

中信证券研究部



**徐晓芳**  
首席商业零售  
分析师  
S1010515010003



**林伟强**  
商业零售分析师  
S1010519100002

### 核心观点

**Q3 快递数据反映整体电商需求依然旺盛，弱品牌/低价消费填充品牌电商的季节性波动，预计 Q4 电商旺季环比增速将明显提升。双预售启动、直播受追捧、抖快新玩家入局，双十一周期销售数据值得期待。电商水大鱼大，旺季建议继续超配龙头电商平台及服务商公司。**

■ **淡季蓄力，成长分化。**实物电商增速经历 618 冲高后回落，并与快递业务量增速有所背离：测算 9 月单月实物电商增速 11.3%，大幅低于快递量 44.6% 的增速。主要由于：1) 品牌电商季节性强化，弱品牌/低价消费填充淡季；2) 新消费平台崛起，加大统计难度，带来潜在统计偏差可能。判断实际电商行业景气度仍高，Q4 旺季将迎来增速回升，服饰为代表的可选消费品类有望进一步提速。

■ **预售追踪：美妆一马当先，预计双十一增长提速。**10 月 21 日当天，美容护理/食品保健/服饰鞋包预售预计转化销售额分别同比增长 107.1%/71.1%/91.3%，位列增速前三。美容护肤等前三天预售超去年整个预售期（主要行业超 40%）。预计 2020 年双十一整个周期销售增长良好，环比 Q3 整体将明显提升。

■ **活动总览：双预售启动、直播受追捧、新玩家入局。**1) 天猫、苏宁易购均首次启动双预售模式，将往年的 11.11 单日集中爆发改为两波预售、两次尾款，重视大促全程的热度延续，提升整个大促期间的销售增速；2) 直播电商进入爆发期，天猫预售首日，李佳琦/薇娅带动预售转化额约 39.1/38.7 亿元，预计直播将成为今年双十一各平台最大的销售增长点；3) C2M、白牌产品优先级提升，淘宝启动“1 元更香节”，淘宝特价版将联合产业带推出超 1 亿件 1 元包邮商品；京东目标售出 1 亿件 C2M 商品；4) 抖音、快手首次以主要参与者的身份入局，倾注了站外广告投放（快手之夜晚会）、站内流量倾斜、现金补贴等多重资源，销售数据值得关注。

■ **风险因素：**消费整体需求疲软；双十一实际销售不达预期；促销影响利润端表现。

■ **投资策略：旺季增长提速，建议加配龙头。**我们认为中国电商兼具效率和规模优势，对中国电商长期成长性和渗透率提升、龙头公司利润率爬坡具有充分信心。且有限分散的格局下，用户红利外溢将推动具备品类杀手特质的垂直赛道仍有成长机会。Q4 电商旺季到来，行业整体环比增速有望明显提升。维持前期观点，建议超配阿里巴巴（BABA.N/09988.HK）、京东集团（JD.O/09618.HK）和拼多多（PDD.O）三大龙头。考虑业绩逐季改善趋势和估值匹配度，重点关注宝尊电商（BZUN.O）和唯品会（VIPS.N）。

### 商业零售行业

评级 **强于大市（维持）**  
景气趋势 电商 ↑

### 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	
阿里巴巴	309.92	59.97	74.87	91.59	44	36	29	买入
阿里巴巴-SW	298.00	59.97	74.87	91.59	43	36	29	买入
京东	81.34	7.36	10.89	16.71	83	56	37	买入
京东集团-SW	316.00	7.36	10.89	16.71	83	56	36	买入
拼多多	86.91	-3.69	-4.13	1.57	-	-	401	增持
宝尊电商	38.23	5.99	9.49	14.45	60	38	25	买入
唯品会	18.97	8.04	9.14	9.99	18	16	14	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 10 月 26 日收盘价，阿里巴巴-SW、京东集团-SW 股价单位为港元，其他为美元；EPS 均为 Non-GAAP 下摊薄的 EPADS，单位元/ADS；1USD=7RMB

## 目录

Q3 电商行业回顾：淡季蓄力，成长分化 .....	1
预售追踪：美妆一马当先，预计双十一增长提速 .....	3
活动总览：双预售启动、直播受追捧、新玩家入局 .....	6
风险因素 .....	12
投资建议：水大鱼大，旺季加配龙头 .....	13

## 插图目录

图 1: 2020Q3 实物电商增速与快递增速有所分化 (单月值)	1
图 2: 2020Q2 以来实物电商订单均价快速下降 (单月值)	2
图 3: 2020M9, Top3 电商去重后 app 月活 10.6 亿, yoy+18.5%	2
图 4: 以淘宝特价版和京喜为代表, 主打低线/低价的新平台崛起 (万)	2
图 5: 微信小程序电商/直播电商 2020 年规模将过万亿	3
图 6: 以淘宝特价版和京喜为代表, 主打低线/低价的新平台崛起 (万)	3
图 7: 分品类消费增长情况	3
图 8: 天猫双十一预售首日, 各品类预计转化销售额同比增速	4
图 9: 天猫双十一预售首日, 美容护理类预计转化销售额占比过半	4
图 10: 天猫双十一预售前三天 (10.21-10.23), 各品类预售额占 2019 年双十一总体预售额比	4
图 11: 历年天猫双十一销售规模及增速	5
图 12: 历年京东 618、双十一销售规模及增速	5
图 13: 主要美妆品牌天猫旗舰店 20 年双十一预售总额 (10.21~10.23 17:00) VS 19 年双十一当天销售额 (含 10.21~11.10 预售) (万元)	6
图 14: 天猫双十一活动日历	7
图 15: 双十一期间淘宝直播四大直播特色面孔	7
图 16: 10.21 预售首日, 李佳琦/薇娅预售额达 39.1/38.7 亿元	8
图 17: 双十一预热开始后淘宝直播场次、观看人次显著提升	8
图 18: 2020 年以来淘宝特价版 MAU 快速提升 (万人)	8
图 19: 淘宝特价版推出“1 元更香节”	8
图 20: 京东邀请李诞等脱口秀演员及 CEO 徐雷等员工代表于 10.19 举办《京东脱口秀大会》, 预热双 11	9
图 21: 苏宁易购双 11 期间活动日历	10
图 22: 苏宁易购将联合浙江卫视于 10.31 晚举办 11.11 超级秀	11
图 23: 抖音双 11 活动玩法/节奏	11
图 24: 快手双 11 活动玩法/节奏	12
图 25: 快手联合江苏卫视于 10.30 晚举办“快手一千零一夜”晚会	12

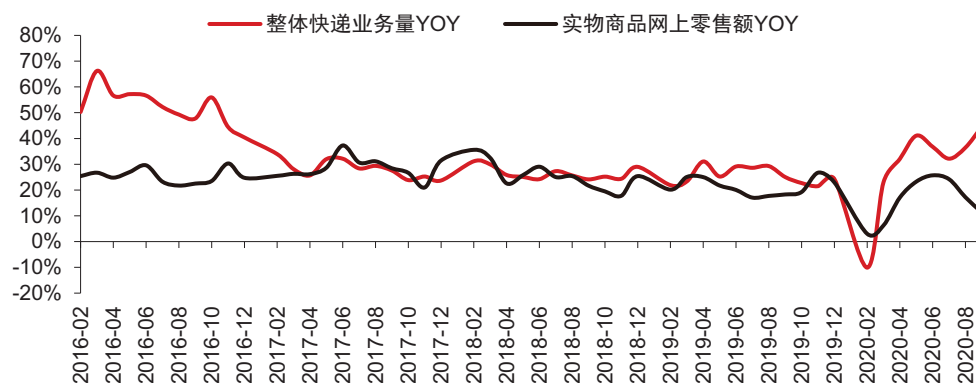
## 表格目录

表 1: 统计局电商规模调查方法: 普查++抽样+大数据挖掘	2
表 2: 2019 年/2020 年京东双十一活动玩法对比	9
表 3: 部分电商公司 2020 年季度营业收入情况 (百万元)	13
表 4: 部分电商公司 2020 年季度 non-gaap 净利润情况 (百万元)	13

## ■ Q3 电商行业回顾：淡季蓄力，成长分化

**Q3 实物网购增速与快递增速背离。**疫情造就的消费线上化提速，带动上半年实物电商和快递增速同步快速回暖，并因“618”造就 6 月为增速高点，测算 6 月实物电商 yoy+25.7%；快递增速则部分因今年 618 促销活动前移至 5 月下旬开始，5/6 月 yoy+41.1%/36.8%。但 Q3 两者增速出现背离，且增速月环比趋势出现分化：7/8/9 三月，测算实物电商 yoy+24.2%/17.2%/11.3%，快递 yoy+32.2%/36.5%/44.6%。我们认为上述背离主要由于两方面因素。

图 1：2020Q3 实物电商增速与快递增速有所分化（单月值）

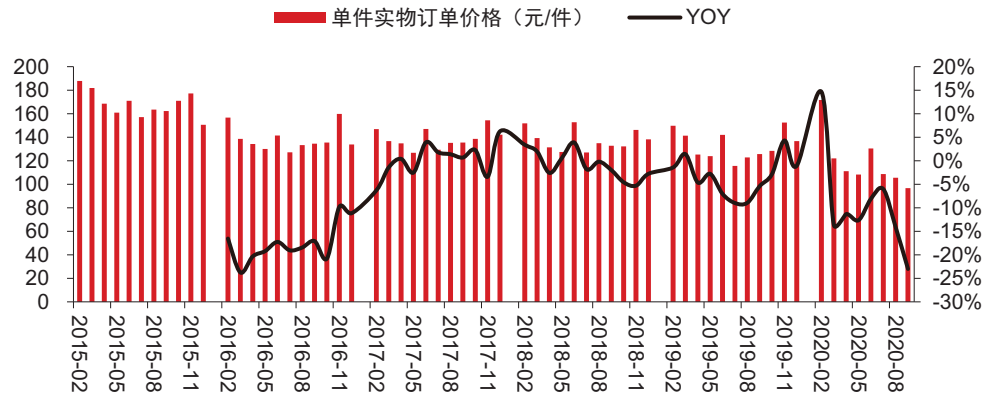


资料来源：国家统计局，国家邮政局，中信证券研究部测算

**1) 品牌电商季节性强化，弱品牌/低价消费填充淡季。**疫情造就品牌商普遍加速线上化转型，但整体消费需求弱势背景下（1-9 月累计社会零售总额同比下滑 7.2%），品牌商普遍更加重视尾货处理以回笼现金，减少或延后新品发布，更加依赖促销，使得品牌电商销售的“季节性”更加明显。以龙头代运营公司宝尊电商为例，2020Q2 单季 GMV/收入增速已反弹至 31.2%/26.2%，但指引 Q3 单季 GMV/收入增速仅为 15%+/16%-20%。

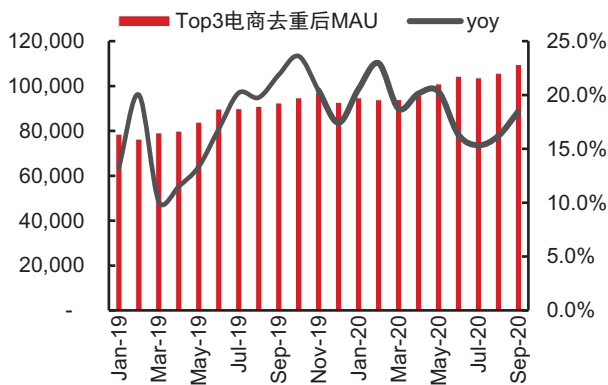
另一方面，疫情造就的线上消费并未快速消退，在复工复产后消费习惯得以保留。尤其低线市场电商消费向纵深发展，用户红利外溢。除 Top3 电商用户持续增长之外，主打低线/性价比消费的平台亦实现爆发式增长：依据 Questmobile 数据，2020 年 9 月，淘宝/京东/拼多多三大平台去重后 MAU 达到 10.6 亿人，同比增长 18.5%；淘宝特价版年初改版后快速增长，至 9 月 MAU 已达 5967 万人。

图 2：2020Q2 以来实物电商订单均价快速下降（单月值）



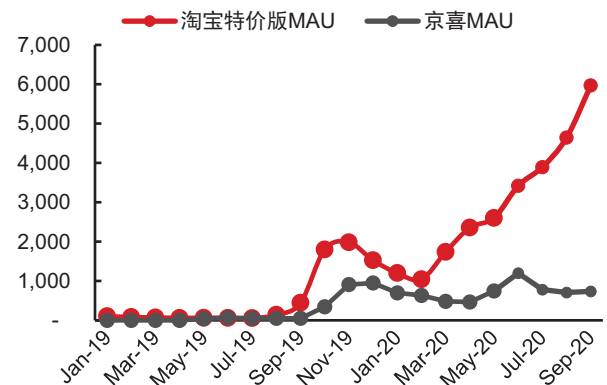
资料来源：国家邮政局，国家统计局，中信证券研究部测算（订单均价=实物电商消费额/规模以上快递单量。因实际快递包含非电商件，仅供参考）

图 3：2020M9,Top3 电商去重后 app 月活 10.6 亿，yoy+18.5%



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

图 4：以淘宝特价版和京喜为代表，主打低价/低价的新平台崛起（万）



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

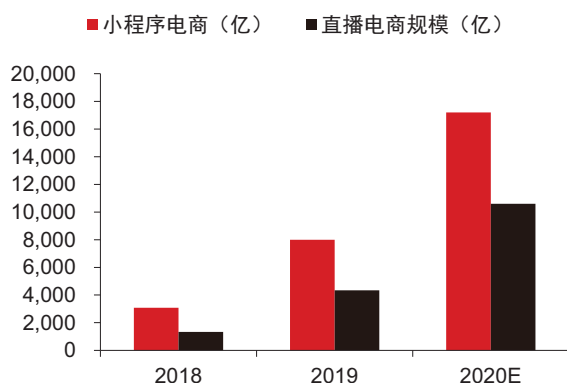
**2) 新消费平台崛起，加大统计难度，带来潜在统计偏差可能。**依据统计局官网披露，实物电商消费通过划分卖方类型，以“全数调查+抽样调查+大数据挖掘”相结合的方式进行调查。以直播电商、微信小程序等新兴电商渠道崛起，为小微企业提供了新兴销售渠道，客观上加大了抽样调查难度，加大统计偏差可能。依据阿里研究院数据，2019 年直播电商行业规模约 4338 亿元，预计 2020 年将达到 1.06 万亿，在电商渗透率达到 8.6%；依据微信官方数据，2019 年微信小程序电商规模已达 8000 亿，2020 年 1-8 月累计依然保持了 115% 的高速增长。

表 1：统计局电商规模调查方法：普查+抽样+大数据挖掘

企业类型	调查方法
规模较大的限额企业以上单位和个人经营户	全数调查
规模较小，但有营业执照的限额以下企业单位和个体经营户	抽样调查（以经济普查资料为抽样框开展）
无营业执照，无法包含在统计营业簿中的企业	大数据挖掘，与电商平台（已跟包括阿里巴巴、京东商城在内的数据运营商签订了战略合作协议）合作收集数据

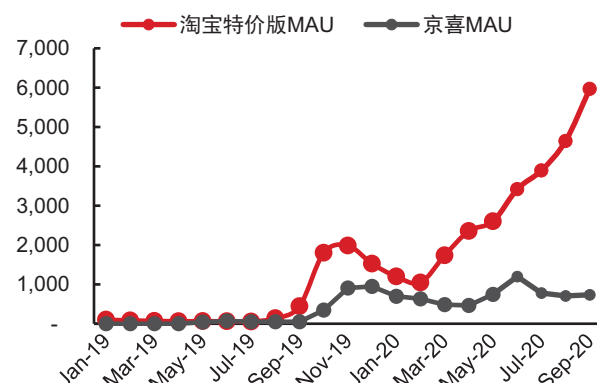
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 5：微信小程序电商/直播电商 2020 年规模将过万亿



资料来源：阿里研究院、腾讯全球数字生态大会等（含预测），中信证券研究部

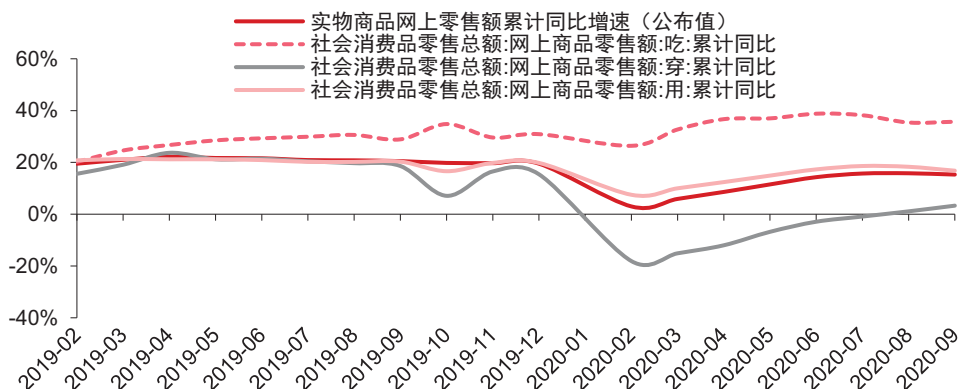
图 6：以淘宝特价版和京喜为代表，主打低价/低价的新平台崛起（万）



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

**品类增长分化：“吃”类持续高增长，“穿”类转正，“用”类回落。**以统计局披露口径，2020 年 1-9 月，“吃”类同比增长 35.7%，维持高增长；“穿”类同比增长 3.3%，环比 8 月提速 2.2pcts，9 月单月已恢复双位数增长。考虑冷冬预期，预计 Q4 “穿”类将持续复苏；“用”类同比增长 16.8%，环比 8 月回落 1.5pcts，判断主要由于手机数码新机发布推迟，预计 Q4 主要品牌新机陆续发布，提速可期。

图 7：分品类消费增长情况



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

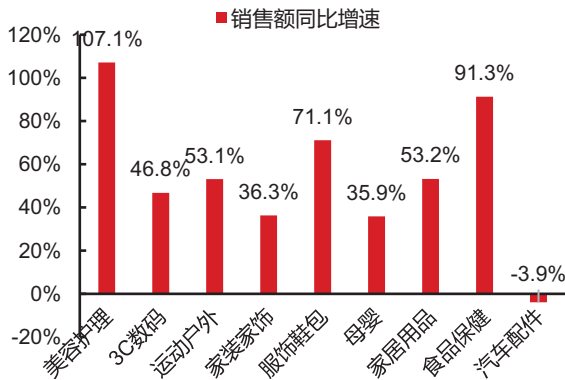
## ■ 预售追踪：美妆一马当先，预计双十一增长提速

**天猫双十一首日预售火爆，美容护理类转化额占比过半。**天猫今年采用“双预售”模式，首场预售于 10 月 21 日开启。据数据威，10 月 21 日当天，美容护理/食品保健/服饰鞋包预售预计转化销售额分别同比增长 107.1%/71.1%/91.3%，位列增速前三，3C 数码（yoy+46.8%）、运动户外（yoy+53.1%）和家居用品（yoy+53.2%）同样增速亮眼，整体预售情况火爆。品类结构上，美容护理一枝独秀，预计转化销售额占比 55.5%，TOP5 品类还包括 3C 数码（11.9%）、运动户外（7.7%）、家装家饰（5.8%）和服饰鞋包（3.4%）。



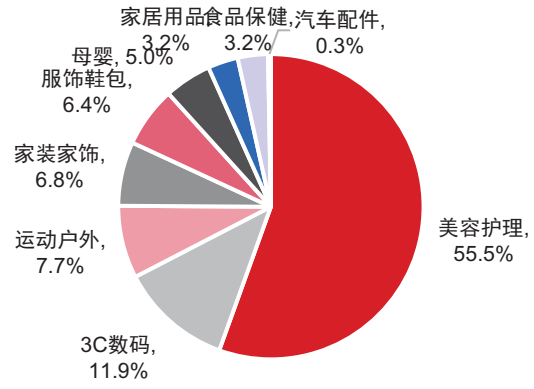
另据魔镜数据统计，2020 年天猫双十一预售前三天（10.21-10.23），“美容仪器”（122%）、“美容护肤”（105%）、“彩妆香水”（85%）累计预售已经接近或超过去年整个双十一预售规模；主要行业三天预售规模达到去年整个预售周期的 40% 以上。预计 2020 年双十一整个周期销售增长良好，环比 Q3 整体将明显提升。

图 8：天猫双十一预售首日，各品类预计转化销售额同比增速



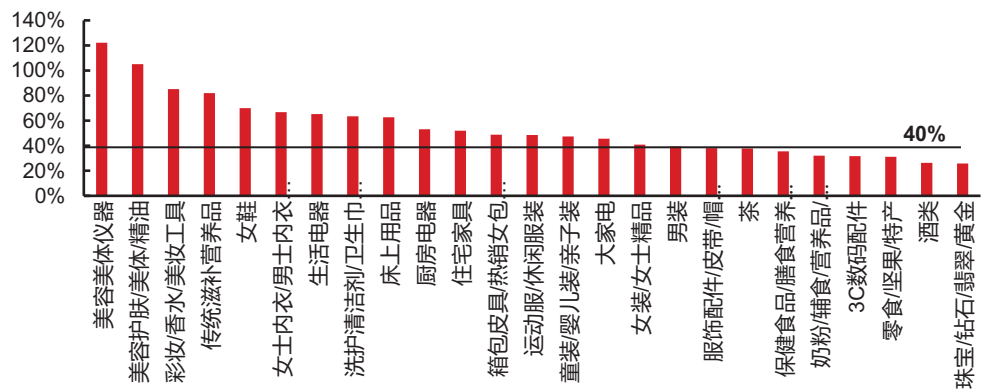
资料来源：数据威，中信证券研究部；注：统计时间为 2020.10.21 对比 2019.10.21

图 9：天猫双十一预售首日，美容护理类预计转化销售额占比过半



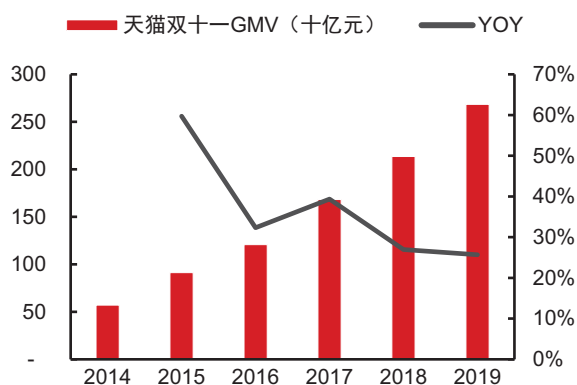
资料来源：数据威，中信证券研究部；注：统计时间为 2020.10.21

图 10：天猫双十一预售前三天（10.21-10.23），各品类预售额占 2019 年双十一总体预售额比



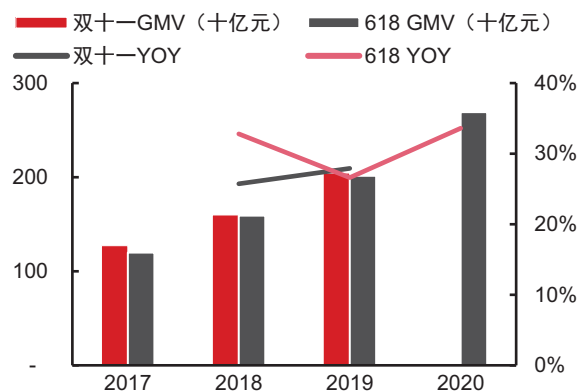
资料来源：魔镜市场情报，中信证券研究部

图 11：历年天猫双十一销售规模及增速



资料来源：天猫官方，中信证券研究部；注：统计时间为 11.11 当天

图 12：历年京东 618、双十一销售规模及增速



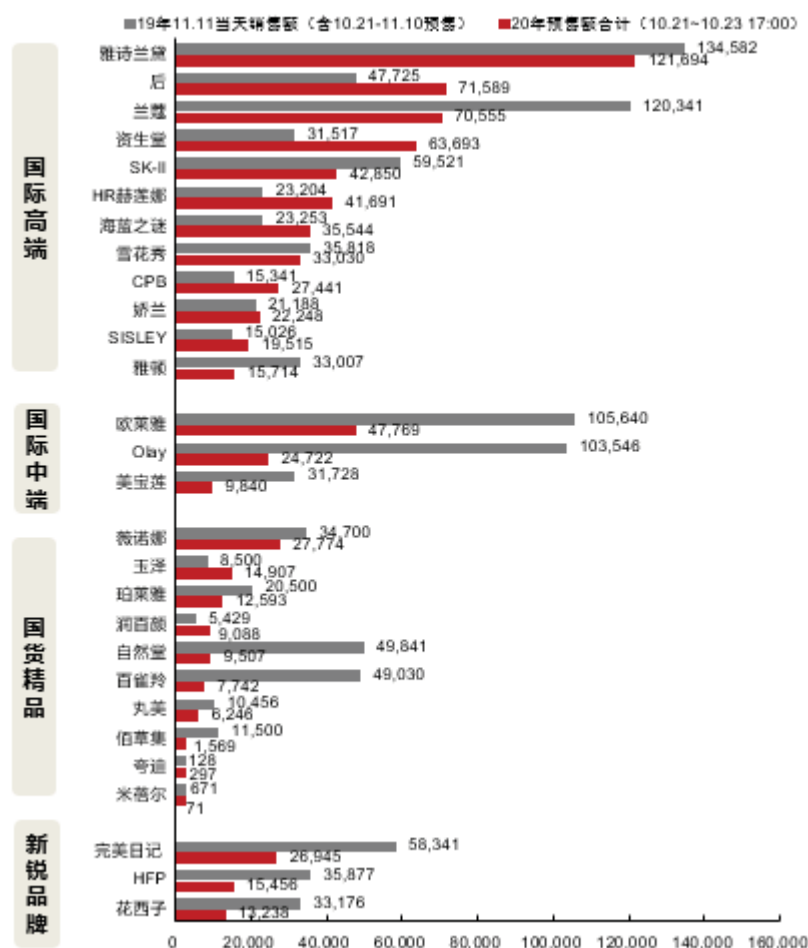
资料来源：京东官方，中信证券研究部；注：618 的 GMV 统计口径为 6.1-6.18，双十一的为 11.1-11.11

结合中信证券研究部数据科技组数据测算，总结 2020 年美妆双十一预售特点：

- 1) 国际大牌延续高促销力度：**雅诗兰黛小棕瓶眼霜、兰蔻小黑瓶精华、雅顿金胶、修丽可发光瓶、后天气丹、资生堂红腰子等明星单品预售时多为买正品，送等量小样，部分还会加送其他赠品。考虑小样及赠品后，最终到手约 5 折。
- 2) 雅诗兰黛预售额列 NO.1：**截至 10.23 日 17:00，预售 TOP5 为：雅诗兰黛（12.2 亿元）、后（7.2 亿元）、兰蔻（7.1 亿元）、资生堂（6.4 亿元）、SK-II（4.3 亿元）。
- 3) 预售改为两波，尾款支付从 1 天增加到 4 天：**今年双十一第一波预售 10.21~10.31，尾款支付 11.1~11.3，第二波预售 11.4~11.10，尾款支付 11.11（去年预售 10.21~11.10，尾款支付 11.11）。
- 4) 直播带货持续火热：**据知瓜数据，双十一首场预售，李佳琦 GMV 达 39.1 亿元+，销量达 1000 万件+；薇娅 GMV 达 38.7 亿元+，销量达 721 万件+。
- 5) 双十一预售非国货主战场：**如珀莱雅、丸美、HFP、完美日记天猫旗舰店销量 TOP 10 商品仅有 2~4 款参与双十一预售。



图 13：主要美妆品牌天猫旗舰店 20 年双十一预售总额（10.21~10.23 17:00）VS 19 年双十一当天销售额（含 10.21~11.10 预售）（万元）



资料来源：天猫，中信证券研究部数据科技组，中信证券研究部测算 注：预售额=预售数量\*预售单价（包含定金和尾款）

## 活动总览：双预售启动、直播受追捧、新玩家入局

纵览今年双十一各平台玩法，几大特点值得关注：

- **双预售时代开启，双十一全程保持高热度。**天猫、苏宁易购均首次启动双预售模式，将往年的 11.11 单日集中爆发改为两波预售、两次尾款。相较于单日的销售井喷，平台更重视大促全程的热度延续，通过丰富的内容、多样的玩法拉长用户时间触点，增加品牌均匀曝光的机会，从而抬升整个大促期间的销售额增速。
- **内容化趋势显著，直播成为战略重心。**2020 年，直播电商进入爆发期，成为红利期的销售渠道和品牌品宣阵地的新兴力量。今年双十一，天猫、京东、苏宁易购和新入局的抖音、快手均重点布局直播，联合公司总裁、红人、明星、产业带工厂等打造直播矩阵。天猫预售首日，李佳琦/薇娅带动预售转化额约 39.1/38.7 亿元，预计直播将成为今年双十一各平台最大的销售增长点。

- **C2M、白牌产品优先级提升。**2020 年以来，疫情下产业带工厂外贸转内销的需要、及电商平台借性价比白牌商品下沉的需求，共同推动 C2M、白牌商品的重要性提升。据 Questmobile，2020 年 9 月，淘宝特价版/京喜的 MAU 分别达 5,967/736 万人。今年双十一，淘宝启动“1 元更香节”，淘宝特价版将联合产业带推出超 1 亿件 1 元包邮商品；京东目标售出 1 亿件 C2M 商品；苏宁易购将推出近 1000 场“产地直供”直播。
- **抖音、快手首次入局，爆发力值得关注。**2019 年以来，短视频平台抖音、快手积极探索电商变现路径，大力建设电商生态，直播带货推动平台交易规模快速提升。今年双十一是抖音、快手首次以主要参与者的身份入局，倾注了站外广告投放（快手之夜晚会）、站内流量倾斜、现金补贴等多重资源，销售数据值得关注。

**阿里：创新双预售模式，直播、下沉仍是战略重心。**区别于往年一波预热、11.11 当天集中爆发，今年天猫双十一启动双预售模式：第一波预售 10.21 开启、11.1-11.3 支付尾款，将重点扶持新品牌、产业带商品和全球货品；第二波预售 11.3 开始、11.11 支付尾款，玩法与内容较往年更加丰富。双预售模式具备双重推动作用：1) 品牌错峰投放，推动平台全程保持高热度，提升用户使用时长及购买次数，预计今年双十一期间（非 11.11 单日）的天猫销售额增速将创新高；2) 结合菜鸟的“预售极速达”服务，将第一批预售商品提前发至前置仓，缩短用户收货时间、提升服务体验。

具体玩法上，在红包、抽奖、秒杀、优惠券、满减之外，今年天猫双十一有两大亮点值得关注：

- 直播当道，内容、玩法多样，预售表现亮眼。天猫推出总裁、明星、主播、买手四大直播特色面孔，以及“淘宝直播 X 大赏”“超级直播日”“直播新 LIVE”等品牌核心内容营销场景，同时将联动本地商圈推进跨店满减、品牌同城拼购等活动，实现线上、线下融合。作为天猫最重要的内容抓手，电商直播有望成为今年双十一最大的销售增长点。据淘榜单，10.21 预售开启后 10 分钟，淘宝直播销售额超过去年全天，同比+300%；据知瓜数据，李佳琦、薇娅 10.21 当天带动预售转化额约 39.1/38.7 亿元。

图 14: 天猫双十一活动日历



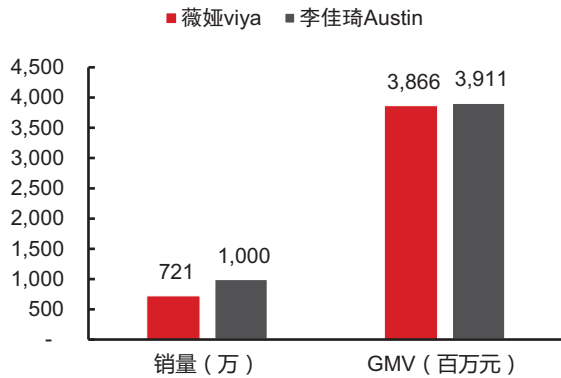
资料来源：天猫，什么值得买

图 15: 双十一期间淘宝直播四大直播特色面孔



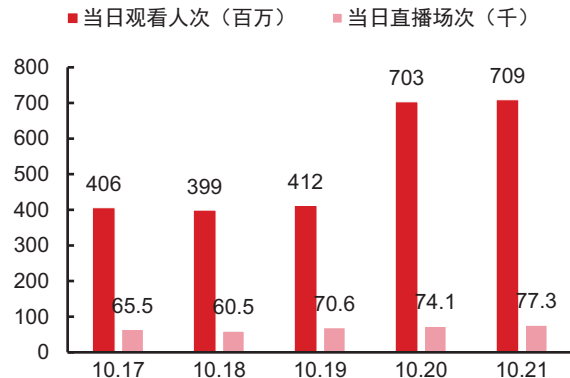
资料来源：淘宝直播，中信证券研究部

图 16: 10.21 预售首日, 李佳琦/薇娅预售额达 39.1/38.7 亿元



资料来源: 知瓜数据, 什么值得买

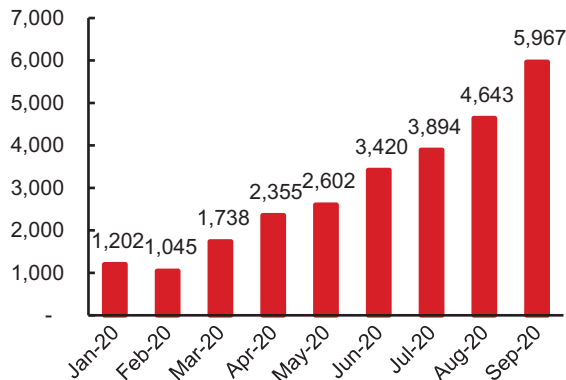
图 17: 双十一预热开始后淘宝直播场次、观看人次显著提升



资料来源: 知瓜数据, 中信证券研究部

- **淘宝特价版为先锋, 联合产业带冲击下沉市场。**自 2020 年 3 月上线以来, 淘宝特价版 APP 发展迅猛, 据 Questmobile, 2020 年 9 月 MAU 达 5.967 万人。双 11 期间, 淘宝特价版联合 145 个产业带、120 万产业带商家、50 万工厂启动“1 元更香节”, 10.10-11.11, 淘宝特价版将推出超 1 亿件 1 元包邮商品。以极致的低价好物为基础, 借力工厂直播、生产线带货等方式, 在下沉市场实现快速引流。

图 18: 2020 年以来淘宝特价版 MAU 快速提升 (万人)



资料来源: Questmobile, 中信证券研究部

图 19: 淘宝特价版推出“1 元更香节”



资料来源: 淘宝特价版, App Store, 中信证券研究部

- 京东: 加大 3P 商家扶持力度, 内容、服务齐升级。**今年双十一, 京东提出助力平台第三方商家销售增速翻倍的目标, 加大力度支持 3P 品牌商家: 1) 商家在快手、B 站、微博等平台进行 CPS 投放, 或在京东直播带货, 佣金扣点降至 1%; 2) 首次支持预售商品与现货商品凑单, 参与满减促销和优惠券使用; 3) 图片、视频设计、京东智辅购物小程序等 10 项工具免费开放。同时, 京东将加强对品牌商的数据赋能, 加码 C2M 模式, 今年双十一目标核心服务 1,000 个品牌, 售出 1 亿件 C2M 商品 (vs2019 年 1,200 万件)。

- 此外, 京东升级内容营销、物流服务, 持续提升用户体验。1) **直播带货:** 将延续 618 期间与草莓音乐节、前浪音乐会结合的泛娱乐化模式, 推出超 300 位明星、500 多位总裁的直播阵容, 同时举行超级直播排位赛; 2) **营销:** 10.19, 京东 CEO 徐雷联合李诞、李



雪琴等脱口秀演员举办《京东脱口秀大会》，以综艺形式启动双十一；3）物流：推出“预售商品前置”和“在途可售”功能，为消费者提供更快速的物流履约服务。

表 2：2019 年/2020 年京东双十一活动玩法对比

	2020	2019
活动玩法	<p><b>补贴：</b>推出超级百亿补贴和超省百亿消费券组成的“双百亿计划”，前者带来全品类爆品，后者集合地方政府消费券及各类优惠券。首次实现预售及现货商品凑单，参与满减促销和优惠券使用。</p> <p><b>直播：</b>将延续 618 期间与草莓音乐节、前浪音乐会结合的泛娱乐化模式，推出超 300 位明星、500 多位总裁的直播阵容，以及超级直播排位赛。</p> <p><b>物流：</b>推出“预售商品前置”和“在途可售”功能，在预售的同时将商品部署到配送站点，为消费者提供更快速的物流履约服务。</p> <p><b>下沉市场：</b>京东主站协同京喜，通过“一日一省一带”形式推出“买光超级省”计划，覆盖 9.9 元包邮、1 元包邮等低价促销活动。</p> <p><b>全渠道战略：</b>推出“全渠道万店嘉年华”活动，京东全渠道生态系统覆盖的近 100 万家门店参与其中，同款同价、联动发券。</p> <p><b>创新营销：</b>京东邀请李诞、李雪琴等脱口秀演员及京东 CEO 徐雷等京东员工代表，在 10.19 举办《京东脱口秀大会》，以脱口秀的创意形式启动 11.11 京东全球热爱季。</p> <p><b>商家扶持：</b>商家在快手、B 站、微博等平台进行 CPS 投放，或在京东直播带货，扣点降至 1%。</p> <p><b>目标：</b>1) 为广大品牌商家提供支持，助力平台第三方商家销售增速翻倍；2) 深度服务超过 1,000 个核心品牌，帮助品牌售出 1 亿件 C2M 商品，为消费者带来新品爆款盛宴；3) 同时发售超 3 亿件新品，提供大力度的资源倾斜。</p>	<p><b>补贴：</b>推出“超级百亿补贴”、“千亿优惠”。</p> <p><b>C2M：</b>生产 1200 万件 C2M “京品家电”。</p> <p><b>下沉：</b>微信一级购物入口切换成“京喜”，主打拼团和 9.9 包邮。</p> <p><b>推广：</b>推出社群电商项目“芬香”，采用 B2K2C 模式，其中 K 为推手，与 C 端用户直接接触。</p> <p><b>目标：</b>1) 售出 12 亿件低价好物、2 亿件 C2M 产品，并触达超 5 亿下沉新兴市场用户；2) 预计为 PLUS 会员节省至少 90 亿元。</p>

资料来源：京东规则平台等，中信证券研究部

图 20： 京东邀请李诞等脱口秀演员及 CEO 徐雷等员工代表于 10.19 举办《京东脱口秀大会》，预热双 11



资料来源：京东直播

**拼多多：大促提前、首启预售，补贴力度依旧。**拼多多的自身定位是“每天都是双十一”，过去并未有特别的玩法给到大促。今年双十一 10.20 开启，较去年提前十天，并首次启动了预售模式，重视程度显著提升。玩法上，拼多多延续百亿补贴，并推出多多精灵、秒杀优惠券（20 元无门槛券）、跨店拼单返现（满 80 元返 15 元现金券）、超值大牌等玩

法，相对其他平台更加简单直接。同时，拼多多还将在 10 月 31 日与湖南卫视合作举办双十一晚会，进一步拉新获客。

**苏宁易购：低价策略延续，发力直播构建全链路流量矩阵。**苏宁易购国庆期间（9.28-10.8）率先开启双十一大促，延续“618”期间的低价策略，持续推进“J-10%计划”，联合品牌商在原有优惠力度上再加码 50 亿补贴，补贴覆盖家电、3C、黄金、白酒、服饰等全品类商品。双十一正式爆发期间（10.22-11.11）期间，苏宁易购将有百亿补贴、以旧换新、直播带货、套购优惠、天天低价、分期免息等 6 大玩法；其中，苏宁重点发力直播打造全链路流量矩阵：

- **推出两场超级秀晚会直播：**集明星、福利、黑科技于一身，打造边看边玩边买的消费场景。首场超级秀将于 10.31 晚在浙江卫视、苏宁直播、抖音等六大平台同时播出，主打“一元购华为”“抢爆款”“抽免单”等互动玩法；
- **与明星&头部 KOL 合作，打造“超级买手直播间”：**10.31-11.11，明星做客苏宁直播间，与观众分享、推荐好货；罗永浩定档 11.1 和 11.7 两场苏宁易购专场，在抖音直播销售苏宁商品；
- **近 1000 场“产地直供”直播：**联合苏宁拼购 35 大产业带、8 个城市、近 500 家农户开展“村播”+“厂播”+“店播”，通过源头直采、产地直卖、工厂直造，覆盖超 10 万个小家电、生鲜、美妆、服饰等超低价爆款。

图 21：苏宁易购双 11 期间活动日历

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
19	20	21	22	23	24	25
预热期		第一波预售				
3C日	进口日	生活电器	家电+3C		手机	厨卫
26	27	28	29	30	31	1
第一波预售					开门红+明星直播	
3C日	服饰	电器+百亿狂补	母婴日	家纺日	海外购+超级秀	家电
2	3	4	5	6	7	8
第二波预售+明星直播						
厨卫家装	母婴	3C	超市5折日	家电+百亿补贴	百货	超级拼购日
9	10	11	12	13		
第二波预售+明星直播		全品类爆发	返场期			
手机+super day	电脑 超级秀	明星直播				

资料来源：什么值得买，中信证券研究部

图 22：苏宁易购将联合浙江卫视于 10.31 晚举办 11.11 超级秀

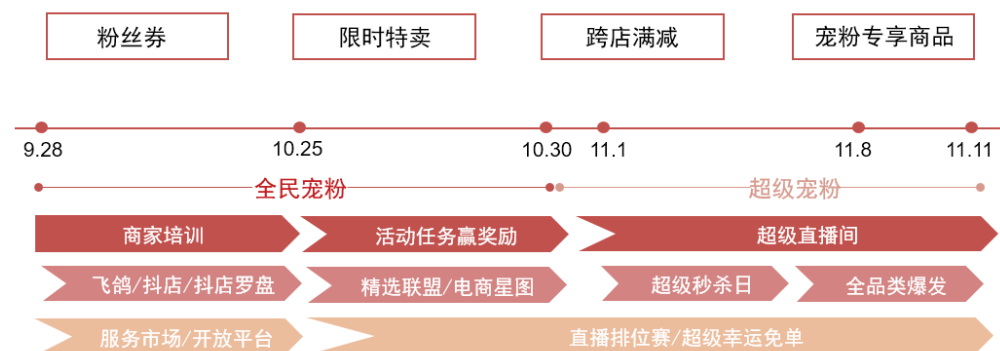


资料来源：苏宁官方微博

**抖音：力推“11.11 抖音宠粉节”，满减、流量倾斜并行。**抖音启动“11.11 抖音宠粉节”，抖音“闭环”后首个大型活动，仅限抖音小店商家参加，以多维场景加速高效交易。从玩法上来看，抖音将推出跨店满减、限时特卖、粉丝券、宠粉专享款商品等 4 大玩法：

- 1) 跨店满减：商品每满 100 减 10 元，不设上限；
- 2) 限时特卖：平台对符合条件的商品（单个商品货值>1 万元，价格低于 30 日内最低价的 90%）添加秒杀活动标识，给予流量倾斜；
- 3) 粉丝券：商家可创建粉丝券发放给达人，由达人在直播间向粉丝发放；
- 4) 宠粉专享款商品：知名品牌与平台合作的专项商品，将获得平台专属资源包激励。

图 23：抖音双 11 活动玩法/节奏



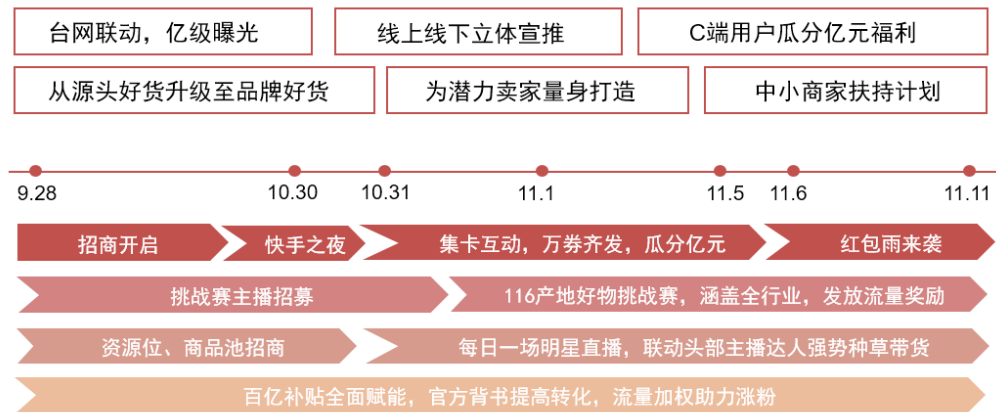
资料来源：抖音电商大学，中信证券研究部

**快手：打造 116 购物狂欢节，赋能中小商家。**快手将在 10.30 联合江苏卫视推出“快手之夜”大型台网联动晚会，汇集 30 多位当红明星与快手头部达人，并在视频平台、Top 级 App 进行同步海量曝光，实现 116 购物狂欢充分预热。快手首次明确赋能中小商家，推出萌新商家扶持计划，减免中小商家、新商家的技术服务费至 1%，并倾斜亿级流量。



此外，集卡分一亿、“快手好物星推官”也值得期待：1）集卡分一亿，用户通过观看视频、分享好友、下单 1 元购商品等形式集卡，大幅提升用户互动、并通过社交分享引流；2）好物星推官，快手与百位头部主播合作，通过直播混场单坑位、定制专场活动两种方式最大化直播带货效果。

图 24：快手双 11 活动玩法/节奏



资料来源：亿邦动力网，中信证券研究部

图 25：快手联合江苏卫视于 10.30 晚举办“快手一千零一夜”晚会



资料来源：快手官方微博

## 风险因素

消费整体需求疲软；双十一实际销售不达预期；促销影响利润端表现。

## 投资建议：水大鱼大，旺季加配龙头

**Q3 低预期下具备业绩超预期可能。**2020Q2 主要电商公司业绩环比改善显著，收入端均超公司指引（京东/唯品会/宝尊），且利润端改善超预期（市场普遍预期 Q2 因促销加大，会出现一定程度利润率下滑）。Q2 消费需求充分释放、Q3 行业季节性回落的预期下，主要公司 Q3 收入增速/利润率的彭博市场一致预期均有一定程度回落。预计 Q3 实际行业季节性增速回落较为有限，主要公司业绩达到乃至超预期可能性大。

**旺季增长提速，建议加配龙头。**我们认为中国电商兼具效率和规模优势，对中国电商长期成长性和渗透率提升、龙头公司利润率爬坡具有充分信心。且有限分散的格局下，用户红利外溢将推动具备品类杀手特质的垂直赛道仍有成长机会。Q4 电商旺季到来，行业整体环比增速有望明显提升。维持前期观点，建议超配阿里巴巴（BABA.N/09988.HK）、京东集团（JD.O/09618.HK）和拼多多（PDD.O）三大龙头。考虑业绩逐季改善趋势和估值匹配度，重点关注宝尊电商（BZUN.O）和唯品会（VIPS.N）。

表 3：部分电商公司 2020 年季度营业收入情况（百万元）

	2020Q1A		2020Q2A		2020Q3	2020Q4
	实际增速		实际增速	公司指引	彭博一致预期	彭博一致预期
阿里巴巴	22.3%（佣金&广告 1.1%）	33.8%（佣金&广告 21%）	/		31.1%	27.5%
京东	20.7%	33.8%	20-30%		26.4%	27.0%
拼多多	43.9%	67.3%	/		61.3%	66.0%
唯品会	-11.8%	6.0%	0-5%		9.6%	12.1%
苏宁易购（线上 GMV）	12.8%	27.1%	/		14.3%*	30%*
宝尊	18.4%	26.2%	20-23%		19.3%	25.2%

资料来源：各公司公告，彭博，中信证券研究部（彭博一致预期为截至 2020.10.26 数据；苏宁 20Q3 为公司快报数据，Q4 为中信证券研究部预测数据）

表 4：部分电商公司 2020 年季度 non-gaap 净利润情况（百万元）

	2020Q2A			2020Q3 一致预期			2020Q4 一致预期		
	净利润	净利率	YOY	净利润	净利率	YOY	净利润	净利率	YOY
阿里巴巴	39,474	25.7%	27.5%	39,093	25.1%	13.2%	57,404	27.9%	23.5%
京东	5,911	2.9%	66.1%	4,202	2.5%	36.2%	2,784	1.3%	243.4%
拼多多	-77	-0.6%	/	-1,232	-10.2%	/	133	0.7%	/
唯品会	1,260	5.2%	18.1%	1,179	5.5%	-2.5%	2,075	6.3%	7.5%
苏宁易购	-242	-0.4%	-89.0%						
宝尊电商	147	6.9%	75.7%	85	4.8%	44.5%	295	8.5%	82.9%

资料来源：各公司公告，彭博，中信证券研究部（彭博一致预期为截至 2020.10.26 数据）

注：本研究报告不构成关于认购或购买任何证券的任何要约、招揽、诱因或要约邀请的全部或部分，且本研究报告或其任何部分也不应成为订立任何合同或承诺的基础或信赖理由。本研究报告中有关阿里巴巴的估值、看法或预测的任何更新均未考虑蚂蚁科技集团股份有限公司的信息。本研究报告中未更新有关蚂蚁科技集团股份有限公司的任何估值或预测。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。