

## 中国拼多多 VS 美国拼多多 (WISH)

### 社交电商产业链深度梳理

本案，是我们的电商产业链系列研究之一。

对电商行业，之前我们在**产业链报告库**中，做过研究，解决了几大问题：1、阿里护城河是否被攻破；2、京东的未来增长核心看下沉市场；3、尽管争议较大，但拼多多并不是昙花一现，而是在阿里和京东之外，找到了自己的“高频低价品”利基市场，未来可长期对标 Costco，并且远期可能成长为 Costco 两三倍的量级。

不过，这样一来，还遗留一个问题需要解决：既然拼多多有长期前景，那么，近期刚刚登陆美国市场的“美国版拼多多”，WISH（母公司为 ContextLogic），乍一看似乎和拼多多差不多，那么，它是否也有长期前景？

所以，这个问题也就衍生出了今天的主题：社交电商，拼多多 VS WISH。

两家公司，共同点颇多，一是其用户都依赖社交平台裂变产生（拼多多依赖腾讯，WISH 依赖 FACEBOOK），二是其都是通过调整品类结构，与龙头公司差异化竞争。拼多多在阿里、京东阴影下抢到了市场，而 WISH 则是在亚马逊的阴影下获得增长。

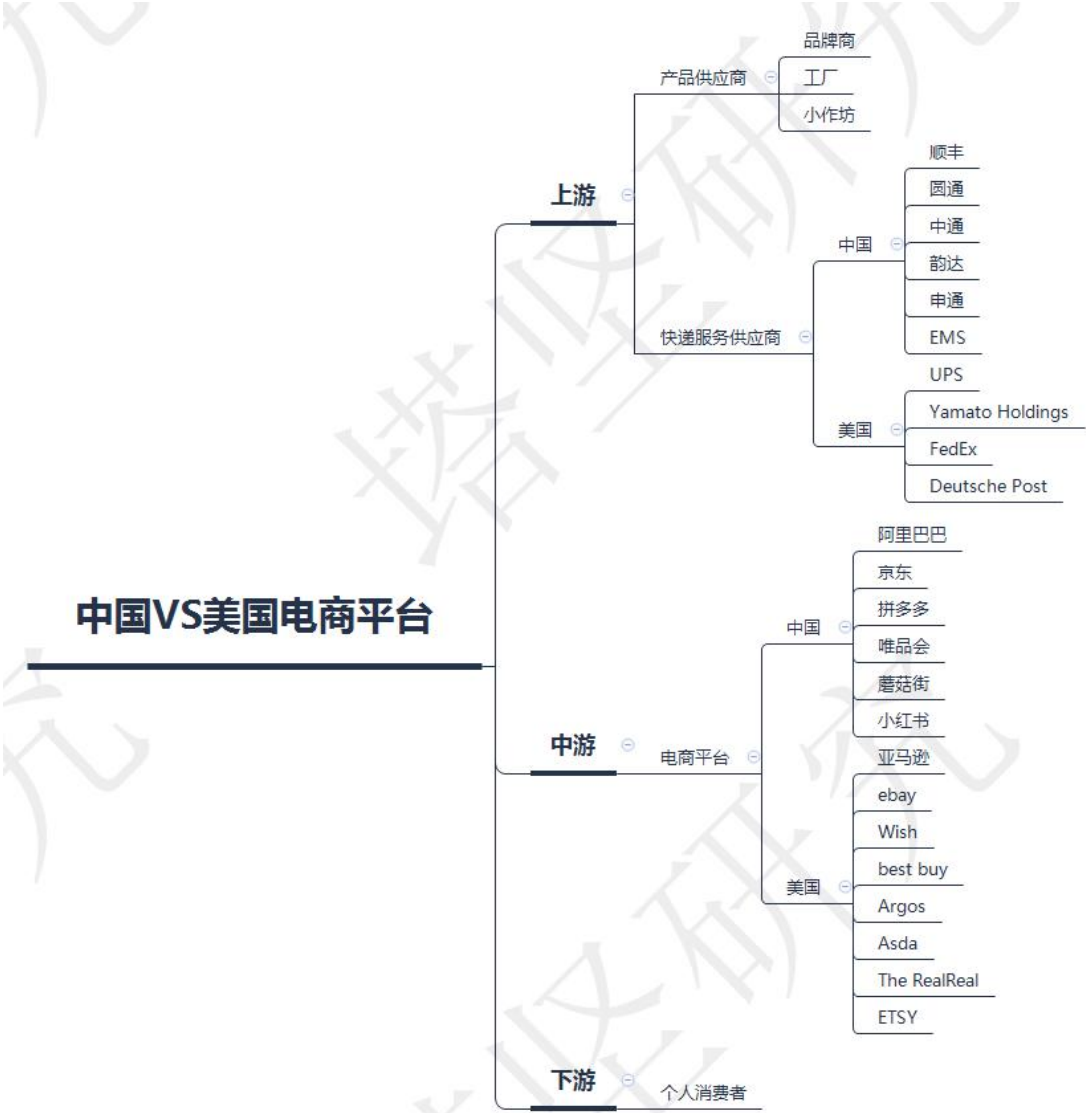
如果把社交电商放在电商产业链里看，从上游到下游，依次为：

上游——主要是平台产品供应商和快递公司，其中，供应商大致分为三类：一是品牌商，一是代工厂，一是小作坊企业。因此上游供应商较多，且较为分散。

其中，拼多多平台上的商户有品牌方、代工厂、小作坊，Wish 的商户目前主要是代工厂和小作坊，且以中国供应商为主；快递服务方面，中国市场的代表公司有顺丰、四通一达等，美国市场主要是 UPS、FedEx、Yamato Holdings 等；

中游——平台商，代表公司是拼多多和 Wish；

下游——主要是个人消费者；



图：中、美市场，电商产业链情况

来源：塔坚研究

此次研究，我们需要深入思考以下几个问题：

1) 立足于不同市场的两家电商平台，它们各自的成长逻辑是什么？

2) 谁未来的增长空间, 确定性更高? WISH 如果想真正成为拼多多, 目前的业务拼图, 还差哪几块?

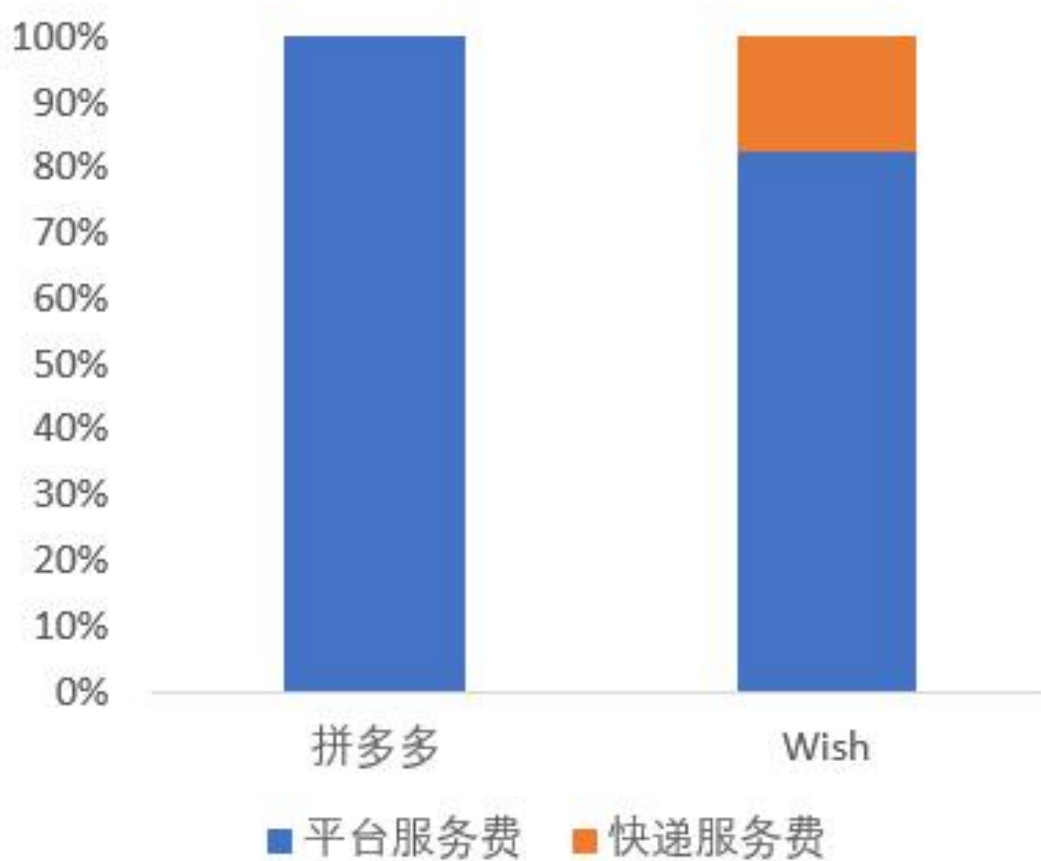
(壹)

目前, 中国社交电商龙头是拼多多, 而美国市场是 Wish, 两者都在美国市场上市。本文若未做特殊说明, 为方便比较, 货币单位均换算成为人民币对比。

首先, 从收入结构上来看:

拼多多——2020 年 Q3 收入为 329 亿元, 其中电商平台服务费 329 亿元, 占收入比例为 100%;

Wish——2020 年 Q3 收入为 119 亿元, 其中平台服务费 98 亿元, 占收入比例为 82.31%, 物流收入 21 亿元, 占收入比例为 17.69%。



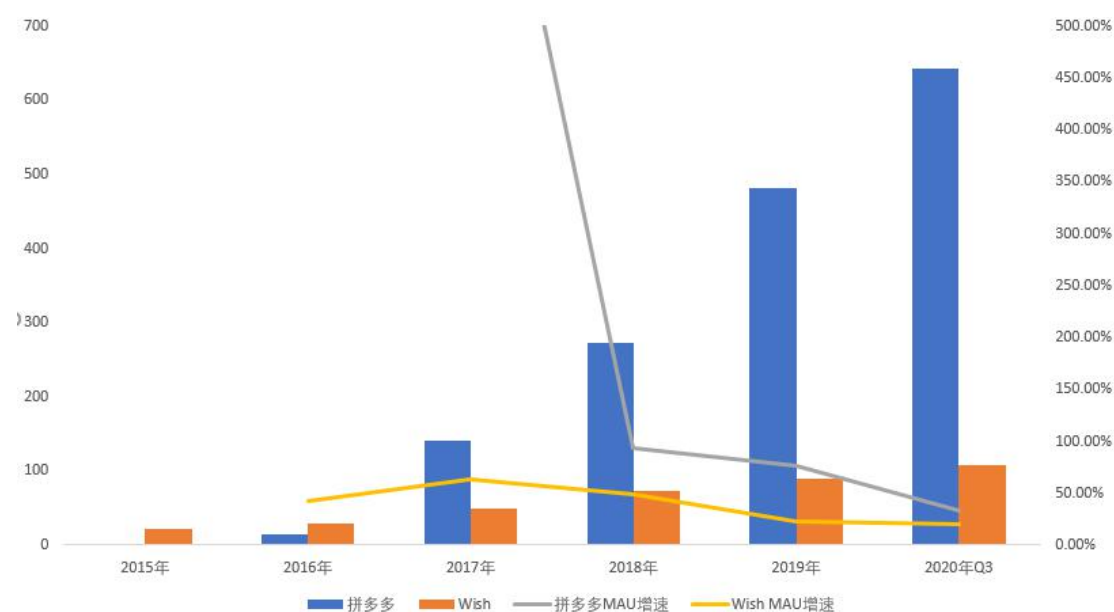
图：代表公司收入结构

来源：塔坚研究

从收入体量上来看，拼多多>Wish，拼多多的总收入相当于 Wish 的 2.8 倍。从收入结构上看，拼多多的变现模式较为单一，目前只收取平台服务费，而 Wish 相比于拼多多，有差异之处在于，其自 2019 年开始新增快递业务。

如果专门从平台服务费收入体量上来看，拼多多目前是 Wish 的 3.4 倍。

关键经营数据方面，首先看 GMV：2020 年，拼多多前三个季度 GMV 为 1.09 万亿元，同比增长约 80%左右，而 Wish 目前未在公开渠道披露过其 GMV 情况。



图：代表公司平台 MAU 情况（单位：百万人）

来源：公司公告、塔坚研究

从平台活跃用户数量上来看，拼多多大致为 Wish 的 6 倍，且拼多多的活跃用户增速水平近年来也持续高于 Wish。而从业务覆盖国家来看，Wish 的用户遍布全球 100 多个国家（但依然以美国为主），而当下拼多多的主战场依然是国内。

接下来，我们根据近期三季报数据，分析对比一下各自增长情况：

| 证券简称 | 总营业收入<br>[报告期] 去年三季<br>[报表类型] 合并报<br>表<br>[币种] 人民币<br>[单位] 亿元 | 净利润<br>[报告期] 去年三季<br>[报表类型] 合并报<br>表<br>[币种] 人民币<br>[单位] 亿元 | 营业总收入(同比<br>增长率)<br>[报告期] 去年三季<br>[单位] % | 归属母公司股东的<br>净利润(同比增长<br>率)<br>[报告期] 去年三季<br>[单位] % |
|------|---------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 拼多多  | 329.44                                                        | -58.03                                                      | 70.26                                    | -11.26                                             |
| WISH | 118.97                                                        | -11.99                                                      | 31.85                                    | -3,420.00                                          |

图：代表公司三季报数据

来源：塔坚研究

从营收体量和增速上来看，拼多多都领先于美国市场的 Wish，净利润层面上来，两家当下都处于亏损中，从亏损幅度上来看，Wish 更大一些。对于增长和净利润方面，我们逐一来看。

增长情况，如下：

拼多多——2020 年三季报收入增速为 70.26%，主要受益于 GMV 同比增长近 80%，其中月活用户增长 33.40%。根据业绩会议披露，公司 GMV 高增长的背后原因在于平台第二季度补贴侧重点发生改变，投放在低价高频的日用品品类上。这一变动，也符合我们之前的跟踪分析，拼多多擅长的利基市场，就是“高频低价”。只要把这个市场站住、吃透，那么短期它很难被别人干死。

Wish——2020 年三季度收入增速为 31.85%，由于其未披露 GMV 情况，因此从用户量上来看，三季度月活增速为 20.00%，我们推测其 GMV 增速情况应该会高于 20%水平。

此外，全球电商行业在上半年，受到卫生事件的催化，中美网购渗透率都有所提升，我国网购渗透率从 20.4%，提升到 25%，增速为 23%，美国电商渗透率从 11%，提高到 15%，增速为 32%。因此，整体来看两大地区的增长均受益于电商渗透率的提升。

对比完 2020 年三季报数据，我们再复盘一下近年来，各家的增长情况：

| 收入增速 | 2017年年报 | 2018年中报 | 2018年年报 | 2019年中报 | 2019年年报 | 2020年Q3 |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 拼多多  | 245.45  | 2790.26 | 652.26  | 189.11  | 129.74  | 70.26   |
| WISH |         |         | 56.95   |         | 10.01   | 31.85   |

图：代表公司历史收入增速情况

来源：塔坚研究

从历史增速水平上来看，拼多多处于高速增长中，一方面，源于其在国内电商行业基础设施发达，另一方面，也源于其社交电商（早期基于微信）的增长模式。

Wish，同样为社交电商，其基于 facebook 生态链。然而，其收入增速较慢，2019 年，收入增速整体下滑到 10%水平。注意，这还是其新增快递业务的前提下，而如果剔除快递业务，平台服务收入增速仅有 2.44%。  
2020 年，其收入增速回升，与卫生事件刺激电商渗透率有一定关系。



对于目标人群，Wish 在美国的招股书提到，其用户中有 41% 的群体属于流动资金不足 400 美元的家庭，而 2020 年美国执行发放现金补贴政策，对其目标用户的消费刺激较为显著。因此我们猜测，由于发放现金对其购物能力的刺激，促使平台的收入增速水平在 2020 年得到提升。

我们简单梳理一下 Wish 的发展史，其 2010 年成立（早拼多多 5 年），由谷歌前工程师 Piotr Szulczewski 和他的室友张晟创立。Wish 的前身，是一款叫“ContextLogic”的软件，这款软件根据人们的浏览历史进行预测，将喜好与可能感兴趣的商品或广告进行搭配，可以说是首批进行智能匹配的软件之一（类似于淘宝、拼多多等 APP 下的产品推荐功能）。

2013 年，Wish 开始直接做移动电商领域，当时，其就已经开始从 facebook 买流量，瞄准的是美国大城市以外的“下沉市场”消费者，平台的特点是廉价和折扣，抢占亚马逊未能重点覆盖的人群。

注意，从商业模式的层面来讲，拼多多 VS Wish 高度相似，甚至 Wish 做的还更早。并且，美国的电商渗透率并不如我国成熟，按道理说增长应该更高。然而，为什么 WISH 的增长情况，比拼多多差了这么多（2020 年 Q3，拼多多增长 70%，而 WISH 增长 31%）？

## (贰)

看完增长情况，我们再来看回报对比：

| ROE  | 2017年年报 | 2018年年报  | 2019年年报  |
|------|---------|----------|----------|
| 拼多多  | (67.26) | (102.03) | (32.06)  |
| WISH |         |          | (138.71) |
| ROIC | 2017年年报 | 2018年年报  | 2019年年报  |
| 拼多多  | (67.26) | (102.03) | (28.11)  |
| WISH |         | (233.71) | (138.71) |
| ROA  | 2017年年报 | 2018年年报  | 2019年年报  |
| 拼多多  | (6.96)  | (36.17)  | (11.44)  |
| WISH |         | (17.44)  | (10.00)  |

图：代表公司回报水平

来源：塔坚研究

从回报层面来看，由于两家目前都仍处于亏损中，因此回报水平均为负。

我们细拆 ROE，来看两者差异在何处？

| 净利率    | 2017年年报 | 2018年年报 | 2019年年报 |
|--------|---------|---------|---------|
| 拼多多    | (30.11) | (77.87) | (23.12) |
| WISH   | (18.80) | (12.04) | (6.79)  |
| 总资产周转率 | 2017年年报 | 2018年年报 | 2019年年报 |
| 拼多多    | 0.23    | 0.46    | 0.51    |
| WISH   |         |         | 1.49    |
| 权益乘数   | 2017年年报 | 2018年年报 | 2019年年报 |
| 拼多多    | 9.66    | 2.82    | 2.74    |
| WISH   |         | 13.40   | 13.76   |

图：杜邦分析

来源：塔坚研究

通过拆分影响回报率的三个因子，可以发现两家其实在净利率、周转率和权益乘数方面，差异都较大。

先看权益乘数方面，Wish>拼多多，主要原因在于 Wish 账面上的负债类科目较多，比如应付账款、应付商户货款等，抬高其权益乘数水平。

接着看净利率情况，我们将净利率拆解为毛利率和销售费用率两个指标，分别来看：

|      | 毛利率   | 销售费用率 |
|------|-------|-------|
| 拼多多  | 78.97 | 90.15 |
| WISH | 76.70 | 76.96 |

图：代表公司净利率拆解（单位：%）

来源：塔坚研究

整体来看，两家净利率水平的差异，主要存在于销售费用投入层面，毛利率水平其实差异不大。如果重点看各家销售费用的情况，拼多多要比 Wish 多投入 15 个百分点的销售费用。

Wish——2018 年到 2019 年，其销售费用率分别为 91%和 78%。根据招股书披露，销售费用中的 96%为广告引流费用，目的是获取新用户增长，而 Wish 的引流平台主要是 Facebook。

拼多多——2017 年到 2019 年，其销售费用率分别是 77.09%、102.45%、90.15%，销售费用中包含广告引流和补贴，但具体明细暂未披露，但公司的电话会议，对于销售费用波动情况的解释，主要是补贴投入方面。

从引流的烧钱程度来看，拼多多显然烧的更狠。接着，我们来看投入效果：

| 单用户分摊销售费用 | 2016年 | 2017年  | 2018年  | 2019年  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 拼多多       | 11    | 10     | 49     | 56     |
| Wish      |       | 132    | 148    | 113    |
| 单用户创收     | 2016年 | 2017年  | 2018年  | 2019年  |
| 拼多多       | 33.66 | 12.37  | 48.06  | 62.54  |
| Wish      |       | 146.82 | 162.46 | 147.35 |

图：人均销售费用（销售费用/月活数量，单位：元）

来源：塔坚研究

对比之下，能够发现：

1) 从人均销售费用的绝对情况来看，Wish > 拼多多，即，拼多多的引流成本比 Wish 便宜；而在人均创收方面，Wish > 拼多多，这说明，Wish 的用户购买力其实强于拼多多。这一点也属正常，毕竟美国的人均 GDP 是 6 万美元，而我国人均 GDP 是 1 万美元。

2) 拼多多的人均销售费用逐年提升，单用户创收也在同步提升；Wish 人均销售费用逐步下降，但单用户创收却并没有上升。

注意，两家的优势有所不同，拼多多强在引流成本更低，Wish 强在用户购买力更强。那么，为什么会形成这样的差异？

拼多多——股东为腾讯，早期通过微信用户裂变，以低价日用品拼团低价模式起家，比如两人一起下单，可获得低价，基于微信平台大量用户数的基础上，拼多多平台的用户数量呈现井喷式增长。

根据可查询数据来看，拼多多的用户数总 2018 年年初的 295（百万人），增长到 2020 年第三季度的 731（百万人），用了 2 年多的时间，用户数的增速达到 147%。在国内市场，当下拼多多的用户数仅次于阿里巴巴，且高于京东的近 300（百万人）。

（具体数据，对阿里 VS 京东 VS 拼多多，我们之前在科技版报告库中研究过，此处不详细叙述）

总结一下，此处对比下来，有两件事比较重要：

1) 微信作为国内社交平台的龙头，且作为拼多多第二大股东，在早期为拼多多引流、裂变用户方面给予较大推力；

2) 拼多多采用百亿补贴政策，从高频低价的日用品入手，由于日用品消费频率高，客单价低，因此以此为切入点，获客较为容易。

对比来看，Wish 的引流依托于在 Facebook 上购买流量引流，模式并无显著差别，比如通过与 Facebook 好友共同拼单，两人采购享受 5%-10% 的优惠价来裂变新用户。但不同的是，腾讯系参股拼多多，而 Facebook 并未对 WISH 持股，因而 WISH 的引流成本也较高。

商品类别上，Wish 同样主打高频低价的日用品，但美国的日用品价格，考虑汇率后，会明显高于中国。比如一条毛巾，Wish 上的价格大致为 20 元人民币，而拼多多上大致为 10 元左右。

因此，拼多多 VS WISH，两者的差距，主要源于两点：

- 1) 需求所在地不同；
- 2) 社交巨头绑定程度不同；

通过对拼多多和 Wish 近期财务数据的梳理和分析，可以发现两家增长情况的不同，与中美电商产业链的现状存在较大关系，因此，我们接下来，继续沿着电商产业链的上中下游，分别来看中美两大市场的差距。

电商行业的长期增长，主要看两个驱动力，一是社零总额，一是电商渗透率，用公式表达如下：

**电商行业规模=社零总额\*电商渗透率；**

**电商行业增速=（1+社零总额增速）\*（1+电商渗透率）；**

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

**【版权与免责声明】** 1) 版权声明：版权所有，违者必究，未经许可不得以任何形式翻版、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创声明：如报告内容有引用但未标注来源，请随时联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容声明：我们只负责财务分析、产业研究，内容不支持任何形式决策依据，也不支撑任何形式投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来变化做背书，未来发生任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。所有内容仅服务于行业研究、学术讨论需求，如为股市相关人士，请务必取消对本号的关注。4) 阅读权限声明：我们仅在公众平台仅呈现部分报告内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题声明：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的行业都能覆盖，也不接受私人咨询和问答，请谅解。6) 平台声明：所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

**【数据支持】** 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如大家对以上数据终端有意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。