电视晚会等大众传媒预热, 提升影响力。天猫于 10 月 31 日开启天猫双十一开幕直播盛典, 于 11 月 10 日在东方卫视、浙江卫视举办“猫晚”; 京东于 10 月 19 日举办京东脱口秀大会, 于 11 月 10 日举办京东直播超级夜。此外, 各平台更加注重与生活化场景交互, 刺激用户随时随地“种草”, 引发裂变。天猫支付宝推出同城吃喝玩乐享受五折优惠、赚金币养猫瓜分 20 亿、“购物车一键分享”等活动; 京东推出小时购业务, 为消费者提供附近 3-5 公里门店商品即时送达服务, 覆盖近 100 万家门店; 快手推出集卡牌活动, 瓜分 1 亿购物券。各平台都令购物和分享更加方便日常, 刺激用户随时随地“种草”, 快速消费, 快速送达。

表 2: 双十一各平台线上线下营销活动玩法

平台	天猫	京东	抖音	快手
互动游戏:	喵糖总动员	热爱环游记	抖音宠粉节	集卡分一亿
明星晚会:	天猫双十一狂欢夜	10.31 沸腾之夜	美好奇妙夜	一千零一夜

内容种草:	逛逛-双十一种草机	一年一度喜剧大赛	超级品类大狂欢	116 购物狂欢节
红包津贴:	超级红包, “双节棍”, 跨店满减。分期免息	头号津贴, 京享红包	超级秒杀日	整点红包雨, 百亿补贴, 大牌商品一元购
线下生活:	城市生活 “支付宝同城吃喝	全民营业, 全渠道万店小时	5 折	达

资料来源: 天猫, 京东, 抖音, 快手, 国元证券研究所

助力“乡村振兴”，传递绿色环保理念。农产品成为各平台重点经营类目，各平台积极向农产品品牌提供流量和运营等方面的扶持。根据天猫数据，双 11 期间天猫西部 12 省份农产品销售额同比增长 20%；160 个乡村振兴重点帮扶县的电商销售额同比增长 44.2%，农产品销售额同比增长 24.8%，832 个脱贫县电商销售额同比增长 28.8%。根据京东数据，双 11 期间京东农产品成交额超过 10 月份日均 5.8 倍，农产品产值超 300 亿元，500 多万农户实现收入大幅增长。此外，各平台也积极将绿色环保理念传递给消费者，天猫发布了双 11 减碳计划，计划双 11 每一笔订单在交易环节的碳排放在 618 降低 17.6% 的基础上进一步减少，并首次推出绿色会场；京东物流在储、包、运全链路节能减少 2.6 万吨碳排放。

表 3: 各电商平台对农产品扶持政策及低碳绿色环保政策

电商	对农产品的扶持政策	低碳绿色环保政策
天猫	加强农产品电商运营能力建设、赋能农村电商产业发展、畅通农村电商物流渠道、构建国际营销渠道、推动数字乡村试点建设，实现全链条数字化助农兴农。	上新 50 万件绿色商品，并发放 1 亿元绿色消费补贴，鼓励用户购买低能耗家电及绿色认证商品；家电行业联合蚂蚁森林推出 18400g 史上最大能量球，奖励购买低能耗家电，旨在推动从算法、数据中心、能源到物流、仓储、供应链、消费方式的全方面低碳化。
苏宁易购	推出新十年“乡村振兴 521 计划”，即未来十年在乡村地区布局 5000 个苏宁村、2000 个县级苏宁易购中华特色馆、10 万家苏宁零售云门店，实现做到乡村振兴与精准扶贫有序衔接。推行“农产品大流通战略”，基于商品集采、数字化改造、仓配网络、渠道拓展四大能力，通过培育新农人、打造数字农场、创建农业现代化产业园、农批市场数字化改造、智能化仓配网络、大数据精准营销等众多手段，全面提升农产品生产、流通与营销的数智化水平。	发挥双线服务能力和家家家装供应链优势，通过升级以旧换新服务、加大绿色节能产品主推力度，为推动绿色家电普及，为促进低碳生活方式贡献力量。
京东	今年 11.11 活动期间，百亿补贴对农产品保持零佣金，并持续向农产品品牌倾斜流量资源和运营支持，加大对农产品冷链物流、仓储配送等供应链体系的投入，基于路线规划技术与网络解决方案，打造了一套高效的农产品物流体系，对超过 1000 个农产区进行直连。	和品牌一起倡导低碳环保的品质服务与节能减排的产品，共筑电器绿色消费新生态。在家电领域，自 2016 年上线家电回收业务，已上线含大小家电超 30 个回收细分类目，覆盖全国 95% 以上城市/乡镇等地区，年度最快增长达 600% 以上。
拼多多	发起“百城县（市）长直播助农”活动，加大力度推销地域特色农产品，开展多场形式多样的网络电商销售专场活动和政策支持扶持，截至 2020 年 11 月，快手“百城县（市）长直播助农”活动已经开展了近 200 场。	/
快手		/

推出“富域计划”，与各地政府合作，加强对农民和创业者的短视频制作能力、直播能力的培训，利用数字化营销的方式打通商品的线上线下销售渠道。

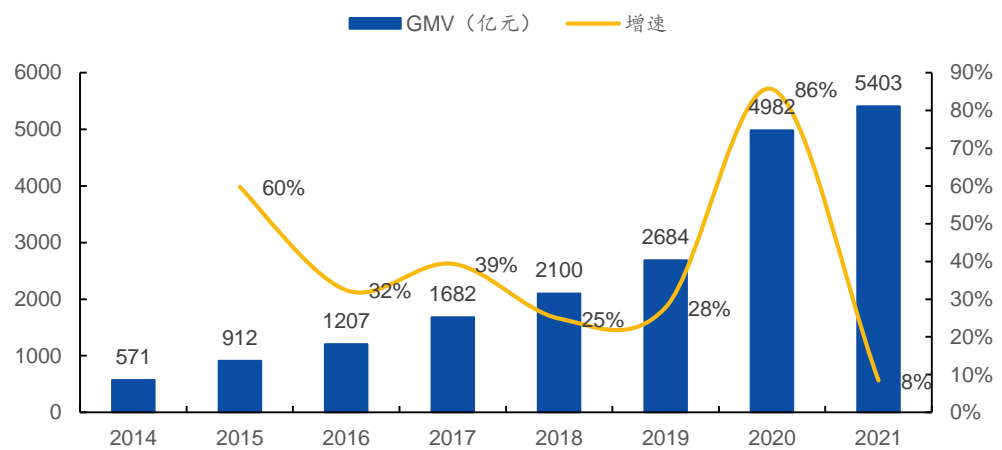
资料来源：天猫，苏宁易购，京东，拼多多，快手，抖音，国元证券研究所

2.2 细分平台：政策引导下，平台定位及侧重点不一

2.2.1 天猫：头部主播虹吸效应明显，自有会员体系提升用户粘性

根据天猫数据，2021年天猫双十一交易额达5403亿元，同比增长8.45%，较往年增速有所下滑，其中从2018-2020年，交易额增速分别为25%、28%、86%。2021年天猫占全网交易额的比例为56.74%，同比下降2.56pcts。

图 21：天猫历年双十一期间 GMV 及增速（单位：亿元）



资料来源：天猫，国元证券研究所

天猫平台 2021 年双十一展现出如下特性：

头部主播虹吸效应明显，李佳琦和薇娅带货实力超群。根据灰豚数据，截至 10 月 21 日凌晨 3 点 12 分（薇娅结束直播时间），李佳琦和薇娅双 11 预售首日直播间观看次数分别为 2.49 亿与 2.39 亿，预计销量分别为 3600 万与 2500 万，预计销售额分别为 129 亿与 123 亿元，带货效应明显，遥遥领先于其他主播。

表 4：淘宝及天猫 2021 年双十一首次预售 10 月 20 日主播排行榜

排行	主播	观看次数	商品数	客单价 (预估)	销量 (预估)	销售额 (预估)	开播时段
1	李佳琦 Austin	2.49 亿	439	355.97 元	0.36 亿	129.61 亿	起：2021-10-20 14:30:04 止：2021-10-21 02:47:12
2	薇娅 viya	2.39 亿	499	491.93 元	0.25 亿	123.35 亿	起：2021-10-20 12:55:05 止：2021-10-21 03:12:12
3	雪梨 Cherie	0.44 亿	388	380.90 元	398.48 万	15.18 亿	起：2021-10-20 11:38:44 止：2021-10-21 03:07:30
4	烈儿宝贝	0.20 亿	263	258.98 元	134.16 万	3.47 亿	起：2021-10-20 15:00:11

排名	品牌/店铺	GMV	SKU数	客单价	订单数	成交额	活动时间
5	雅诗兰黛旗舰店	0.11 亿	44	559.65 元	56.62 万	3.17 亿	止: 2021-10-21 01:23:58 起: 2021-10-20 09:59:49 止: 2021-10-21 02:00:12
6	林依伦	968.64 万	199	653.44 元	27.05 万	1.77 亿	起: 2021-10-20 15:50:08 止: 2021-10-21 01:50:50
7	陈洁 kiki	924.86 万	201	210.37 元	92.17 万	1.94 亿	起: 2021-10-20 15:53:39 止: 2021-10-21 01:09:22
8	Timor 小小疯	618.87 万	97	1229.53 元	14.99 万	1.84 亿	起: 2021-10-20 16:01:00 止: 2021-10-20 20:47:33
9	兰蔻官方旗舰店	597.95 万	64	778.12 元	49.15 万	3.82 亿	起: 2021-10-20 12:23:10 止: 2021-10-21 02:17:24
10	欧莱雅旗舰店	580.59 万	59	350.9 元	24.62 万	0.86 亿	起: 2021-10-20 04:29:51 止: 2021-10-21 02:02:29

资料来源: 灰豚数据, 国元证券研究所

升级平台会员权利, 打造自有会员体系, 提升用户粘性。一方面, 增强 88vip 权益。在天猫平台, 如果用户淘气值达 1000 分以上, 只需花 88 元就可成为 88vip 会员, 并可领取 88vip 满 6800 减 600, 满 3800-300 的双 11 消费券, 还包括淘票票电影优惠卡、高德打车会员、环球影城线下自营商品 95 折等优惠项目。**另一方面, 丰富淘宝省钱卡权益。**用户开通省钱卡后, 可在下单前领取红包, 红包可与店铺优惠叠加; 此外, 在活动期间, 用户通过手机淘宝下单且实付金额 ≥ 30 元, 订单累计满 12 笔, 可免费续卡 30 天, 满 18 笔, 可获得支付宝 30 元返现。天猫通过在双十一期间完善会员体系提升会员渗透率, 提升用户忠诚度和粘性, 实现用户的精细化运营。

表 5: 88VIP 卡和淘宝省钱卡入会条件及权益

项目	88VIP	淘宝省钱卡
入会条件	淘气值达 1000 分, 享 88 元开通 88VIP	91 元省钱套餐单月 9.8 元/月, 连续包月 6.8 元/月; 101 元红包套餐单月开卡 18.8 元/月, 连续包月 12.8 元/月
普通权益	专属购物优惠: 自营品牌 (天猫超市、天猫国际直营、阿里健康、天猫奢品) 和精选品牌专享 9.5 折、4 张 88VIP 专享购物券 专享爆款: 享受指定商品 88VIP 专享价格 专享积分优惠: 专享积分兑换, 10 倍天猫积分, 专享加赠, 积分秒杀等不定时活动优惠, 具体以页面展示为准	访问领红包: 用户在购买“红包省钱卡”后, 访问该频道即可领取一个红包, 每个用户每天限领 1 个, 领完即止 下单领红包: 用户需完成页面显示的下单任务后方可解锁此类红包。该类红包解锁后每个用户每天在“访问领红包”和“下单领红包”两类红包中最多有机会领取 1 个, 领完即止
联名权益	优酷 VIP、饿了么超级吃货卡、网易云音乐黑胶 VIP、高德打车、飞猪优享卡、民生白金卡、飞猪亲子礼遇、万豪等礼遇, 有效期与 88VIP 保持一致 (高德除外)	部分淘宝省钱卡开卡用户基于随机原则, 在限定活动周期, 额外获得饿了么外卖红包领取资格
双十一额外权益	实付满 3800 元可领取 300 元双十一消费券; 实付满 6800 元可领取 600 元双十一消费券	双十一期间任务订单数量满足 ≥ 12 , 可获得免费续淘宝省钱卡 30 天奖励; 任务订单数量满足 ≥ 18 , 可获得 30 元现金奖励

资料来源: 天猫, 淘宝, 国元证券研究所

物流服务升级, 用户购物更有保障。在天猫 2021 年 9 月发布的《2021 年双 11 发货

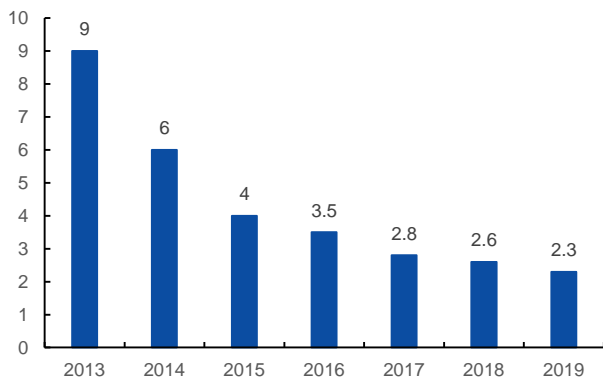
时间及交易流程调整公告》中规定，买家付款后卖家会在 48 小时内发货，并确保物流单号有收款记录，以便买家在物流明细中查看订单的物流状态。而天猫国际的商家必须在下单后 5 天内发货，并确保物流单号有收款记录。根据菜鸟裹裹数据，2020 年双 11 订单的平均签收时间普遍比 2019 年提速 1 天左右，预计 2021 年仍将有所提升。此外，天猫也更加重视和完善投诉、退换货等服务，如用户可投诉商家延迟发货、虚假发货、未履行赠品、换货、物流等承诺。

表 6：天猫 2021 年消费者付款时间及发货时间

消费者付款时间	发货时间	有物流更新时间
2021.11.1-2021.11.3	付款后 48 小时内	揽收后 48 小时内
2021.11.11-2021.11.14	2021 年 11 月 16 日 23:29:29 前	揽收后 48 小时内

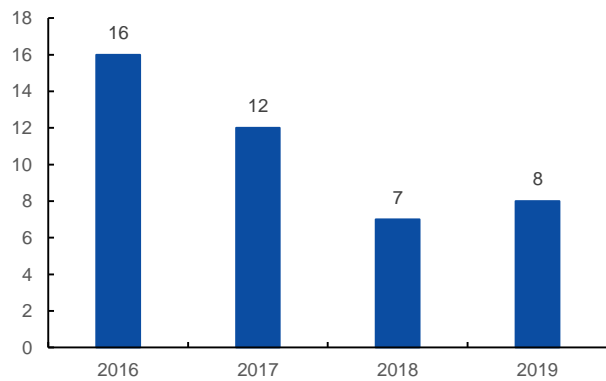
资料来源：天猫，国元证券研究所

图 22：历年天猫双十一包裹签收量破亿时间（单位：天）



资料来源：菜鸟裹裹，国元证券研究所

图 23：历年天猫双十一包裹发货量破亿时间（单位：小时）

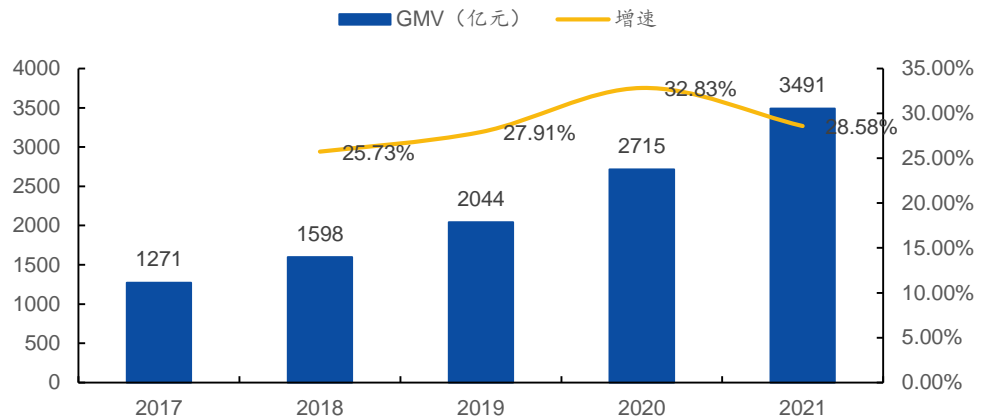


资料来源：菜鸟裹裹，国元证券研究所

2.2.2 京东：推出小时购发力即时零售，布局下沉市场卓有成效

根据京东数据，2021 年京东双十一交易额达 3491 亿元，同比增长 28.58%，较 2019 年增速略微下滑，其中从 2018-2020 年，交易额增速分别为 26%、28%、33%。

图 24：京东历年双十一期间 GMV 及增速（单位：亿元）



资料来源：京东，国元证券研究所

京东平台 2021 年双十一展现出如下特性：

主打数码家电品类，平台定位明确。根据京东数据，在 10 月 20 日预售开启 4 小时里，京东订单额前十的品类以数码家电类为主；11 月 10 日 20:00-24:00，京东成交额 Top5 品类为手机、冰箱、平板电视、洗衣机和空调；电子教育品类成交额同比增长 100%，而 4K 投影机成交金额同比增长 120%；家电成套购买成为主流，4 个小时成交额同比增长超 6 倍。京东依托其差异化的平台定位和专业的服务，在数码家电品类的品牌效应明显。

表 7：京东预售开启 4 小时订单额 Top9 品类

排行	品类
1	电脑整机
2	大家电
3	手机
4	运动鞋包
5	面部护肤
6	厨卫大电
7	生活电器
8	摄影摄像
9	厨房卫浴

资料来源：京东，国元证券研究所

推出小时购发力即时零售，智慧物流提升物流效率。10 月 12 日京东正式发布小时购业务，合作达达集团，基于消费者所在地理位置，为消费者提供到附近 3-5 公里门店的即时送货服务。目前，已接入超过 10 万家线下全品类实体门店，涵盖超市便利、生鲜果蔬、手机数码、个护美妆等品类。双 11 期间，京东小时购首单送达仅用时 7 分钟，为消费者提供了快捷的购物体验。此外，京东通过智慧物流和一体化供应链的保障，极大的提升了物流效率。根据京东物流数据，2021 年双十一京东预售前置的城市覆盖范围扩大至超 300 城，93% 的区县和 84% 的乡镇消费者享受当日达和次日

达。

图 25：京东小时购业务流程图

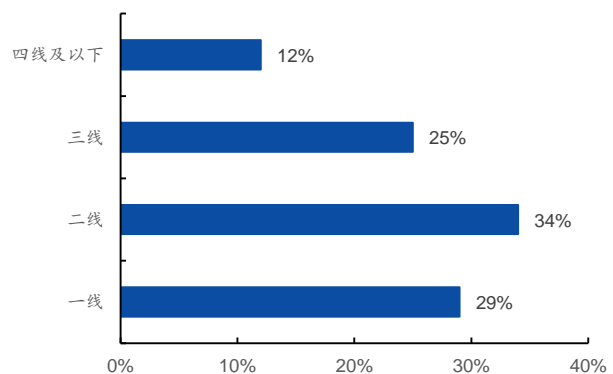
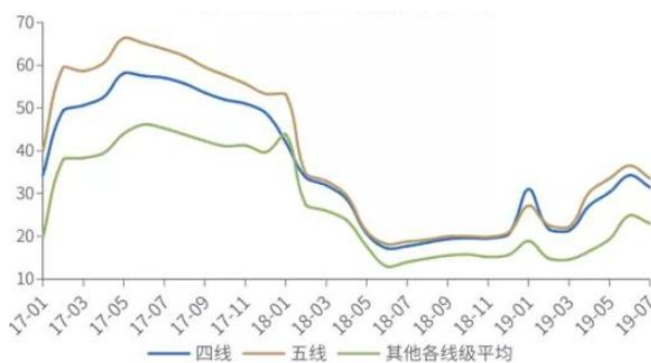


资料来源：京东，国元证券研究所

布局下沉市场卓有成效，突破流量天花板。在互联网红利逐渐消失的背景下，下沉市场成为流量新洼地，京东积极通过开设家电专卖店、下沉物流服务等举措布局下沉市场，打破流量天花板。根据京东数据，2021年双十一期间，京东来自下沉市场的新用户占比超过 77%。而下沉城市用户闲暇时间较多、生活压力较小、可支配收入较多，消费潜力巨大。根据京东数据，2021年京东覆盖全国 2.5 万个乡镇、60 万个行政村的 1.5 万家家电专卖店整体成交额 2 小时超 2020 年同期全天；11 月 10 日 20:00-24:00，六线城市图书成交额同比增长 145%、三线城市图书成交额同比增长 98%，下沉市场在此次京东双十一展现出了其潜力。

图 26：四五线城市的消费额增速快于其他线级城市

图 27：2021 年双十一期间城市等级购买力分布



资料来源：京东数科，国元证券研究所

资料来源：星图数据，国元证券研究所

2.2.3 快手：大搞信任电商、大搞服务商、大搞品牌

根据快手数据，快手在 2021 年“116 品质购物节”（10 月 20 日至 11 月 11 日）中，

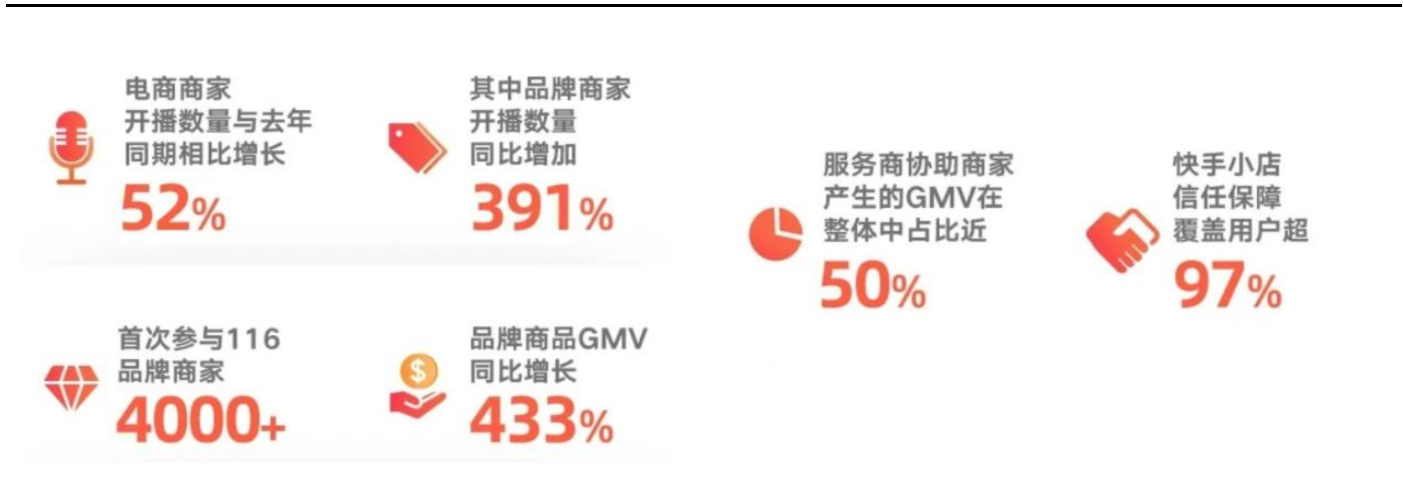
首日 GMV 同比去年增长 272%，发放用户福利超 2 亿元；直播电商表现亮眼，电商商家开播数量较 2020 年同期增长 52%，其中品牌商家开播数量同比增加 391%，超过 4000 个品牌商家首次参与“116 品质购物节”，整体品牌商品订单数同比增长 350%，GMV 同比增长 433%。

快手平台 2021 年双十一展现出如下特性：

践行“信任电商”理念，加强服务商生态建设。信任电商方面，快手把控供应链和履约水平，推行“信任电商”理念，推动主播成长并建立主播与用户的信任。根据快手数据，快手小店信任保障覆盖用户超 97%。服务商方面，快手开设“服务商排位赛”，以服务商所属商家的 GMV 成长情况为排名依据，平台配合服务商对开播策略与货品进行相应调整，同时向商家提供现金奖励和大量流量。根据快手数据，服务商协助商家产生 GMV 占整体近 50%。

图 28：2021 年双十一快手品牌高速增长

图 29：2021 年双十一快手服务商高速增长



资料来源：快手数据，国元证券研究所

资料来源：快手数据，国元证券研究所

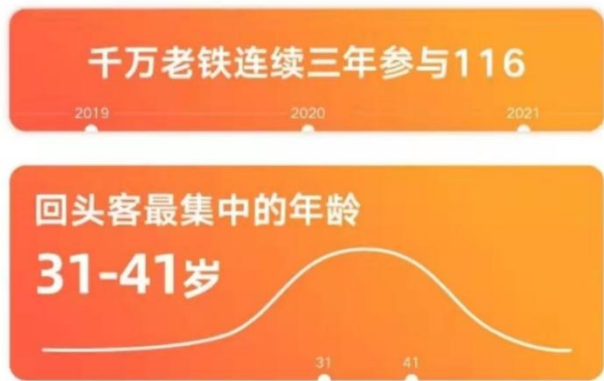
加强品牌合作，升级用户群体。在今年的“116 品质购物节”上，快手推出了品牌专属赛道和专属流量，吸引商户参与，引流高线城市用户。此外，快手电商联合 11 个优质顶级品牌推出“超级品牌日”，10 月 27 日-11 月 6 日每天一个大牌 24 小时直播，并在其 116 主会场设置专区，为品牌提供直播间定制玩法、快手网络资源矩阵支持、平台流量和现金补贴。根据快手数据，首次参与 116 品牌商家有 4000+，2021 年 116 品牌商品 GMV 同比增长 433%，站内相关品牌搜索量同比增长约 60%。而丰富的品牌与优惠的价格也吸引了更多年轻消费群体和老客户在快手消费，根据快手数据，2021 年双十一快手增长最快的买家年龄段在 18-23 岁，并有千万消费者连续三年参与“快手 116 品质购物节”。

图 30：2021 年双十一快手年轻消费群体成为消费新势力

图 31：千万消费者连续三年参与“快手 116 品质购物节”



资料来源：快手数据，国元证券研究所



资料来源：快手数据，国元证券研究所

2.2.4 抖音：大力发展兴趣电商，吸引中小品牌入驻

根据抖音官方数据，2021 年双十一当天抖音电商 GMV 同比增长 224%，2021 年 10 月 27 日至 11 月 11 日，抖音电商直播间累计时长达 2546 万小时，直播间累计观看 395 亿次；抖音电商“抖 in 爆款榜”专区内国货占比为 87.5%，“双 11”实时热卖榜国产品牌数量占比为 85.1%。

抖音平台 2021 年双十一展现出如下特性：

定位兴趣电商，带动国潮文化消费出圈。兴趣电商通过推荐技术高效匹配供需双方达成交易，对消费者潜在需求进行挖掘。抖音通过 AI 推荐、短视频内容、直播带货等兴趣电商功能帮助众多国货国潮品牌、非遗文化传承等获取社会大众关注。根据抖音官方数据，10 月 27 日至 11 月 11 日期间，抖音传统手工艺品销量同比增长 166%，夹江腐乳、楠竹筷子、龙须酥糕点、老篾匠竹编篮子和手作芡实糕等非遗技艺商品深受消费者喜爱；抖音电商“抖 in 爆款榜”专区内国货占比为 87.5%，“双 11”实时热卖榜国产品牌数量占比为 85.1%。

图 32：抖音非遗技艺皮影戏短视频

图 33：抖音非遗技艺钧瓷烧制、油纸伞短视频



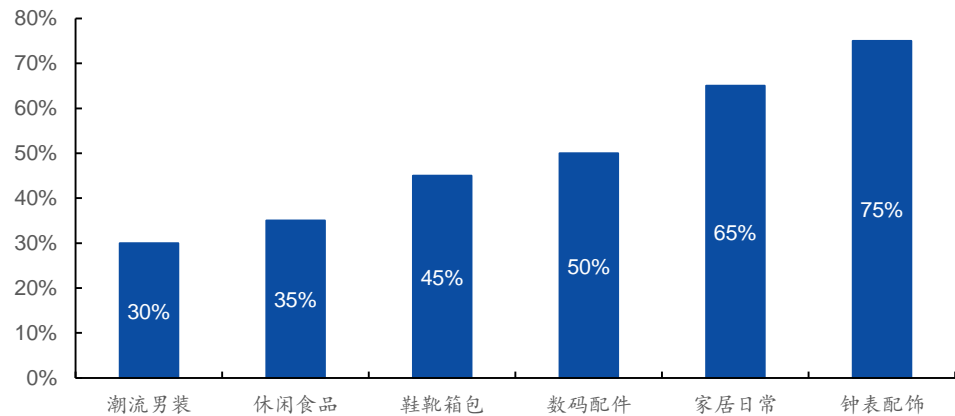
资料来源：抖音，国元证券研究所



资料来源：抖音，国元证券研究所

吸引中小品牌入驻,为其提供新机遇。根据克劳锐数据,抖音电商各品类 GMV Top20 品牌中,30%的潮流男装品牌、35%的休闲零食品牌、45%的鞋靴箱包品牌、50%的数码配件品牌、65%的家居日用品品牌、75%的钟表配饰品牌没有在天猫/淘宝中开设店铺。相较于淘宝,抖音作为新兴电商平台,仍处于快速发展的红利期,给予中小电商品牌的流量扶持力度更大,是大量中小电商和国货品牌发展的先锋阵地。

图 34: 抖音各品类 GMVTop20 品牌中未在天猫/淘宝开设店铺的品牌比例



资料来源: 克劳锐数据, 国元证券研究所

2.2.5 拼多多: 持续加码“百亿补贴”, 加速旗舰品牌合作

拼多多 2021 年双十一展现出如下特性:

持续加码“百亿补贴”, 提升补贴力度。拼多多联合头部优质供应商及制造商, 针对官网有明确标价的商品直接进行“百亿补贴”, 给予消费者降价补贴, 相较于其他平台, 消费者不需通过注册会员领取优惠券或提前支付定金, 价格透明。双十一期间, 在手机、家电、数码、美妆、母婴等消费者关注度较高的热门领域, 拼多多将部分商品的百亿补贴力度从售价的 10%-20%提升至 50%-60%, 让消费者直接享受低价好货。

表 8: 拼多多参与百亿补贴商品优惠

商品名称	活动价格
iPhone13	最高直降 1300, 叠券再降 200 元
53 度飞天茅台	2599, 叠券再降 80 元
Macbook Pro2021	新品直降 1800 元, 叠券再降 200 元
联想 R9000P 游戏本	8499 元起
switch OLED 主机 (日版/亚太版)	2699 元 (亚太版), 2799 元 (日版), 叠券再降 80 元
iqoo Neo5	2099 元起
红米 K40	1799 元起
华为 watch GT2	850 元
索尼 WH-1000XM4 头戴式耳机	1499 元起

资料来源: 拼多多, 国元证券研究所

加速旗舰品牌合作，积极树立平台正面形象。2021年双十一拼多多合作的旗舰品牌涵盖美妆个护、数码家电、服装箱包等类目，包括九阳、格兰仕、立白、洁柔、百雀羚、张小泉、倍轻松、鸿星尔克等优质国货及农产品品牌，通过百亿补贴、万人团限时秒杀等活动资源全方位加持。此外，拼多多联合央视开设百亿补贴大型直播带货专场，联合湖南卫视打造“2021 拼多多 11.11 超拼夜”，提升平台影响力。

图 35：拼多多联合湖南卫视打造“2021 拼多多 11.11 超拼夜”



数据来源：拼多多，国元证券研究所

2.2.6 苏宁易购：加码家电家装核心赛道，加速线上线下场景融和

根据苏宁易购数据，2021年苏宁易购双十一期间，节能家电产品占比68%，万元以上高端家电套购订单量同比增长52%，智能家居产品销售同比增长108%，全渠道以旧换新人数同比增长57%，双十一当天到店体验人次同比增长137%。

苏宁易购 2021 年双十一展现出如下特性：

聚焦家电家装优势板块，全方面升级服务。供应链方面，采取销售预测、科学分仓、库存共享及预售下沉等，合理安排发货节奏和仓储计划，实行智慧仓储以提升全链路效率。送装一体服务方面，送装范围从331城扩展为覆盖全国所有地级市及超95%县级市，县镇24小时闪电送装完成率为98.6%。服务环节方面，提供2次电话预约1次上门，提供9大服务，包括送货上门、安装环境检查、拆包及附件检验、安装、调试、协助用户试用、现场清扫、拆旧、取旧等。

加速线上线下融和，提供场景升级新体验。苏宁易购2021年双十一活动由线上主站和天猫旗舰店、线下店铺和苏宁零售云四大终端组成，以“直播+门店”的方式为消费者提供场景升级体验。从11月11日0点开始，全国69个城市开启“一城一天一店”，消费者在苏宁易购APP或线下门店均可参与，不同城市用户享有本地专属品类优惠，大牌家电最低6折优惠持续一天，涉及电视、冰箱、空调以及厨房卫浴电器等家电品类。根据苏宁易购数据，双十一当天到店体验人次同比提升137%，家电套购销售同比增长46%，线上线下消费融合趋势显著。

图 36: 苏宁易购加速线上线下融和



资料来源: 苏宁易购, 国元证券研究所

图 37: 苏宁易购线下店销售情况



资料来源: 苏宁易购, 国元证券研究所

3.品牌视角: 激烈竞争下, 品牌排名持续变化

3.1 品牌共性: 品牌商家竞争激烈, 更注重流量获取与私域运营

在优惠力度上, 爆款产品折扣力度加大。通过计算部分美妆爆款商品正装加同款小样的每毫升价格可以看出, 2021 年折扣力度总体大于 2020 年。雅诗兰黛小棕瓶、欧莱雅黑精华、资生堂红腰子精华、SK-II 神仙水折算后的每毫升价格较 2020 年分别下调 3.85%、8.86%、12.54%、7.58%。国际品牌加大促销力度使得美妆品牌竞争更为激烈。

表 9: 部分爆款商品天猫旗舰店折扣情况 (价格单位: 元)

商品	规格	赠品	总规格	价格	毫升价 (较 2020 年变化情况)	2020 年毫升价
雅诗兰黛小棕瓶	30ml	15ml	45ml	660	14.67 (↓)	15.25
欧莱雅黑精华	50ml	52.5ml	102.5ml	319	3.11 (↓)	3.41
兰蔻小黑瓶	50ml	50ml	100ml	1080	10.80 (-)	10.80
资生堂红腰子	50ml	50ml	100ml	860	8.60 (↓)	9.83
SK-II 神仙水	230ml	100ml	330ml	1540	4.67 (↓)	5.05

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, “姨妈的鸭” 公众号, 国元证券研究所

国货品牌消费崛起, 老字号王者归来。2021 年天猫双 11 期间, 有 36 个品牌成交额超 10 亿, 其中多数为国货品牌, 如小米、华为、安踏、李宁、格力、薇诺娜、vivo、联想、波司登等。根据天下网商数据, 天猫 11 月 1 日 0 点-11 日 24 点各行业品牌榜单, 美容护肤品牌榜单中薇诺娜位列第六, 彩妆品牌榜单中完美日记、花西子分别位列第四和第五。根据亿邦动力, 10 月 27 日 0 点-11 月 11 日 24 点, 抖音美妆品牌销售额榜单 TOP10 中, 国货品牌占 6 席。此外, 双 11 亦成为民族老字号品牌复兴的契机, 根据天猫数据, 截至 11 月 11 日 8 点, 220 家老字号品牌在天猫双 11 销售额同比增长超 100%; 根据京东数据, 双十一期间京东老字号跨界商品销量同比增长 105%。

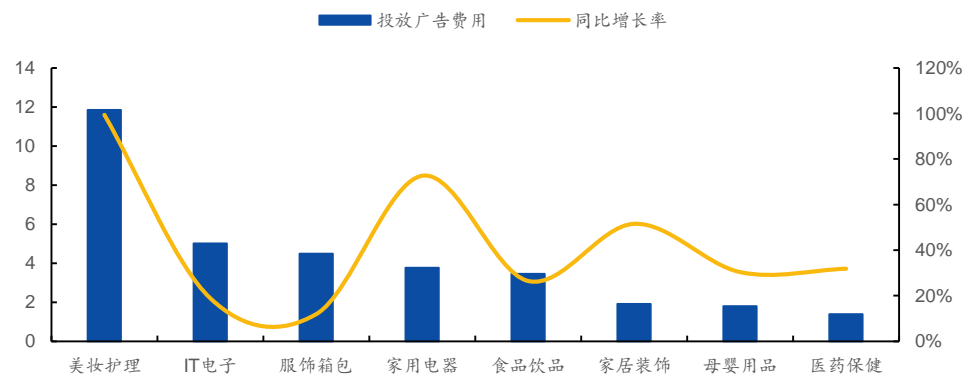
表 10: 2021 年 11 月 1 日 0 点-11 日 24 点, 天猫各品类品牌销售金额 TOP10

排名	美妆 (较 2020 年榜单排名变化)	彩妆
1	雅诗兰黛 (-)	YSL
2	欧莱雅 (-)	雅诗兰黛
3	兰蔻 (-)	3CE
4	后 (-)	完美日记
5	资生堂 (↑3)	花西子
6	薇诺娜 (↑3)	阿玛尼
7	玉兰油 (↓2)	兰蔻
8	SK-II (↓2)	MAC
9	海蓝之谜 (↑1)	CPB
10	赫莲娜 (新进榜)	纪梵希

资料来源: 天下网商, 国元证券研究所 (备注: 无 2020 年彩妆榜数据, 故无名次变化)

品牌大促广告投放提前, 营销投入增大。根据 QuestMobile 数据, 2021 年双 11 预售期, 美妆、家电、家居装饰等行业广告投放费用较 2020 年大幅增长, 同比增长分别达 99.3%、72.6%、51.5%, 由此可见行业竞争之激烈。从相关广告曝光时间来看, 2021 年 10 月 1 日起已有品牌商投放带有“双十一”、“双 11”、“11.11”相关字样的广告, 为双十一活动造势, 而 2020 年 10 月 10 日才有相关广告出现。

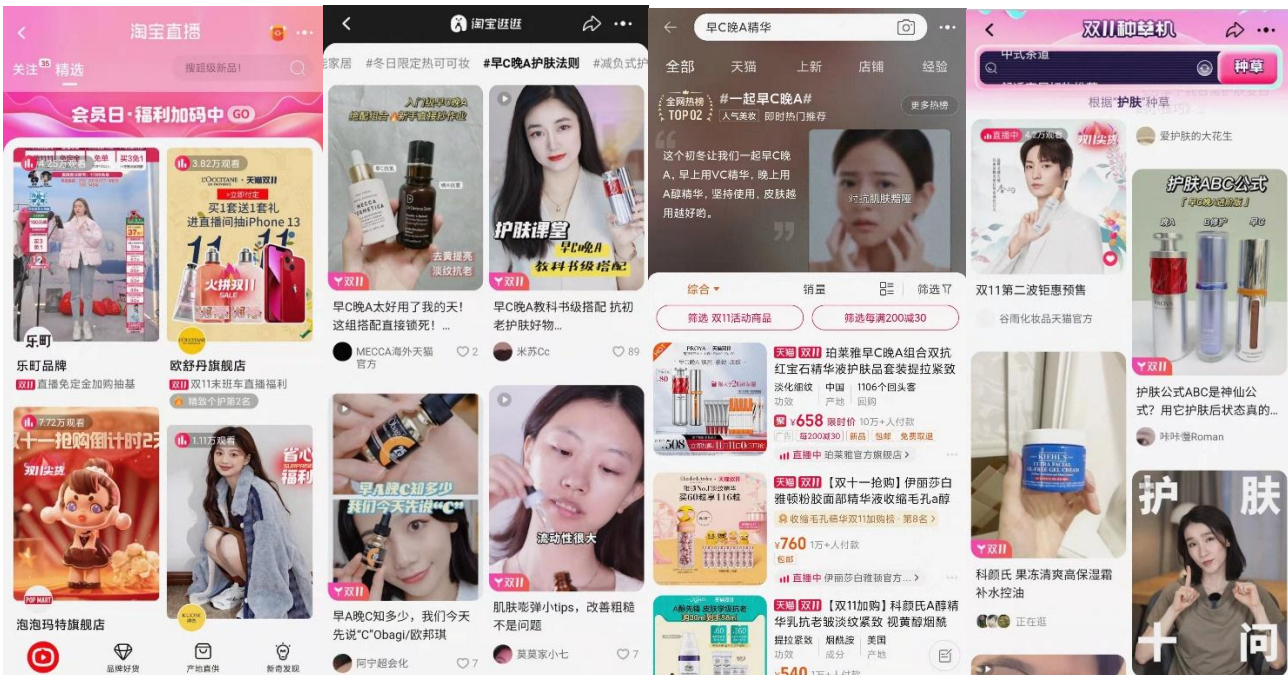
图 38: 2021 年双 11 预售期多个行业增加广告投放费用 (单位: 亿元)



资料来源: QuestMobile, 国元证券研究所

品牌商家发力自运营, 把握流量主动权。越来越多的品牌选择自运营, 维护私域流量。根据淘宝直播数据, 天猫双 11 预售开启第一周, 薇诺娜、小米、兰蔻、雅萌等 9 个商家直播间预估成交金额过亿。以美妆品牌为例, 在天猫双 11 种草机、淘宝逛逛等页面, 各大品牌推广内容竞争激烈, 商家自播如火如荼。以薇诺娜为例, 9 月 23 日, 薇诺娜快手双 11 率先启动直播; 10 月 10 日起, 在微博、小红书、抖音官宣双 11 开启, 并推出新款包装与燃梦礼盒; 10 月 17 日起, 邀请多位明星、大咖空降直播间助力双 11 宣传。

图 39：天猫各大品牌自运营竞争激烈



资料来源：淘宝，国元证券研究所

品牌重视私域流量运营，会员礼、直播间权益膨胀。在自运营获取流量之外，众多品牌对会员、直播间用户给予特殊优惠，如入会赠礼、会员额外享受赠品、会员尊享购物金充值膨胀礼金、直播间下单享专属福利等，进一步搭建私域流量池，提高会员粘性与转化率。兰蔻、雅诗兰黛等品牌还推出由本品牌明星产品的体验装及满减购物券组成的每日限量会员专享体验礼盒，单价较低，吸引消费者入会购买。

表 11：各品牌天猫旗舰店会员、直播间特权活动

权益	实例
会员尊享好礼	兰蔻：王牌小黑瓶买 30ml 到手 60ml；¥0.01 会员早鸟特权享加赠菁纯眼霜 3ml 等
会员充值购物金膨胀	雅诗兰黛：会员尊享购物金，充值¥1500/2500 额外得星品美礼；充值¥3480 额外得 370；1 年有效，过期自动退，资金保障
直播间专享	欧家会员直播间专项：1、红包雨消费更优惠，11/1-11/3 每晚不定时；2、直播间输入口令抢红包；3、直播间下单备注暗号送小白方*1；4、单笔订单实付满¥499 赠小白方*1+小蜜罐（轻盈版）15ml*1 雅诗兰黛：双 11 明星小棕瓶修护尝鲜盒，先试后买，再享 120 元购物券，
会员专享体验礼盒	包含小棕瓶眼霜 3ml、小棕瓶精华 7ml、¥120 购物券 兰蔻：双 11 尝星盒，体验整套明星产品，再享¥20 购物券

资料来源：淘宝，国元证券研究所

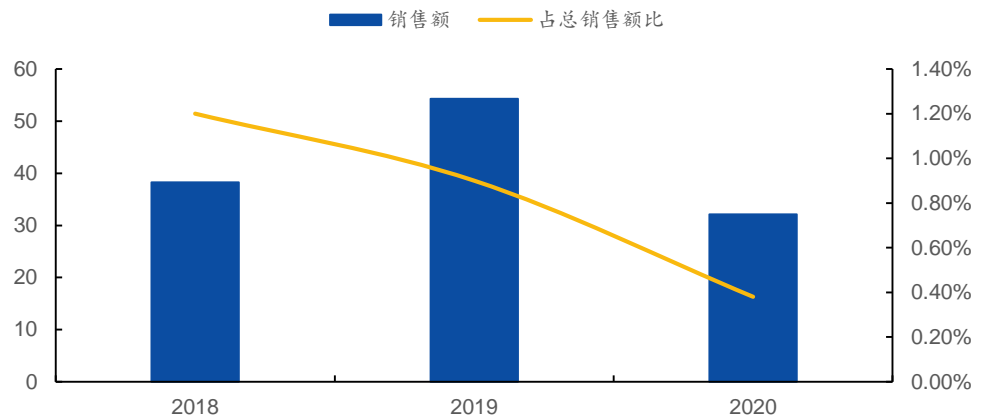
3.2 细分类目：头部品牌稳固优势，新兴品牌乘风而起

3.2.1 休闲零食：三巨头地位稳固，新兴品牌差异化赛道崛起

(1) 整体情况：

2021 年休闲零食有望增长，2020 年 GMV 销售额与占比下降。根据星图数据，休闲食品于 2019 年双十一（11 月 1 日 0:00 至 11 月 11 日 24:00，下同）全网总销售额达到高峰，为 54.32 亿元，占总销售额的比例为 0.9%；2020 年双十一（11 月 1 日 0:00 至 11 月 11 日 24:00，下同）销售额降至 32.10 亿元，占总销售额的比例为 0.38%，GMV 与占比的下降主要原因为：1) 疫情影响下，顾客对食品饮料产品的发货地、快递与包装的安全问题有所担忧；2) 顾客有意减少在非生活必需品方面的开销。2021 年双十一休闲食品市场有望恢复，根据亿邦动力数据，截至 2021 年 11 月 12 日 0:00，龙头品牌三只松鼠布局发力多平台，新品量贩坚果热卖 21 万份；新品牌王小卤齐头并进，于双 11 期间共计卖出 1200 万支凤爪，销量可观。

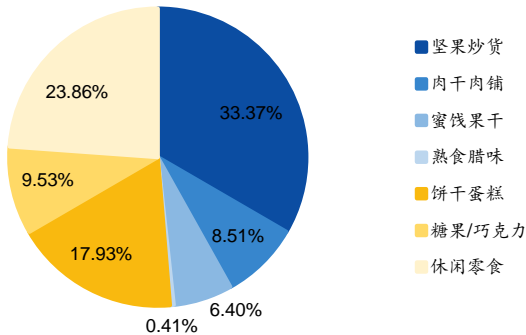
图 40：历年双十一期间休闲零食类目销售额与占总销售额的比例（单位：亿元）



数据来源：星图数据，国元证券研究所（2021 年数据暂无）

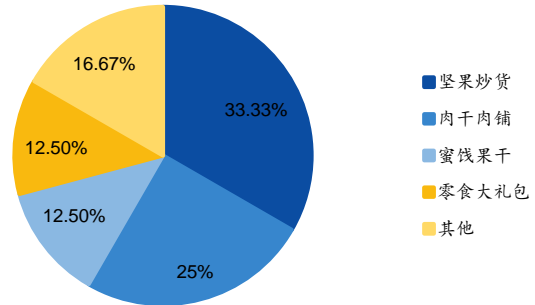
饼干膨化、坚果零食为核心类目，肉干肉铺类销售额占比大幅提升。根据星图数据，2019 年双十一肉干肉铺类产品占休闲零食总销售额的比例为 8.51%；2020 年其占比为 25%，提升 16.49pcts，主要原因系三只松鼠、百草味等头部企业布局人造肉研发，同时又有周黑鸭、华味亨等品牌的发力。坚果炒货类依旧为休闲零食热销品类，销售额占比稳定在 33% 左右。2021 年双十一期间（10 月 31 日 20:00-11 月 11 日 24:00，下同），压缩饼干为品类同比增速排名 TOP4。

图 41：2019 年双十一期间休闲零食各细分品类销售额占比



资料来源：星图数据，国元证券研究所

图 42：2020 年双十一期间休闲零食各细分品类销售额占比



资料来源：星图数据，国元证券研究所（2021 年数据暂无）

三只松鼠、百草味上榜 2021 年双十一各大平台销售额前十。休闲零食巨头三只松鼠稳居多数平台榜首，销售额排名最高；百草味与良品铺子于各平台表现不同，排名位列三只松鼠之后。

表 12：三只松鼠、百草味、良品铺子领跑 2021 各平台休闲食品类品牌销售榜

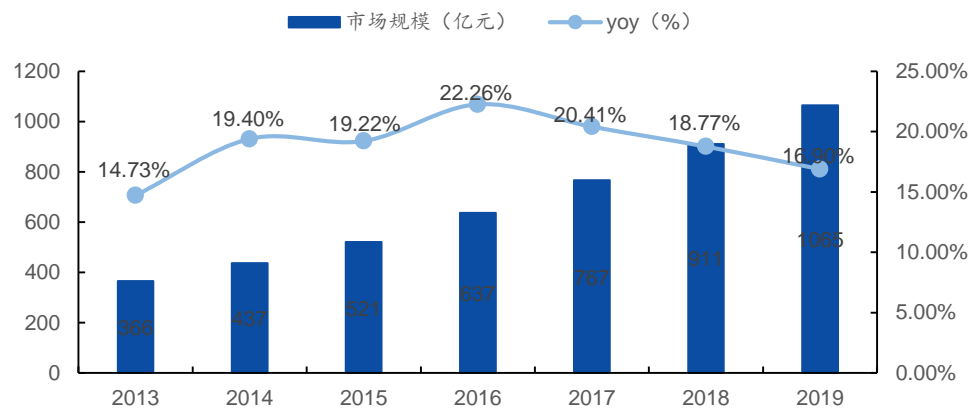
排行/平台	天猫	京东	快手	抖音
	11/04-11/10	11/04-11/09	11/11 当日	11/11 当日
1	三只松鼠	900	三只松鼠	三只松鼠
2	良品铺子	冠生园	百草味	良品铺子
3	百草味	燕山明珠	小白心里软	百草味
4	每鲜说	三只松鼠	周黑鸭	尚恰
5	丽芝士	问君	胶喜堂	王小卤
6	炫迈	歌帝梵	禾琦膳	盼盼
7	歌帝梵	瑞士莲	德芙	熙贝
8	王小卤	滇二娃	妙飞	徐老板
9	恰恰	特种兵	恰恰	喜之郎
10	绿箭	百草味	良品铺子	天子乐

数据来源：星图数据，京东官网，飞瓜数据，国元证券研究所

(2) 休闲卤制品：

休闲卤制品销量上涨，王小卤为重点关注新兴品牌。弗若斯特沙利文数据显示，2019 年我国休闲卤制品市场规模为 1065 亿元，同比增长 16.9%，且复合增长率为休闲食品所有品类中最高。截至 2019 年的核心品牌包括绝味食品、周黑鸭、紫燕百味鸡等，而同于 2019 年上线的王小卤为重点新兴品牌。王小卤品牌于 2016 年成立，最初主营业务为鲜卤猪蹄，于 2019 年转战预包装虎皮凤爪品类。根据亿邦动力，截至 2021 年 11 月 12 日 0 点，王小卤夺得天猫双 11 鸡肉零食类目 TOP1。此外，王小卤在拼多多双 11 销售额同比增长 157%，京东超市双 11 全周期同比增长 500%，天猫超市双 11 销售额同比增长 52%，抖音双 11 销售额同比增长 100%。

图 43：休闲卤制品行业市场规模及增速（单位：亿元）



数据来源：产业信息网，国元证券研究所

表 13：王小卤上榜 2021 双十一全网休闲零食销售排行 Top10

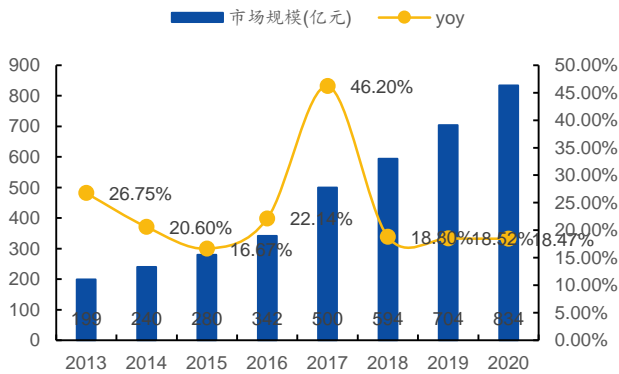
排名	2019	2020	2021
1	三只松鼠	三只松鼠	三只松鼠
2	良品铺子	良品铺子	良品铺子
3	百草味	百草味	百草味
4	德芙	恰恰	比比赞
5	费列罗	沃隆	德芙
6	来伊份	周黑鸭	好利来
7	沃隆	乐事	费列罗
8	恰恰	旺旺	王小卤
9	亿滋	好想你	周黑鸭
10	周黑鸭	华味亨	乐事

数据来源：星图数据，国元证券研究所

(3) 宠物食品：

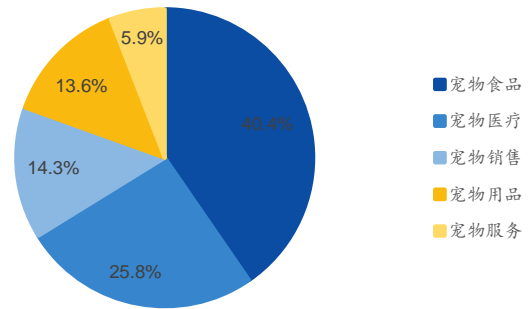
宠物食品市场稳定发展，双十一销售额表现优异。根据华经产业研究院数据，2020 年中国宠物食品行业市场规模已达 834 亿元，同比增长 18.47%，其中宠物食品占比宠物行业市场规模 40.4%，为核心细分行业。根据星图数据，2021 年双十一期间宠物食品类目销售额达 28 亿元，天猫与京东为最主要销售平台，其中天猫占总销售额的比例为 57%，京东为 28%。

图 44：宠物食品行业市场规模及增速（单位：亿元）



资料来源：华经产业研究院，国元证券研究所

图 45：2020 年中国宠物行业细分行业规模占比



资料来源：华经产业研究院，国元证券研究所

国货品牌麦富迪、卫仕领跑，上榜多平台宠物行业前十。麦富迪是隶属于乖宝集团旗下宠物食品品牌，以“纯天然”为主要卖点，双十一期间麦富迪于天猫和京东平台销售额分别排行第一与第二，为最大宠物行业国产品牌。根据麦富迪数据，2019 年双十一麦富迪全网总成交额为 1.29 亿元，2020 年为 1.69 亿元，2021 年为 2.12 亿元，增长迅速。卫仕同为国产品牌，主打科学配方宠物食品，于短视频电商平台抖音与快手的销售表现更出色，位列双平台前二。

表 14：麦富迪、卫仕上榜各平台宠物行业品牌前十

排行/平台	天猫	京东	快手	抖音
	11/1-11/11	10/31-11/11	11/01-11/07	11/1-11/7
1	麦富迪	皇家	比瑞吉	卫仕
2	皇家	麦富迪	卫仕	阿飞和巴弟
3	Orijen	Orijen	麦德氏	伯纳天纯
4	爱肯拿	伯纳天纯	麦富迪	麦富迪
5	卫仕	卫仕	红狗	喔喔
6	PIDAN	爱肯拿	疯狂的小狗	网易严选
7	凯锐思	冠能	格力	猫大力
8	ZIWI	耐威克	雪貂留香	kimpets
9	网易严选	比瑞吉	嗨吃家	诚实一口
10	耐威克	福来恩	严迪	麦德氏

资料来源：宠物行业观察，飞瓜数据，国元证券研究所

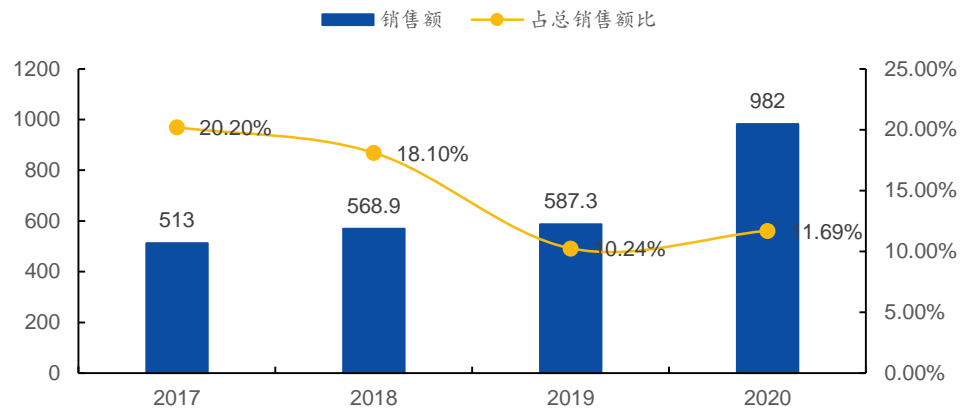
3.2.2 家电：GMV 逐年稳步提升，清洁与宅家娱乐小电器需求火热

(1) 整体情况：

家电类目 GMV 逐年稳步上升，2020 年两波预购形式提升销量。根据星图数据，家电类目双十一总销售额由 2019 年的 587 亿元，提升至 2020 年的 982 亿元，占总销售额的比例由 10.24% 提升至 11.69%，主要原因系 2020 年以天猫为代表的各大电

电商平台将双十一活动分为了两波预售期的形式，拉长了活动时间并提升了优惠及宣传力度，且用户对家电等大件产品多选择优惠力度较大时囤货消费。

图 46：历年双十一期间家电类目销售额与占总销售额的比例（单位：亿元）



数据来源：星图数据，国元证券研究所（2021 年数据暂无）

大家电销售额占比降低但仍为家电类目核心，小家电占比提升。根据星图数据，2018 年 11 月 11 日小家电销售额占比为 26.9%，至 2019 年占比提升至 53.5%，提升了 26.6pcts。根据雪球网数据，2020 年双十一期间，净水器、吸尘器、电饭煲和破壁机等小家电销售额增速均超过 100%，主要系源于行业迈入消费升级大周期，越来越多提高生活品质的细分化小家电火爆于市场，例如扫拖地一体机器人、投影仪等。

云鲸、科沃斯、添可上榜多平台 2021 双十一生活家电销售额榜单。美的、飞利浦等老牌电器品牌在天猫与京东平台表现更为亮眼，科沃斯、添可等新兴家电品牌亦重视在短视频电商平台抖音与快手的营销与销售。

表 15：云鲸、科沃斯、添可上榜多平台生活电器销售榜单前十

排行	天猫	京东	快手	抖音
	11/01-11/11 (小家电)	11/1-11/12 (所有电器)	11/01-11/07 (生活电器)	11/01-11/07 (生活电器)
1	美的	美的	由利	科沃斯
2	科沃斯	海尔	科沃斯	添可
3	戴森	格力	奥克斯	云鲸
4	添可	小米	TCL	追觅
5	苏泊尔	TCL	苏泊尔	石头
6	九阳	西门子	飞科	G. DUCK
7	云鲸	小天鹅	志高	德尔玛
8	飞利浦	飞利浦	添可	顺造
9	石头	海信	丹苔	先锋
10	松下	松下	骆驼	yeedi

数据来源：天下网商，京东官网，飞瓜数据，国元证券研究所

(2) 投影仪：

双十一投影仪市场竞争激烈，极米科技旗下产品热销。2021年双十一各平台投影仪产品销量火爆，根据京东双十一战报，开门红仅2小时，家用投影仪销售额已超去年11月1日全天，销售额同比增速350%。其中，极米科技旗下产品销售额最高，根据亿邦动力，截至2021年11月12日，极米双十一全网GMV突破8亿元，同比增长超90%，官网销售额同比增长近80%。单品方面，极米智能投影H3S与NEW ZX销售额均破2.5亿元，H3S成为天猫智能投影仪TOP1预售单品。在京东与天猫的投影仪品牌销售额榜单中，极米科技产品分别位列第一与第二。

表 16：极米上榜 2021 双十一各平台投影仪品牌前五

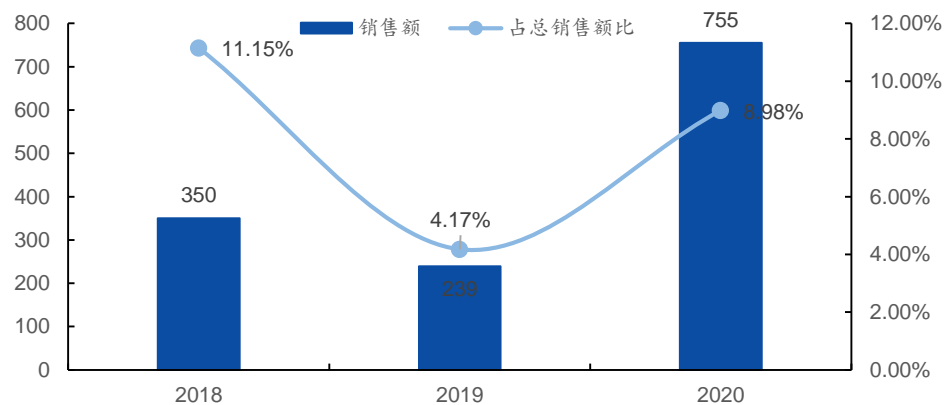
排名/平台	京东	天猫
1	极米	坚果
2	EPSON	极米
3	当贝	当贝
4	坚果	峰米
5	BENQ	BENQ

资料来源：天猫官网，京东官网，国元证券研究所

3.2.3 个护清洁：洗护类产品表现亮眼，全棉时代销量稳定增长

2020年开始，个护类产品销售额大幅增长。根据星图数据，2019年双十一全网个人护理类产品销售额为239亿元，占总销售额的比例为4.17%，而2020年销售额为755亿元，同比增长215.6%，占比也提升至8.98%，主要系源于直播电商对个护类产品的推广。洗护清洁类产品2021年双十一表现亮眼，根据星图数据，2021年双十一期间全网洗护类产品GMV达114亿，其中牙膏、电动牙刷等产品售卖火热，分别达6.53与5.24亿元。

图 47：历年双十一期间个护类产品销售额与占总销售额的比例（单位：亿元）



数据来源：星图数据，国元证券研究所（2021年数据暂无）

维达、蓝月亮上榜 2021 年双十一各大平台家清个护类销售额前十。以维达为代表的纸巾、湿巾及卫生巾类品牌于各大平台排名靠前；以蓝月亮为代表的家居清洁类品牌

为双十一该类目热门品牌。

表 17：维达、蓝月亮上榜天猫、快手、抖音平台家清个护类销售前十

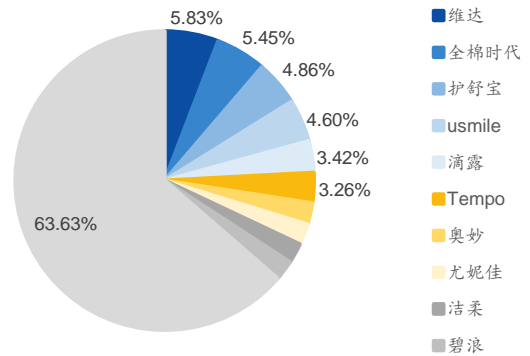
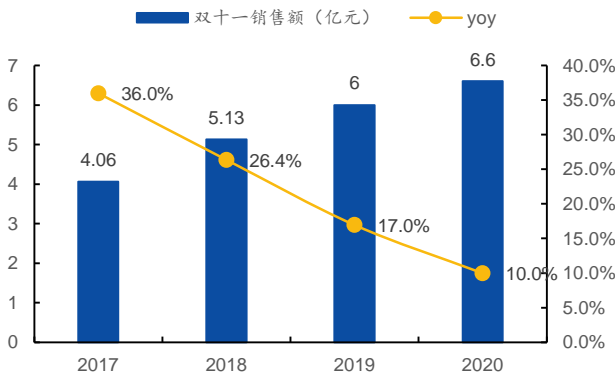
排行/平台	天猫	快手	抖音
	11/1-11/11	11/01-11/07	10/27-11/11
1	维达	活力 28	洁柔
2	洁柔	立白	清风
3	心相印	羽洁	维达
4	蓝月亮	雨森	博滴
5	威露士	轻迎	心相印
6	奥妙	植护	苏菲
7	太子	奥妙	蓝月亮
8	清风	蓝月亮	李白
9	全棉时代	汰渍	七度空间
10	立白	维达	薇尔

数据来源：天下网商，飞瓜数据，国元证券研究所

全棉时代产品销量稳定增长，为洗护清洁行业天猫预售第二。根据亿邦动力数据，全棉时代 2017 年双十一全渠道销售额为 4.06 亿元，2020 年上升至 6.60 亿元，CAGR 达 18%。全棉时代产品线丰富，包括洗脸巾、棉柔巾、湿巾、卫生巾等。根据天猫数据，全棉时代为 2021 年双十一洗护清洁行业天猫预售 Top2 品牌，销售额占比为 5.45%。

图 48：全棉时代双十一全网销售额及增速（单位：亿元）

图 49：2021 年双十一洗护清洁行业天猫预售销售额占比



资料来源：亿邦动力，搜狐网，人民资讯，国元证券研究所

资料来源：星图数据，国元证券研究所

3.2.4 服装服饰：波司登为天猫中国服饰第一，运动美国货品牌崛起

优衣库位列天猫平台销售第一，波司登为天猫中国服饰第一。根据知衣科技数据，优衣库 2021 年 11 月 11 日 24 小时内，天猫男装和女装品类销售额分别为 2.36、2.23 亿元，位列天猫所有服装品牌第一。波司登于双十一当日在男、女装品类榜单获得第二名，并在整个双十一活动期间表现亮眼。根据亿邦动力数据，11 月 1 日 0 点至 2021 年 11 月 11 日 24 点，波司登集团羽绒服业务全渠道销售额为 27.8 亿元，同比

增长 53%；其中，波司登品牌全渠道销售额达 21.8 亿元，并获天猫中国服饰（男装+女装）销售额第一名。

表 18：波司登上榜 2021/11/11 当日天猫男、女装销售额榜单 TOP2

11.11 当日排名	女装品牌	销量(件)	销售额(万元)	男装品牌	销量(件)	销售额(万元)
1	优衣库	1131514	22347	优衣库	1184828	23612
2	波司登	175228	20439	波司登	127888	14868
3	伊芙丽	194031	18832	JackJones	315568	13857
4	鸭鸭	212006	11241	太平鸟	235173	13289
5	Only	271712	10699	GXG	223422	12490
6	Mo&Co	105931	10325	森马	531375	10273
7	太平鸟	198698	9121	海澜之家	273312	8212
8	Veromoda	232381	8759	Beaster	199785	7652
9	ZARA	384821	7996	鸭鸭	122951	6319
10	ITIB	79556	7751	雅戈尔	105898	6282

数据来源：知衣科技，国元证券研究所

表 19：波司登同时上榜 2021 年天猫双十一期间男、女装销售额榜单

11/1-11/11 总排名	女装品牌	男装品牌
1	ITIB	优衣库
2	优衣库	波司登
3	伊芙丽	太平鸟
4	波司登	杰克琼斯
5	MO&CO	GXG
6	ONLY	森马
7	太平鸟	海澜之家
8	VeroModa	BEASTER
9	Teenie Weenie	思莱德
10	鸭鸭	雅戈尔

资料来源：天下网商，国元证券研究所

耐克持续领跑运动户外品类，国货品牌安踏、李宁表现优越。国外品牌方面，从 2018 年开始，耐克产品持续领跑天猫平台，占领运动户外品类销售额第一名的位置；阿迪达斯于 2021 年被国货品牌赶超获排名第四。作为国货品牌代表，安踏和李宁 2021 年双十一期间表现优秀，根据亿邦动力数据，截至 11 月 11 日 24 时，安踏集团电商累计成交额超 46.5 亿元，同比增长 61%；在天猫运动鞋服类目中，安踏集团旗下品牌总成交额占比超 22%；李宁天猫官方旗舰店双十一累计销售额达 10.6 亿元。

表 20：安踏、李宁上榜 2021 年天猫运动户外品类前三

天猫排名	2018	2019	2020	2021
1	耐克	耐克	耐克	耐克
2	阿迪达斯	阿迪达斯	阿迪达斯	安踏

3	安踏	安踏	李宁	李宁
4	李宁	李宁	安踏	阿迪达斯
5	FILA	FILA	FILA	FILA
6	Puma	Puma	Puma	斯凯奇
7	NEW BALANCE	匡威	Jordan	NEW BALANCE
8	斯凯奇	斯凯奇	VANS	Jordan
9	匡威	Jordan	斯凯奇	Puma
10	特步	NEW BALANCE	NEW BALANCE	特步

数据来源：天下网商，欧特欧咨询，国元证券研究所

4. 总结

平台方面，2021年双十一各平台活动开启时间提前，满减优惠力度上升；重视中小商家，加大扶持力度；重视社交裂变与多维种草；积极助力“乡村振兴”，传递绿色环保理念。天猫头部主播虹吸效应明显，通过88vip、淘宝省钱卡等自有会员体系提升用户粘性；京东推出小时购发力即时零售，布局下沉市场卓有成效；快手大搞信任电商、大搞服务商、大搞品牌；抖音大力发展兴趣电商，吸引中小品牌入驻拼多多持续加码“百亿补贴”，加速旗舰品牌合作；苏宁易购加码家电家装核心赛道，加速线上线下场景融和。**积极关注双十一购物节对电商平台业绩的拉动，受益标的包括阿里巴巴、京东、苏宁易购、拼多多。**

品牌方面，2021年双十一各品牌商家提升优惠力度，竞争更加激烈；国货品牌消费崛起，老字号王者归来；各品牌也更注重流量获取与私域运营。休闲零食品类，三只松鼠、良品铺子、百草味三巨头地位稳固，新兴休闲卤制品品牌王小卤快速崛起，国货品牌麦富迪、卫仕领跑宠物行业品牌榜单。家电品类，云鲸、科沃斯、添可上榜多平台生活电器销售榜单前十，极米科技分别位列京东与天猫投影仪品牌销售额榜单第一与第二。个护清洁品类，维达、蓝月亮上榜各平台家清个护类销售额前十，全棉时代为洗护清洁行业天猫预售第二。服装服饰品类，波司登为天猫中国服饰第一，安踏、李宁等运动类国货品牌崛起。**积极关注双十一购物节对品牌商家业绩的拉动，受益标的包括三只松鼠、良品铺子、百草味、中宠股份、科沃斯、蓝月亮集团、稳健医疗、波司登、安踏体育、李宁等。**

5. 风险提示

宏观经济增长不及预期风险；新冠疫情影响；企业经营状况低于预期风险；竞争格局加剧；新产品推广不及预期；品牌线上拓展不及预期风

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188