电商行业深度

2020 双十一之惑：GMV 口径变化，双十一增速愈发趋近全年增速

增持（维持）

2020 年 11 月 15 日

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

投资要点

- **2020 年的双十一，整体数据口径变得不可比：**往年天猫平台披露的双十一成交额仅包括 11 日单日，而 2020 年披露的 4982 亿元成交额包括 11.1 - 11.11，共 11 天；而大促也变为 11.1-11.3、11.11 两波，GMV 数据在经营层面上的可比性不强。新的大促规则导致：①11 月 11 日当日的销售额被 11 月 1 日第一波大促分散，0:30-24:00 销售同比 2019 年有所下降；②1 日至 11 日整体而言，预售额大幅增长，聚集更多的平销。

- **分平台看：**①天猫平台 11 月 1 日 0 点 - 11 日 24 点，成交额突破 4982 亿元，物流订单总量 23.21 亿单，订单创建峰值 58.3 万笔/秒。②京东平台 1 日 0 点 - 11 日 24 点累计成交额突破 2715 亿元，同比增长 32.8%。③苏宁易购 11 月 1 日 0 点 - 11 日 24 点线上订单量同比增长 75%。④抖音宠粉节支付口径成交额突破 187 亿元。⑤拼多多依然没有公布成交额数据，但双十一期间凭“无套路”的口号深受消费者追捧。

- **我们认为，近年来“双十一”的实质形态已逐渐由“拉动增长”转为“聚集销售”。**“拉动增长”指的是传统线下消费者被双十一巨大让利折扣吸引，大促期间线下的消费者转移至线上，并逐渐养成线上购物的习惯；而“聚集销售”指的是线上消费者将消费时间提前或推后至双十一期间，以享受折扣。“双十一”大促实质形态的转变，主要体现在：①双十一 GMV 增速愈发趋近于全年 GMV 增速；②大促的时间变长以扩大双十一的辐射范围，玩法越来越复杂，通过裂变寻求未被充分利用的流量。

- **从具体玩法上看，天猫开启两轮预售，拼多多保持无套路特色；各平台均略有实质优惠，但也存在缺货等现象。**京东、淘宝双十一均开启两轮预售，从 10 月 21 日持续至 11 月 10 日，不同之处在于京东于 11 月 1 日和 11 月 11 日付尾款，天猫于 11 月 1 - 3 日、11 月 11 日付尾款。拼多多保持“无套路”特色，不做预售。对比价格，我们发现 11.1 和 11.11 价格相近，两轮预售价格也几乎相同，但预售价比当日促销价便宜约 3%-10%。各平台总体上略有实质让利，但也存在缺货现象。

- **品牌方对双十一的态度和策略，或许正发生变化。**品牌在双十一的活动中可能会陷入“赚名不赚利”的情况。双十一的排名诚然一定程度上代表着品牌的“形象”，和消费者对品牌的认可程度，但以何种方式冲上排名，以及是否能得到相应的利益，值得持续考虑。未来品牌对于双十一的态度和策略，可能会出现持续的反馈及调整。

- **建议关注：**电商平台阿里巴巴，电商品牌公司南极电商；头部服装品牌波司登；国货美妆领先品牌珀莱雅、华熙生物等。

- **风险提示：**行业竞争加剧，品牌线上拓展不及预期，疫情复发等

行业走势



相关研究

1、《教育行业点评：政策信号刺激，持续看好港股高校股/K12 学校股的长期价值》2020-11-13
2、《零售行业深度：中国优质供应链的品牌化系列——平价大生意：名创优品崛起之路》2020-09-30
3、《跨境电商行业深度：天时地利人和，中国制造到中国品牌的另一条路》2020-09-22

表 1：部分相关公司估值

代码	公司	总市值(亿元)	收盘价（元）	EPS			PE			投资评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
9988.HK	阿里巴巴	55156	253.00	7.10	7.00	8.50	30	31	25	买入
3998.HK	波司登	330.62	3.13	0.11	0.13	0.18	24	20	15	买入
002127.SZ	南极电商	432.55	17.62	0.49	0.63	0.78	36	28	23	买入

资料来源：Wind，东吴证券研究所预测。注 1：表中 EPS 预测均来自东吴证券研究所预测，收盘价取自 2020-11-13
注 2：阿里巴巴、波司登的总市值、收盘价单位为港元，其余货币单位均为人民币。PE 按人民币：港币=1:1.17 计算。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 2020 年的双十一，整体数据口径变得不可比 4
2. 双十一的实质形态：由“拉动增长”变为“聚集销售” 8
2.1. 天猫双十一 GMV 增速愈发趋近于平台全年 GMV 增速 8
2.2. 近年来双十一“发力”时间变长，以达“聚集销售”之目的 9
3. 玩法：天猫开启两轮预售，拼多多保持无套路特色 11
3.1. 天猫：养猫游戏用户量超 5 亿，预售、红包、彩蛋多重玩法加磅 11
3.2. 京东：“双百亿计划”打造低价好物专场 13
3.3. 拼多多：无套路，无定金，直接低价，补贴无上限 17
4. 比价：略有实质优惠，但也存在缺货等现象 19
5. 品牌方思路：对双十一的态度/策略，或许正在发生变化 22
6. 投资建议 24
7. 风险提示 24

图表目录

图 1：天猫披露 11 月 1 日 0 时 –11 月 11 日 24 时，双十一成交额 4982 亿 4
图 2：2020 双十一规则及数据口径改变，我们无法知晓经营意义上可比的 GMV 数据 4
图 3：2020-10 阿里全网美容护肤类预售额同比+141% 5
图 4：2020-10 阿里全网女装类预售额同比+60% 5
图 5：2020 双十一当日成交额构成——天猫占 59% 6
图 6：2020 天猫双十一消费者参与创新高，具有活力 6
图 7：IT 基建愈发成熟，履约能力进一步加强 6
图 8：2020 京东双十一累计下单金额达 2715 亿元 7
图 9：京东物流提速，93%自营订单 24 小时送达 7
图 10：2020 苏宁易购双十一（1 日至 11 日）线上订单量同比+75% 7
图 11：10.30-11.11 抖音宠粉节支付口径突破 187 亿元，其中 11.11 单日破 20 亿元 8
图 12：天猫全年 GMV 及增速 9
图 13：天猫双十一 GMV 及增速 9
图 14：天猫双十一 GMV 已趋近于平台全年 GMV 增速 9
图 15：天猫超级红包每日可领 3 次，领取后可开启“分享开宝箱”&“天天开彩蛋” 12
图 16：猫开彩蛋活动每日一期彩蛋发放，可获得红包、优惠券等 12
图 17：天猫养猫两种玩法：做任务领奖励+社交玩法组队成团 13
图 18：天猫消费券主要包括官方补贴品类券和 5 折店铺券 13
图 19：京东双 11 活动品类日安排 14
图 20：京东红包每天可领 3 次，最高 1111 元 14
图 21：京东超级百亿补贴提供数码、家电、居家等全品类爆品 15
图 22：京东超省百亿消费券提供地方政府消费券和各类优惠券 15
图 23：京东满减活动分两个档位：每满 1000 减 60&每满 300 减 40 16
图 24：京东双 11 大赢家，全民分 10 亿 16
图 25：拼多多双 11 主题：无套路不怕比，无定金不用等 17
图 26：拼多多百亿补贴持续加码，补贴力度持续加大 18
图 27：拼多多优惠券分为两个档位：20 元券&50 元券 18
图 28：拼多多限时秒杀、万人团活动 19
图 29：各大平台比价之 Airpods 2——均有实质优惠，拼多多、京东价格低于批发价 20
图 30：国外化妆品各大平台比价——国外大牌护肤品打折方式较为直接 20
图 31：国产化妆品各大平台比价——通过主推不同规格、组合避免直接对比 21
图 32：预售价与双十一当日现货直销价比较——预售更便宜 21
图 33：2020 天猫 11.1-11.11 销售额排名及变动情况 23

表 1：部分相关公司估值 1
表 2：活动力度如何一步步加大——双十一发展历程梳理 10
表 3：天猫&京东&拼多多双十一活动时间表 11
表 4：国内化妆品品牌的打折模式更复杂 21
表 5：2019 年天猫“双十亿 10 亿俱乐部”品牌中，仅有 7 个为中国品牌 22
表 6：2019&2020 双十一国货美妆 Top6 及其在美妆全榜单的排名 23
表 7：相关公司估值表 24

1. 2020 年的双十一，整体数据口径变得不可比

刚刚结束的双十一中，GMV 的整体增长势头仍在延续。2020 年 11 月 12 日 0 时，天猫披露 2020 年双十一期间的平台销售额——4982 亿元，创下天猫平台双十一成交额的历史记录。

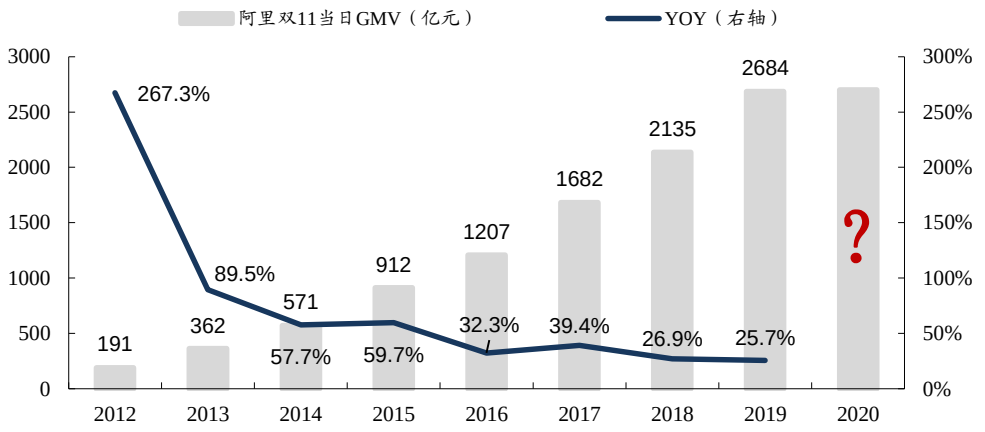
图 1：天猫披露 11 月 1 日 0 时 –11 月 11 日 24 时，双十一成交额 4982 亿



数据来源：天猫，东吴证券研究所

但 2020 年的披露口径在时间范围上发生了变化——往年天猫平台披露的双十一成交额仅包括 11 月 11 日单日，而 2020 年披露的成交额包括 11 月 1 日至 11 日，共 11 天；而大促也变为 11.1-11.3、11.11 两波，GMV 数据在经营层面上的可比性不强。我们认为，4982 亿这个数字在经营层面上和过去并非完全可比：2020 年天猫双十一规则发生变化，大促变成 11 月 1 日和 11 日两波，而预售的结款期也分成了 1-3 日、11 日两个窗口。

图 2：2020 双十一规则及数据口径改变，我们无法知晓经营意义上可比的 GMV 数据



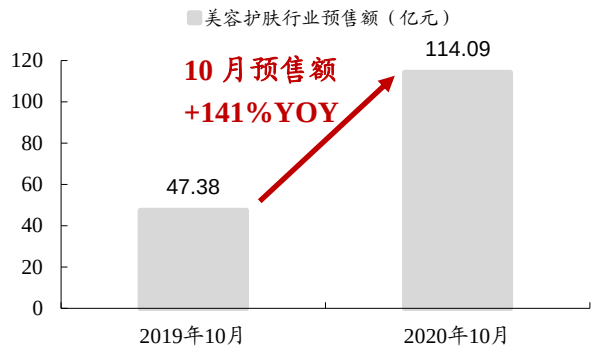
数据来源：天猫，东吴证券研究所整理

新的大促规则导致：①11 日“双十一”当日的 GMV 被 1 日分散；②而 1 日至 11 日整体，则能聚集更多的平销。

第一点，11 日 0:30-24:00 销售同比 2019 年是下降的，2020 年双十一天猫销售或更集中在 0:00-0:30。根据天猫官方披露的数据，2020 年 1 日 0:00 至 11 日 0:30 天猫平台的 GMV 为 3723 亿元，11 日 0:30 - 24:00 的 GMV 约为 4982 − 3723 = 1259 亿元；而 2019 年 11 日 0:00 - 0:30、全天，天猫 GMV 约为 700 亿元、2684 亿（29 分 51 秒突破 700 亿），11 日 0:30 - 24:00 的 GMV 约为 1984 亿元。我们认为这可能是因为更多的销售发生在了 0:00-0:30，包括之前预售所支付的尾款等。

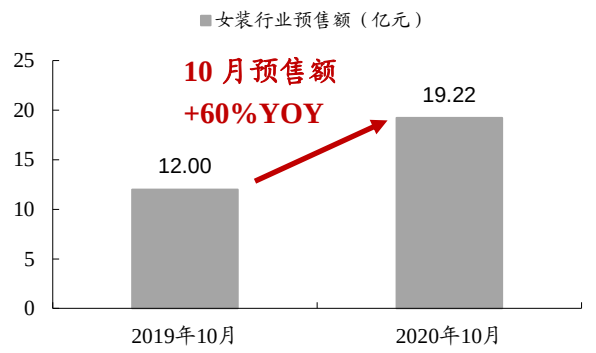
第二点则通过预售来反映：预售期间的商品不能正常销售，起到“聚集”作用；而本次双十一预售改为两波后，主要品类的预售额大幅增长。根据天猫预售规则，商品在预售期间无法正常销售，因此预售期的平销将被聚集到支付尾款当日。本次“双十一”预售分为两波后预售额大幅增长，以美容护肤、女装两个重要品类为例，淘数据监测结果显示，2020 年 10 月的美容护肤/ 女装预售额分别同比增长 141%/ 60%，2020 年 10 月的预售额均高于 2019 年 10 月、11 月之和。由于 10 月的预售主要由双十一期间的预售构成，因此本次规则改动后，双十一整体将能够聚集更多的销量。

图 3：2020-10 阿里全网美容护肤类预售额同比+141%



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

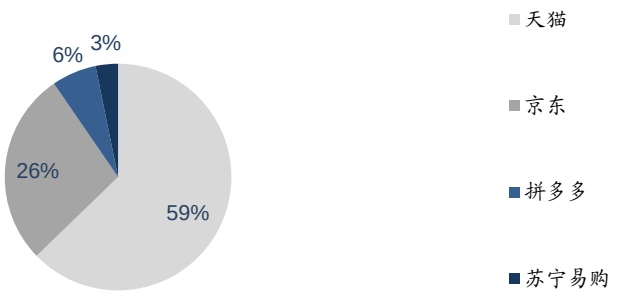
图 4：2020-10 阿里全网女装类预售额同比+60%



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

由于天猫双十一 GMV 占比最高，因此天猫平台双十一当日销售额被分散后，2020 全平台双十一当日销量同比 2019 年未有明显增长。据星图数据，从各大电商平台数据来看，双十一当日天猫、京东、拼多多、苏宁易购销售额占全网 59%、26%、6%和 3%。2020“双十一”当日累计产生包裹 13.25 亿个。双十一当日参与大促的品牌为 8.2 万个，SKU3146 万个，其中在双 11 大促期间发布的新品占比为 6.41%。2020 年双十一当日销售额较上年有所下降主要是因为 2020 年双十一各大平台活动战线长，并进行了两波预售和销售，尾款和购买时间更为分散。

图 5：2020 双十一当日成交额构成——天猫占 59%



数据来源：星图数据，东吴证券研究所

分平台来看：

天猫平台：1 日 0 点 - 11 日 24 点，2020 天猫双 11 全球狂欢季成交额突破 4982 亿元，物流订单总量 23.21 亿单，订单创建峰值 58.3 万笔/秒。据天猫官方数据，2020 天猫双 11 全球狂欢季累计吸引超过 8 亿消费者、25 万品牌、500 万商家共同参与，是覆盖面最广、参与度最高的一届。截至 11 日 0:35，342 个品牌成交额超过 1 亿元。同时，海外品牌迎来爆发增长，11 月 1 日 0 点 - 11 日 24 点，天猫国际进口商品成交额同比增长 47.3%，其中 180 个海外品牌成交额过千万。

图 6：2020 天猫双十一消费者参与创新高，具有活力



数据来源：淘宝官微，东吴证券研究所

图 7：IT 基建愈发成熟，履约能力进一步加强



数据来源：淘宝官微，东吴证券研究所

京东平台：1 日 0 点 - 11 日 24 点，京东 11.11 全球热爱季累计成交额突破 2715 亿元，同比增长 32.8%。京东大数据显示，海尔、美的、格力等品牌 1 分钟内销售相继破亿元，华为手机 Mate40 系列 7 秒成交额破亿元，电脑 3 分钟销量超 10 万台。5 分钟内，京东超市成交额同比增长 10 倍，京东生鲜成交额同比增长 5 倍，3 分钟涌入百万用户。本次双十一，京东的物流履约优势也继续保持，93%的自营订单实现 24 小时送达。

图 8：2020 京东双十一累计下单金额达 2715 亿元



数据来源：京东官微，东吴证券研究所

图 9：京东物流提速，93%自营订单 24 小时送达



数据来源：京东官微，东吴证券研究所

11 月 1 日 0 点 - 11 日 24 点，苏宁易购线上订单量同比增长 75%。11 日 0 点双十一全面开启后 19 分钟，苏宁全场景生态渠道（包含苏宁易购、苏宁易购天猫旗舰店、苏宁易购超级买手直播间、苏宁店播）GMV 破 50 亿元。根据苏宁易购双十一 1 小时战报，智能家装销售同比增长 608%，大牌美妆订单量同比增长 470%，运动服饰订单量同比增长 350%，黄金珠宝订单量同比增长 260%。苏宁易购双十一直播嘉年华总 GMV 破 8 亿元，直播观看量超 1.2 亿人次。

图 10：2020 苏宁易购双十一（1 日至 11 日）线上订单量同比+75%



数据来源：苏宁官微，东吴证券研究所

抖音宠粉节支付口径成交额突破 187 亿元，拼多多平台售出新款 iPhone 手机超过 40 万台。10 月 30 日 0 点 - 11 月 11 日 24 点，抖音宠粉节支付口径成交额突破 187 亿元，11 月 11 日单日成交额突破 20 亿元。

尽管拼多多 2020 年“双十一”依然没有公布成交额数据，但是拼多多双十一期间仍深受消费者追捧。据每日经济新闻，11 月 1 日至 11 日，拼多多平台售出的新款 iPhone 手机超过 40 万台。

图 11：10.30-11.11 抖音宠粉节支付口径突破 187 亿元，其中 11.11 单日破 20 亿元



数据来源：抖音，亿邦动力，东吴证券研究所

总之，随着本次双十一天猫平台的预售、大促规则巨变，我们已经无法得知经营意义上可比的双十一 GMV 数据。从双十一期间的整体增速，以及“亿元俱乐部”品牌数、包裹量、履约能力等核心指标上来看，双十一整体而言仍呈现较快的增长态势，电商赛道，尤其是淘系电商，仍具有较强的活力。

2. 双十一的实质形态：由“拉动增长”变为“聚集销售”

我们认为，近年来“双十一”的实质形态已逐渐由“拉动增长”转为“聚集销售”。“拉动增长”指的是传统线下消费者被双十一巨大让利折扣吸引，大促期间线下的消费者转移至线上，并逐渐养成线上购物的习惯；而“聚集销售”指的是线上消费者将消费时间提前或推后至双十一期间，以享受折扣。“等双十一再买”和“双十一多囤些东西”都属于“聚集销售”。

“双十一”大促实质形态的转变，主要体现在：①双十一 GMV 增速愈发趋近于全年 GMV 增速；②大促的时间范围越来越长，规则也越来越复杂。以下以天猫平台为例：

2.1. 天猫双十一 GMV 增速愈发趋近于平台全年 GMV 增速

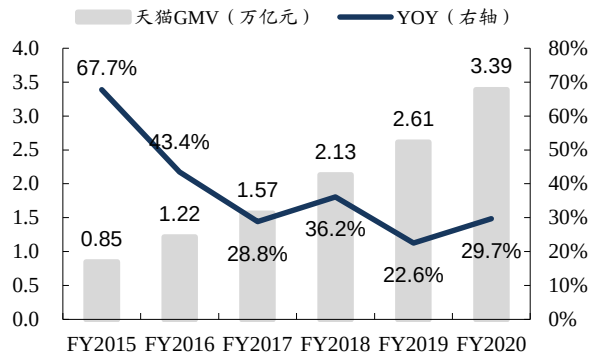
从阿里双 11GMV 增速和全年 GMV 增速对比来看，双 11 对全年 GMV 的额外拉动效应减弱，实质上是把年底的消费聚集到了双十一大促。

2014 年之前，双十一的拉动增长效应体现在天猫双十一 GMV 增速明显高于当年天猫平台的整体增速。2012 年（全年增速对应 FY2013），天猫双十一/ 全年 GMV 增速分别为 292.9%/ 123.9%；2013 年（全年增速对应 FY2014）增速分别为 165.3%/ 99.6%。彼时电商正处于高速扩张期，双十一起到较明显的拉动作用，许多消费者在大促期间尝试网购，并最终成为网购资深用户。

2014 年前后电商发展逐渐区域成熟后，双十一的实质形态转为“聚集销售”。2014 年（全年增速对应 FY2015），天猫双十一/ 全年 GMV 增速分别为 63.1%/ 67.7%，天猫

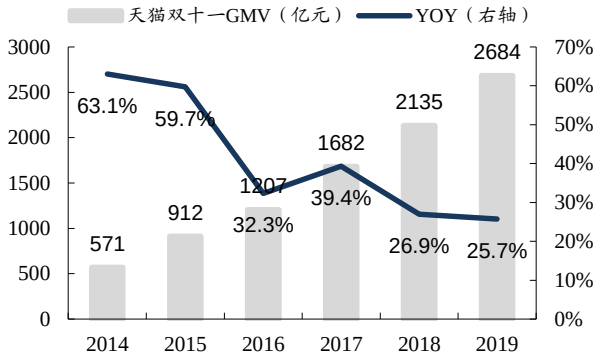
双十一增速首次低于全年增速。2016 年以来二者增速的差距再也没有超出 5%。2020 年双十一整体 20%+的同比增速，也基本匹配天猫 FY2021Q1/ Q2 的 27%/ 21%的 GMV 同比增速。因此我们认为双 11 的本质已经成为“聚集销售”，一定程度上把年底的销售集中到双十一大促期间。

图 12：天猫全年 GMV 及增速



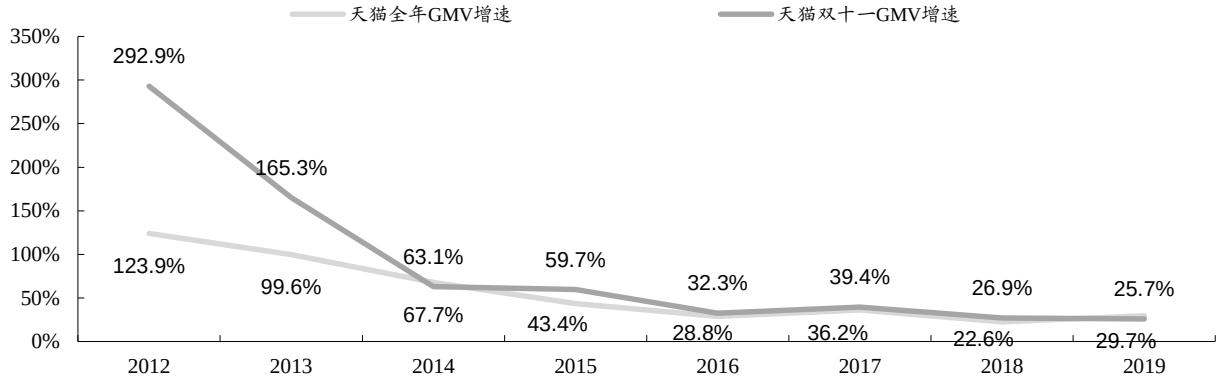
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13：天猫双十一 GMV 及增速



数据来源：天猫官微，东吴证券研究所

图 14：天猫双十一 GMV 已趋近于平台全年 GMV 增速



数据来源：公司公告，天猫官微，东吴证券研究所

注：阿里财期 0331，因此图中横坐标 2019 对应 2019 年双十一 GMV 及 FY2020 全年 GMV，以此类推

2.2. 近年来双十一“发力”时间变长，以达“聚集销售”之目的

2014 年双十一增速趋近于全年增速之后，2015 年起，天猫开始延长双十一的辐射时间，以达到聚集销售的目的。这一方面是预热和预售的时间提前，另一方面是预热和预售的力度加大。

2020 年天猫双十一开启两轮预售：第一轮为 10-21 至 10-31，11-01 至 11-03 结尾款并开始第一波大促；第二轮预售为 11-04 至 11-10，11-11 当日结尾款并开始第二轮大促。两轮大促的新规则之下，10 月底的预售得以更充分地运用，参加预售的商品和预售的力度都有所增长，体现在预售额的显著增长上。预售力度的加大，能更好地起到“聚集销

售”的效果。

从历史上看，双 11 起源于淘宝商城（原天猫）2009 年举办的网络促销活动，原本是淘宝商城为了提升知名度进行的网络促销活动。我们认为阿里将购物街选择在 11 月 11 日有两方面原因，一是这天作为“光棍节”自带话题属性，颇受年轻人的欢迎；二是处于十一黄金周和圣诞促销季之间但天气变冷，存在添置冬装的窗口。2009 年双 11 当天仅有 27 个品牌参加，GMV 达 5200 万元。

双十一上线初期品类品牌范围不断加大，以起到“拉动增长”的作用；之后时间不断提前，预售预热力度加大，标志着形态转为“聚集销售”。2009-14 年，双十一活动的重心以“拉新”为主，每年活动力度不断加大，参与活动的品类、地区持续增加；2015 年起预售时间大幅提前至 10 月底。之后，双十一的玩法趋于复杂，目的是流量红利殆尽后通过社交软件裂变寻找未被充分利用的流量，以及提升用户在 APP 中停留的时间。2020 年京东、淘宝均开启两轮双十一预售及大促，更有效地聚拢十一月前后的消费，提升“聚集”效应。

表 2：活动力度如何一步步加大——双十一发展历程梳理

阶段	年份	事件
活动力度加大，范围加深，参与人数增加	2009	天猫开启双 11 光棍节促销活动，实现销售额 5200 万元
	2012	淘宝商城更名为天猫，光棍节变为购物狂欢节；实现销售额 191 亿元
	2013	发力移动端，350.2 亿元成交额中，有 53.5 亿元来自手机淘宝 11.11 手机淘宝 DAU 达 1.3 亿，有 21%的订单通过手机成交
	2014	天猫开启全品类预售 开启全球化，有 217 个国家和地区参与 手机淘宝移动端成交额占总 43%
活动时间提前	2015	天猫推出双十一狂欢晚会，预售提前至 10 月 13 日
	2016	天猫预售由 10 月 20 日开始，之后的双十一预售开始时间均为 10 月 20 日-21 日
玩法多样化、复杂化	2018	天猫推出 “集能量”游戏，开启社交裂变玩法
	2019	KOL 直播带货模式普及； 两大电商平台均推出互动游戏：天猫（盖楼）、京东（养红包）
预售力度进一步加大	2020	天猫京东均开启两轮预售

数据来源：天猫、京东官方微博，东吴证券研究所整理

因此，相比于双十一排名，我们更应关注品牌的平销。“聚集销售”本质下，意味着双十一的销量更多是来源于 11 月前后销量的聚集。品牌选择冲双十一销售额，核心目的是为了“卖流量”提升品牌知名度和促进活跃度，而非“卖货赚钱”。因此，我们更应关注品牌平时的销量，因为这更能代表盈利能力；当然双十一中销售额排行靠前的品牌也值得关注，因为这些品牌在双十一期间确实吸引到了更多消费者的关注。

3. 玩法：天猫开启两轮预售，拼多多保持无套路特色

天猫、京东 2020 年都开启两轮预售，减缓物流压力的同时助力疫情后消费增长。京东双十一自 10 月 21 日启动，持续至 11 月 11 日，共两波预售，分别在 11 月 1 日和 11 月 11 日付尾款，为期 22 天；天猫与京东节奏一致，付尾款期除了 11 月 11 日 ，还多了 11 月 1 日-3 日。拼多多则保持“无套路”特色，不做预售。具体来看：

天猫双十一付款期合计为 4 天。天猫分为两拨预售，第一波预售是 10 月 21 日至 10 月 31 日，付款期为 11 月 1 日至 11 月 3 日；第二波预售是 11 月 4 日至 11 月 10 日，付款期为 11 月 11 日当天。

京东时间划分更为细致。10 月 21 日至 10 月 31 日为预热期，11 月 1 日至 8 日为专场期（包括 1 日至 3 日的开门红和 4 日至 8 日的品类期），9 日至 11 日为高潮期，12 日至 13 日为续售期。总体而言，10 月 21 日至 31 日为预售期，期间消费者可以先付定金加购，还可享受定金立减、新品加赠的额外福利。11 月 1 日至 11 日，京东将推出跨店铺、全品类的“头号京贴”。

拼多多双 11 活动从 10 月 21 日开始持续到 11 月 14 日，在三大电商平台中持续时间最长。与天猫京东双十一玩法不同，拼多多 2020 年不做预售，不分排期，力求使消费者每天都能以优惠的价格购得所需商品。

表 3：天猫&京东&拼多多双十一活动时间表

平台	双十一时间	特点
天猫	预　售：10.21-10.31；11.04-11.10 付尾款：11.01-11.03；11.11	两波预售，付款期合计达到 4 天
京东	预　售：10.21-10.31；11.03-11.10 付尾款：11.01、11.11	划分细致，品类日专场满足消费者特定需求
拼多多	10.21-11.14 不分预售，不排分期	总持续时间最长 无预售，活动每天进行

数据来源：各平台 APP、微博，东吴证券研究所

3.1. 天猫：养猫游戏用户量超 5 亿，预售、红包、彩蛋多重玩法加磅

天猫双十一优惠主要包括超级红包、开彩蛋、跨店满减、养猫分 20 亿红包、消费券（官方补贴品类券&店铺 5 折券）等，这些活动优惠均可叠加。

超级红包的入口在主会场，每日可领三次。使用范围包括天猫、淘宝平台的实物商品，红包可积累（即多个红包一次使用），可与其他优惠叠加使用。领完三次超级红包后，可开启“分享开宝箱”和“天天开彩蛋”。分享开宝箱是一种裂变玩法，通过淘口令分享到（社群，圈子等）带来好友，再次获取拆红包机会。

图 15：天猫超级红包每日可领 3 次，领取后可开启“分享开宝箱”&“天天开彩蛋”



数据来源：淘宝 APP，东吴证券研究所

“天天开彩蛋”是 2020 年首次推出的玩法，10.23 日活动上线，在领取超级红包后可选择进入天天开彩蛋奖池。用户每天在开彩蛋页面做任务，每完成一个任务就会奖励 1 颗幸运彩蛋，每颗彩蛋可以抽一次奖。10 月 23 日至 11 月 11 日每日一期彩蛋发放活动，每天开彩蛋活动所积累的奖池和彩蛋，将于次日早 08：00 开奖（11 月 11 日当天的奖池和彩蛋将于 11 月 11 日晚 22：00 进行开奖）。奖品包括通用购物红包、天猫国际实物商品优惠券、淘礼金红包，其中通用购物红包应于 11 月 11 日当天使用，逾期作废。

图 16：猫开彩蛋活动每日一期彩蛋发放，可获得红包、优惠券等



数据来源：淘宝 APP，东吴证券研究所

跨店满减方面，与往年不同的是，2020 年的购物津贴只要购物金额达到门槛即可自动满减，不需要手动领取。具体优惠档位包括满 300 减 40，满 200 减 25，满 1000 减 50 等，上不封顶；支持跨店铺、跨品类使用；可与其他优惠券叠加使用。跨店满减优惠由商家提供，淘宝平台店家也可参与。

互动游戏方面，从 2019 年的盖楼到 2020 年的养猫，持续裂变玩法。用户可以个人做任务（签到、浏览会场等）领取喵币升级喵咪，也可以组队 PK。用户获得的红包可在购物时直接抵扣金额。个人猫咪达到满级（51 级），有机会在双 11 当天参与“心愿大

奖”开奖活动，抢红包奖励。组队 PK 通过“拉人气”任务激发用户分享欲，达到较强的裂变效果。此外，用户在收集喵币时将花费大量时间浏览各种页面，增加平台粘性。

图 17：天猫养猫两种玩法：做任务领奖励+社交玩法组队成团



数据来源：淘宝 APP，东吴证券研究所

天猫消费券主要分两类：官方补贴品类券&每日 5 折店铺券。官方补贴主要是分品类满减优惠券，涵盖服饰百货、天猫超市、家居建材等。每日 5 折券是店铺满减优惠券，主要包括分享可得大额券、1 元抢百元券 2 种。

图 18：天猫消费券主要包括官方补贴品类券和 5 折店铺券



数据来源：淘宝 APP，东吴证券研究所

3.2. 京东：“双百亿计划”打造低价好物专场

京东双 11”从“全球好物节”升级为“京东热爱季”，打造史上最大优惠力度的 11.11。通过预售、头号京贴、双百亿计划、直播、互动玩法等“10 大招式”，构建“低价好物”、“简单快乐”、“放心购买”三大主场。

2020 年的京东双 11 分为四个阶段：①10 月 21 日至 10 月 31 日为预热期；②11 月 1 日至 8 日为专场期（包括 1 日至 3 日的开门红和 4 日至 8 日的品类期），品类日一直是京东双 11 的特色；③11 月 9 日至 11 日为高潮期；④11 月 12 日至 13 日为续售期。

图 19：京东双 11 活动品类日安排



数据来源：京东 APP，东吴证券研究所

京东双 11 京享红包的发放和使用与天猫平台相似。京东双 11 京享红包于 10 月 29 日 18 点正式开抢，每天 3 次，最高 1111 元。京享红包是一种仅限在京东内购物使用的现金红包（不可提现），无门槛、全品类、全平台可使用，可与任何优惠（例如东券、京券、 京豆等）叠加使用，同时红包自身也可以叠加使用。领取红包后可邀请好友参与“抢红包、集火力”活动，与好友共同瓜分千万红包，共分 2 个阶段，当火力值集满 50、100 点时可分别获得 2 个 11 元红包，共计 22 元。此外，其中 11 月 1 日、11 月 6 日、11 月 11 日三天红包奖池加码，抽中红包面额大幅提升、中奖概率增加。

图 20：京东红包每天可领 3 次，最高 1111 元



数据来源：京东 APP，东吴证券研究所

京东 2020 年推出由超级百亿补贴和超省百亿消费券组成的“双百亿计划”，打造新亮点。除了向用户提供商品补贴，京东 2020 年还将提供地方政府消费券和各类优惠券。

①超级百亿补贴涵盖家电、电脑数码、京东超市、生鲜、时尚居家、健康、生活服务等多个品类，并包括京东国际推出来自 100 多个国家和地区超过 50 万款进口好物。

②超省百亿消费券来源广、力度大、种类多，且有集卡片兑神券、1 元抢超值券包等多种新型玩法。包括京东补贴的爆品券、全品类满减券、5 折券等神券等，及与各地方政府合作推出的消费券,活动自 10 月 29 日至 11 月 11 日持续 14 天,每天 10 点开始。

图 21：京东超级百亿补贴提供数码、家电、居家等全品类爆品



数据来源：京东 APP，东吴证券研究所

图 22：京东超省百亿消费券提供地方政府消费券和各类优惠券



数据来源：京东 APP，东吴证券研究所

京东满减活动分两个档位，每满 300 减 40、每满 1000 减 60。11 月 1 日起至 11 日，京东每天发放 2 档“头号京贴”，覆盖平台全品类，可跨店铺使用。

图 23：京东满减活动分两个档位：每满 1000 减 60&每满 300 减 40



数据来源：京东官网，东吴证券研究所

京东大赢家游戏引流，对标天猫养猫。10 月 25 日-11 月 11 日，用户可登陆京东 APP 搜索“大赢家”进入游戏。京东的全民营业游戏也是有两种玩法，一是营业开店，通过卖货、做任务等获得金币，解锁不同的城市店铺，在开启第 10、18、26 个城市小店时可获得随机红包。二是组队加入商圈，获胜可获得红包，包括早 9 点开始的卖瓜大作战和晚 8 点开始的红包大作战两个阶段。

图 24：京东双 11 大赢家，全民分 10 亿



数据来源：京东 APP，东吴证券研究所

3.3. 拼多多：无套路，无定金，直接低价，补贴无上限

拼多多 2020 年延续“无套路”玩法，无红包、满减活动，直接低价，百亿补贴持续加码。相比天猫京东两个平台复杂的玩法，拼多多只在 APP 首页设置了一个双 11 大促专区，进入专区后可以看到用烫金字体突出显示的“无套路不怕比，无定金不用等”的双 11 主题。

“无套路不怕比”是指拼多多 2020 年双十一没有红包、满减之类的促销活动，消费者可以直接在商品页面看到最优价，同时多款爆品为全网最低价。“无定金不用等”则是指平台不做预售、不分排期，消费者随时都能以优惠价买到自己心仪的产品。

图 25：拼多多双 11 主题：无套路不怕比，无定金不用等



数据来源：拼多多 APP，东吴证券研究所

拼多多“百亿补贴“持续加码，在手机、家电、数码、美妆等领域加大补贴力度，为近 200 个品牌的 20000 余种产品提供无上限的消费补贴。在手机、家电、数码、美妆、母婴等领域，平台对部分产品的补贴力度将从销售价格的 10%-20%提升至 50%-60%。

“百亿补贴”商品覆盖全网各类目爆款，深入触达国内外知名品牌。2020 年双 11 拼多多继续携手一线大牌，为平台 4.83 亿消费者带来目前市场上最热门、需求度最高的产品，打造“必买清单”。平台补贴的大牌包括苹果、小米等数码品牌，欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻等美妆品牌，阿迪达斯、美的等运动及家电品牌，以及帮宝适、五粮液等等。

此外，拼多多联合中国人保财险（PICC）推出定制化的正品险，使消费者享受商家提供的正品和质量保障。如果消费者购买到假货，可主张“假一赔十”。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 26：拼多多百亿补贴持续加码，补贴力度持续加大



数据来源：拼多多 APP，东吴证券研究所

拼多多优惠券直接对应指定商品，主要分为两个档位：20 元券和 50 元券，两者均无门槛，多数商品使用折扣后仅需 1 元即可购买。根据拼多多 APP 显示，这两类优惠券均对应专属产品，领取优惠券后可以直接到对应商品页面购买。虽然不可用于其他商品，但优惠力度比较大，多数商品在使用优惠券后仅需 1 元即可购买。

图 27：拼多多优惠券分为两个档位：20 元券&50 元券



数据来源：拼多多 APP，东吴证券研究所

此外，拼多多还设置了限时秒杀、“万人团”等活动。“万人团”活动每天推出近 10 个精选产品，囊括苹果 iPhone 11、SK-II 神仙水、雅诗兰黛小棕瓶、飞利浦 HX9 系高端电动牙刷、任天堂新款 Switch 等当下爆款产品。

图 28：拼多多限时秒杀、万人团活动



数据来源：拼多多 APP，东吴证券研究所

4. 比价：略有实质优惠，但也存在缺货等现象

一般情况下，11.1 和 11.11 当日价格相近，两轮预售价格也几乎相同，但预售价比双十一当日现货直销价便宜 3%-10%左右。各大平台总体上均有实质让利，拼多多最便宜，京东（除 3C）比天猫稍贵。由于大促轮次变多，部分热销商品偶有缺货现象存在，但我们也注意到大促期间品牌商也多次为这类爆品进行补货，以保证供应。

不同品类、品牌会呈现不同的让利特性，如化妆品方面，国产品牌会通过各种方法避免直接比价，比如化妆品各平台推出不同的套装；而国外大牌促销方式比较直接，一般为直接降价或直接送小样等。

具体来看：

电子产品是补贴的重点，套路简单直接打折。以 Airpods2（有线充电盒版）为例：拼多多官方补贴后价格为 859 元；京东自营券后价为 899 元；苏宁易购官方补贴后 988 元；天猫超市价格为 1028 元。传统渠道批发价在 900 元左右（根据所在地区、时间会有所不同），苹果官方售价目前为 1246 元。苏宁、天猫的 618 价格卡位在批发价和官方售价之间，而拼多多、京东直接跌破批发价。因此，拼多多和京东有严格的算法防止零售商从平台进货“薅羊毛”，若发现客户有可疑行为，有可能会直接“砍单”。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 29：各大平台比价之 Airpods 2——均有实质优惠，拼多多、京东价格低于批发价

Airpods 2（有线充电盒版） 	**天猫超市** **1028 元**	实质优惠，**低于官方售价约 17%**
	苏宁自营 **988 元**	平台补贴，**低于官方售价约 21%**
	京东自营 **899 元**	实质优惠，**低于官方售价约 28%**
	拼多多 **859 元**	平台补贴，**低于官方售价约 31%，低于批发价约 5%**
注：Airpods2（有线充电盒版）目前传统经销渠道批发价约 **900**，官方售价为 **1246**		

数据来源：各平台 App，东吴证券研究所

国外大牌护肤品打折方式较为直接。以欧莱雅黑精华为例，同一规格产品（50ml）在天猫、京东、苏宁、拼多多平台赠品均为同款小样，且赠品数基本相同，易于比价。双十一价格在专柜价基础上给出了 7-8 折的折扣，拼多多最便宜，天猫、京东价格略高。与国产护肤品相比，国外大牌护肤品打折方式更为直接。

图 30：国外化妆品各大平台比价——国外大牌护肤品打折方式较为直接

欧莱雅黑精华 50ml 	**天猫旗舰店** **279 元/102.5ml**	赠品：同款黑精华 7.5ml 小样 7 支
	京东自营 **279 元/102.5ml**	赠品：同款黑精华 7.5ml 小样 7 支
	苏宁自营 **252 元/110ml**	赠品：同款黑精华 7.5ml 小样 8 支
	拼多多 **247 元/110ml**	赠品：同款黑精华 7.5ml 小样 8 支
注：专柜价为 **350 元/50ml，460 元/75ml**		

数据来源：各平台 App，东吴证券研究所

国货护肤品打折是复杂化的，通过在各平台主推不同的套装、组合避免直接比价，且部分商品仅在指定平台进行销售。以珀莱雅双抗小夜灯眼霜为例，珀莱雅天猫旗舰店赠送 20ml 同款眼霜小样及小海豚按摩仪，京东自营旗舰店赠送面膜、眼膜、和发带。这些赠品的价值甚至不低于本体，因此到手产品实质上是不同的“套装”。各平台通过赠送不同的赠品，打造不同的“套装”。这种模式让消费者无法找到锚定价格，从而避免直接的价格比拼。

图 31：国产化妆品各大平台比价——通过主推不同规格、组合避免直接对比

珀莱雅双抗小夜灯眼霜 20ml 	**天猫旗舰店** 239 元	赠品：小夜灯眼霜 4ml 小样 5 支+小海豚按摩仪
	京东自营 249 元	赠品：神经酰胺面膜 2 片+眼膜 6 片+发带
	苏宁自营 /	/
	拼多多 /	/
注：专柜价为 290 元/ 20ml		

数据来源：各平台 App，东吴证券研究所

表 4：国内化妆品品牌的打折模式更复杂

国内化妆品品牌打折模式	复杂化，在不同的平台，通过不同的“赠品”形成不同的套装，使消费者无法找到锚定价格
国外化妆品品牌打折模式	简单粗暴，或直接折价，或直接额外送同款小样，进行价格对比没有太大难度

数据来源：东吴证券研究所整理

预售价比双十一当日现货直销价更低。以全棉时代 L 码洗脸巾为例，第一波和第二波预售价均为 364 元/36 包，双十一当日现货售价为 375 元/36 包。其它产品也呈现类似特性，预售价比双十一当日现货直销价便宜 3%-10%左右。

图 32：预售价与双十一当日现货直销价比较——预售更便宜

全棉时代 L 码洗脸巾 	**预售价** 364 元/36 包	平台近半年最低价
	11.11 当日价 375 元/36 包	现货直销价比预售价高约 3%
注：线下门店零售价为 828 元/36 包		

数据来源：全棉时代天猫旗舰店，东吴证券研究所

5. 品牌方思路：对双十一的态度/策略，或许正在发生变化

规模是品牌最重要的指标之一，其代表着消费者的认可程度。2020 年天猫“双十一 10 亿俱乐部”成员达 13 个，包括苹果、华为、美的、海尔等。目前天猫仍未披露“双十一 10 亿俱乐部”的具体成员，而回顾 2019，仅有 7 个中国品牌进入“双十一 10 亿俱乐部”。它们是移动数码品牌小米、华为、荣耀；家电品牌海尔、美的、格力，及服装/日用品品牌南极人。由于头部品牌的阵营相对稳固，这些品牌今年也有望继续保持“双十一 10 亿俱乐部”身份。

表 5：2019 年天猫“双十亿 10 亿俱乐部”品牌中，仅有 7 个为中国品牌

手机等移动数码产品	小米	华为	荣耀
家电	海尔	美的	格力
服装及日用品	南极人		

数据来源：天猫，亿邦动力，东吴证券研究所整理

2020 双十一手机、珠宝、女装、大家电领域巨头地位稳固；食品 TOP5 排名变动较大。总体来看，各品类 TOP5 成员变化不大，而 TOP6-10 则出现不少新晋品牌。实力强劲、高价值的头部品牌基本维持往年双十一销售的领先水平，享有较大的市场份额。

据天下网商统计，美妆品类方面，雅诗兰黛和 Whoo 后活动力度大于往年，通过超值赠品小样、直播间专供优惠套装等实现超低折扣吸引消费流量，排名较大幅提升。服装方面，优衣库、波司登继续稳坐一、二名。食品方面蒙牛伊利挤进 TOP5，主要是由于促销力度较大。蒙牛凭借特仑苏破亿销量、每日鲜语 12 倍增长、真果粒千万销售额晋升食品榜单第三名。同时，据星图数据，双十一当日伊利依靠金典牛奶、安慕希 0 蔗糖新品、女士高铁高钙奶粉斩获线上乳品销售冠军，销量同比增长 100%。

图 33：2020 天猫 11.1-11.11 销售额排名及变动情况

排名	手机		珠宝饰品		美妆		食品		大家电		女装	
1	苹果	0	周大福	0	雅诗兰黛	↑ 2	茅台	↑ 1	海尔	↑ 1	优衣库	0
2	华为	0	周生生	0	欧莱雅	↓ 1	三只松鼠	↓ 1	美的	↓ 1	波司登	0
3	小米	↑ 1	周大生	0	兰蔻	↓ 1	蒙牛	↑ 4	格力	0	伊芙丽	↑ 1
4	荣耀	↓ 1	施华洛世奇	0	Whoo后	↑ 4	伊利	↑ 5	西门子	↑ 1	太平鸟	↑ 2
5	vivo	0	潮宏基	↑ 3	Olay	↓ 1	百草味	↓ 1	小米	↓ 1	Vero Moda	↓ 2
6	OPPO	0	菜百	0	SK-II	↓ 1	五粮液	↓ 3	海信	↑ 1	ONLY	↓ 1
7	一加	↑ 3	卡地亚	新晋	雪花秀	新晋	星巴克	新晋	小天鹅	↓ 1	Mo & Co	↑ 3
8	三星	↓ 1	潘多拉	↓ 3	资生堂	新晋	肯德基	新晋	TCL	↑ 2	乐町	↓ 1
9	realme	↓ 1	六福珠宝	↓ 2	薇诺娜	↑ 1	大益	↓ 3	创维	0	Zara	0
10	iQOO	新晋	老庙	新晋	海蓝之谜	新晋	良品铺子	↓ 5	容声	新晋	Teenie Weenie	新晋

数据来源：天下网商，同花顺财经，东吴证券研究所整理绘制

国产美妆更注重营销效率，重心转向平销，双十一排名略有下滑。据解数咨询统计，2020 双十一共有六个国货品牌入围天猫双十一美妆类目销售额 TOP30 榜单。薇诺娜在天猫双十一期间销售额累计超 7 亿元，位列美妆品牌第九位，成为 TOP10 中唯一的国货品牌。完美日记以不超过百元的客单价拿到 6.02 亿元 GMV，位列美妆品牌第十三位。花西子、自然堂、珀莱雅、HomeFacialPro 分别以 5.19 亿元/3.71 亿元/2.95 亿元/2.64 亿元位列第 15/20/26/30 位。与 2019 年由生意咨询统计的双十一美妆排名相比，2020 年的国产美妆品牌排位更低。不考虑统计方法和口径上的差异，我们认为这个数据体现了国货美妆愈发注重营销的效率和 ROI，并逐渐将重心转移至平销的大趋势。

表 6：2019&2020 双十一国货美妆 Top6 及其在美妆全榜单的排名

双十一国货美妆 Top6（美妆全榜单排名）		
	2020	**2019**
1	薇诺娜（9）	百雀羚（6）
2	完美日记（13）	自然堂（7）
3	花西子（15）	薇诺娜（9）
4	自然堂（20）	HomeFacialPro（13）
5	珀莱雅（26）	珀莱雅（22）
6	HomeFacialPro（30）	阿芙（23）

数据来源：生意参谋，解数咨询，东吴证券研究所

双十一排名一定程度上代表品牌形象，但品牌对双十一未来的态度/策略，可能会持续反馈和调整。品牌在双十一的活动中，可能会陷入“赚名不赚利”的情况。双十一的排名诚然一定程度上代表着品牌的“形象”，但以何种方式冲上排名，以及是否能得到相应的利益，值得持续考虑。未来，品牌需要持续平衡双十一这类大促中“销售商品”和“营销品牌”这两件事。而对于双十一的态度和策略，未来可能会出现持续的反馈及调整。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

6. 投资建议

2020 年双十一在天猫平台规则、数据口径的大幅变动下，现有公开数据在经营层面上的可比性不强。对于商家而言，双 11 销量一直带来较大的压力。鉴于近年双十一的实质形态逐渐从“拉动增长”变成“聚集销售”，未来我们不应过度关注品牌在双十一这类“集中营销”的峰值数据，而更应关注平销的能力。考虑到各大品类“头部俱乐部”的成员较为稳定，且均具有突出的品牌认知，双十一规模足够大的品牌仍有一定的参考意义。

表 7：相关公司估值表

代码	简称	总市值[2]（亿元）	收盘价[2]（元）	EPS			PE			投资评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
9988.HK	阿里巴巴-SW	55156	253.00	7.10	7.00	8.50	30	31	25	买入
3998.HK	波司登	330.62	3.13	0.11	0.13	0.18	24	20	15	买入
002127.SZ	南极电商	432.55	17.62	0.49	0.63	0.78	36	28	23	买入
603605.SH	珀莱雅	359.76	178.88	1.96	2.32	3.00	91	77	60	增持
688363.SH	华熙生物	776.16	161.70	1.34	1.41	1.91	121	115	85	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

注 1：表中 EPS 预测均来自东吴证券研究所预测，市值、收盘价取自 2020-11-13。

注 2：阿里巴巴、波司登的总市值、收盘价单位为港元，其余货币单位均为人民币。PE 通过人民币：港币=1:1.17 汇率计算。

建议关注：电商平台阿里巴巴，电商品牌公司南极电商；头部服装品牌波司登；国货美妆领先品牌珀莱雅、华熙生物等。

7. 风险提示

行业竞争加剧：电商是热点赛道，面临日新月异的变化和众多竞争对手，而新进入者的巨额补贴有可能进一步加剧行业竞争的激烈程度。

品牌线上拓展不及预期：大多数国产美妆品牌及通过电商渠道崛起的品牌公司目前仍以线上为主要的销售渠道，若这些品牌在线上的扩张受阻，将可能造成业绩低于市场预期。

疫情复发：电商依靠快递物流体系来履约，若疫情复发物流终止，则电商平台正常运营可能受阻。

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

