

行业研究

闲置市场规模破万亿，二手电商迎来循环经济红利

——二手电商行业深度报告

要点

多业务模式并存，二手电商驶入快车道

二手电商区别于一手电商，是为“非第一次转手的交易行为”提供的线上交易平台。目前二手电商平台主流商业模式为 C2C、C2B2C，交易品类基本涵盖所有消费品，行业经过 10 余年的探索已步入高速发展期，消费群体逐步呈现年轻化趋势，占全体移动网民 28.1% 的 Z 世代对闲置交易的关注度逐渐提升，Z 世代崛起或将会为二手电商发展提供新增量。高线城市对其关注度较高，下沉市场用户心智有待进一步开发。

循环经济助力，二手电商行业 GMV 有望突破 4000 亿

2020 年我国闲置市场规模突破万亿级别，闲置经济的崛起为二手电商的快速发展提供了驱动力。从交易规模角度看，二手电商渗透率不断提升，2021 年二手电商交易规模有望突破 4,000 亿；从用户规模角度看，二手电商平台用户数增速稳定，2021 年预计突破 2 亿人。2021 年，国家加快构建循环经济体系，二手交易碳减排的特性契合循环经济发展模式，政策利好有望助力二手市场健康发展。二手电商作为一手电商补充业态，受益于综合电商完善基础设施，大促活动与直播促销增加冲动非计划性消费，二手电商为购物者提供了去库存的消费平台。

信任度亟需提升，“直播+”看发展新方向

二手电商行业虽跨入高速发展期，但仍存在以次充好、欺诈买家等行业痛点问题亟需解决，提升客户信任度及完善售后服务机制将是二手电商提高活跃用户数的关键。随着行业监管不断加强，二手电商良性竞争格局或将逐步稳固，精细化、规范化运营是行业未来发展主旋律。直播带货作为一种新兴模式，通过向消费者传递更多商品信息、主播信誉为商品质量背书，能够在一定程度上解决二手交易过程中商品信息不对称和信任问题。

行业断层严重，闲鱼、转转、万物新生独占鳌头

我国二手电商行业已形成“四大梯队”，综合类平台占据主流，万物新生、闲鱼、转转稳居前三。1) 万物新生：作为国内最大的二手消费电子交易和服务平台，四大业务线已打造全产业链闭环，1P 和 3P 业务快速发展持续增厚公司业绩，借助京东、快手加速市场下沉，整体营收处于快速上升通道。2) 闲鱼：以 C2C 的交易模式为主导，发展 C2X，多模式并存助力商品品类逐步完善，背靠淘宝流量不断提升社交属性。3) 转转：首创二手质检服务，借助前期流量逐步转战二手 3C 市场。

投资建议：推荐标的：万物新生(RERE.N)，持续深耕二手消费电子市场，背靠京东致力打造全产业链闭环。

风险分析：宏观经济增速放缓和居民收入增速未达预期；监管收严、行业市场竞争加剧风险；二手商品供给及行业痛点解决不达预期。

批发和零售贸易
增持（维持）

作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA
CAIA FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebsecn.com

联系人：田然

021-52523799

tianran@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (美元)	PS (X)			营业收入 (百万元)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
RERE.N	万物新生	7.86	2.3	1.6	1.1	4,858	7,077	10,120	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-11-22；汇率按 1USD=6.4CNY 换算，1ADS=1.5 普通股，如不特殊说明，本文元均为人民币

投资聚焦

二手电商行业作为一手电商的补充业态，填补用户二手交易需求的空白，进一步完善综合电商平台的生态构建。我国二手电商行业自 2002 年起步，2020 年行业渗透率达 35.6%，2021 年正式步入高速发展期，行业融资逐步回暖，综合类电商和社交平台纷纷入局二手电商领域，二手 3C 巨头万物新生上市，二手电商行业发展可期。

我们区别于市场的观点

市场目前对于二手电商行业关注度较低，我们相对看好二手电商在循环经济及碳减排政策导向下的长期发展。2020 年我国闲置市场规模已突破万亿，闲置经济的崛起为二手电商的快速发展提供了驱动力，2021 年二手电商交易规模有望突破 4,000 亿。二手交易可以实现商品剩余价值再创造，国家加快构建循环经济体系将会利好二手电商平台发展。

我国已跨入第三消费时代，消费呈现过度化、个人化，大众从耐用消费品消费转向高频次、高质量消费。从供给端看，“高度消费社会”的时代下，二手交易成为过剩消费的出口，电商基础设施搭建完善，大促活动及直播促销常态化增加消费者冲动非计划性消费，为二手交易提供稳定货源。从需求端看，Z 世代的环保意识和闲置交易的接受度较高，随 Z 世代消费能力提升，或将成为二手电商的消费主力，下沉市场用户心智有待进一步培育。

随着行业融资回暖，头部二手电商平台与主流电商、社交平台合作是发展趋势，背靠综合平台引流，作为补充业态完善综合平台消费生态；中小类平台需圈地精耕，靠精细化和口碑取胜。二手电商行业发展空间广阔，但目前行业痛点仍存，信任度亟需提升，“直播+”或可为二手电商发展提供新方向。

股价上涨的催化因素

我们看好二手电商行业未来发展：1) 行业发展空间广阔，我国闲置市场规模突破万亿级别，2021 年二手电商交易规模有望突破 4000 亿，行业仍处于高速发展期。2) 平台佣金率相对较高。头部二手电商平台闲鱼、转转的货币化率为 6% 左右；万物新生 3P 业务货币化率为 4%~5%，均高于综合电商货币化率（阿里巴巴货币化率为 4% 左右）。3) 各头部平台运营体系逐步完善。万物新生集团四大业务线聚焦二手 3C 市场，致力打造全产业链闭环；闲鱼背靠淘宝流量，打造二手闲置社区；转转首创质检服务，聚焦二手 3C 市场。4) 头部平台背靠主流平台加速流量转换。万物新生与京东、快手合作加速市场下沉；闲鱼背靠阿里实现淘宝商品一键转卖；转转依靠腾讯在微信开设一级入口。

投资观点

我们认为：1) 二手电商平台满足了消费者追求高性价比的消费需求，作为过度消费的主要出口，具有高成长性。2) 作为初步跨入高速发展阶段的行业，二手电商市场规模增长较快，预计 2021 年可达 4000 亿，随着竞争格局逐步稳定，龙头平台将实现稳定盈利，中小垂类平台靠圈地精耕精细化运营取胜。3) 推荐标的：万物新生(RERE.N)，持续深耕二手消费电子市场，背靠京东致力打造全产业链闭环。

目录

1、多业务模式并存，二手电商驶入快车道	7
1.1、平台百花齐放，步入高速发展期.....	7
1.2、商业模式以 C2C、C2B2C 为主.....	8
1.3、用户年轻化趋势凸显，下沉市场有待开发.....	10
2、循环经济助力，二手电商行业 GMV 有望突破 4000 亿	10
2.1、构建循环经济体系，挖掘万亿闲置市场.....	10
2.2、进入第三消费时代，Z 世代崛起提供新血液.....	13
2.3、电商基础设施完备，二手电商完善线上交易闭环.....	16
2.4、行业融资回暖，与主流平台合作是趋势.....	18
3、信任度亟需提升，“直播+”看发展新方向	20
3.1、行业痛点犹存，提升客户信任度是关键.....	20
3.2、强监管打开良性竞争格局，“直播+”看未来发展新方向.....	23
4、行业断层严重，闲鱼、转转、万物新生独占鳌头	25
4.1、“四大梯队”格局初成，综合类平台占据主流.....	25
4.2、闲鱼背靠淘宝打造二手社区，转转首创质检服务转战 3C.....	26
4.3、推荐万物新生：深耕二手电子，背靠京东打造产业链闭环.....	30
4.3.1、公司简介：十年深耕终上市，京东集团成第一股东.....	30
4.3.2、业务概况：业务线横跨供需两端，全产业链闭环已形成.....	32
4.3.3、财务分析：营收稳定增长，服务收入占比逐步提升.....	35
4.3.4、未来发展：二手消费电子交易量巨大，背靠京东、快手市场加速下沉.....	37
4.3.5、盈利预测与估值.....	40
5、风险分析	42
6、附录——主要二手平台简介	43
6.1、万物新生—爱回收、拍拍、拍机堂.....	43
6.1.1、爱回收.....	43
6.1.2、拍拍.....	44
6.1.3、拍机堂.....	44
6.2、转转.....	46
6.3、闲鱼.....	46
6.4、垂类电商平台比较.....	47
6.4.1、奢侈品时尚-红布林.....	47
6.4.2、奢侈品时尚-胖虎奢侈品.....	48
6.4.3、奢侈品时尚-只二.....	48
6.4.4、奢侈品时尚-心上.....	49
6.4.5、书籍类-孔夫子旧书网.....	49

图目录

图 1: 国内二手电商行业步入高速发展期.....	7
图 2: C2C 平台模式下商品质量难以保障.....	9
图 3: C2B2C 模式下, 平台通过提供多种服务保障商品质量及售后问题.....	9
图 4: 闲鱼用户中 90 后和一线城市占比较高.....	10
图 5: 转转用户中 90 后和一线城市占比较高.....	10
图 6: 2020 年国内二手闲置市场交易规模突破万亿元.....	11
图 7: 国内二手电商行业用户规模持续提升.....	11
图 8: 我国循环经济发展历程.....	12
图 9: 我国循环经济基本原则——“3R”原则.....	13
图 10: 二手交易实现商品剩余价值再创造.....	13
图 11: 中国已进入第三消费时代.....	14
图 12: 中国网民购物更加追求高性价比 (%).....	14
图 13: 2020 年 11 月 Z 世代用户在移动购物行业 APP 渗透率排名中, 闲鱼位列第四位.....	15
图 14: 2020 年, Z 世代用户规模突破 3 亿人.....	15
图 15: Z 世代用户更加关注商品品质、价格和品牌.....	15
图 16: 二手电商与一手电商存在竞合关系.....	16
图 17: 电商行业规模不断扩大 (2015-2021.9).....	16
图 18: “618”大促活动期间 GMV 不断增加.....	17
图 19: “双十一”大促活动期间 GMV 呈持续增长态势.....	17
图 20: 网民规模增大, 互联网普及率达 71.6%.....	17
图 21: 中国 24 岁以下互联网网民占比提升 (%).....	17
图 22: 盲盒市场规模快速攀升, 2020 年突破百亿元.....	18
图 23: 隐藏版、IP 联名款二手盲盒溢价严重.....	18
图 24: 1H2021 二手电商行业 (不含二手房和二手车) 融资事件数量有所回升.....	19
图 25: 2021 年二手电商行业融资金额大幅提升.....	19
图 26: 头部二手电商平台选择与主流平台合作.....	20
图 27: 当前国内二手市场行业痛点仍存.....	21
图 28: 用户对于不同品类的商品关注度不同.....	21
图 29: 中国网民不使用二手电商平台购物的主要原因之一是假货太多.....	21
图 30: 商品信息不透明是用户在二手电商平台遇到的主要问题.....	21
图 31: 头部平台精细化运营, 垂类平台细分领域深耕是未来发展趋势.....	22
图 32: 达人及明星直播带货总额超预期.....	24
图 33: 二手电商平台闲鱼&红布林直播带货模式.....	25
图 34: 二手电商行业综合类平台占据主流.....	25
图 35: 二手电商行业呈现断层的“四大梯队”格局.....	26
图 36: 闲鱼不断强化社区概念, 提高社交属性.....	27
图 37: 闲鱼 MAU 达 1.24 亿人次 (2018.2-2021.4).....	27
图 38: 闲鱼月使用时长最高达 3.6 亿小时 (2018.2-2021.4).....	27
图 39: 转转严选提供完善的质检及售后保障.....	28

图 40: 转转 MAU 于 2019 年 11 月达到峰值 3,474.18 万人次.....	28
图 41: 与闲鱼相比, 转转具备更加专业的质检团队与回收标准	29
图 42: 万物新生历经 10 年发展于 2021 年上市	31
图 43: 爱回收集团股权结构 (截至 2021 年 6 月)	32
图 44: 万物新生电商平台致力打造全产业链闭环 (截至 2021 年 6 月 30 日)	33
图 45: 万物新生运营体系完善, 爱回收、拍拍、拍机堂三大平台实现货品跨区域流通	34
图 46: 万物新生 1-3Q2021 营收同比增速提升至 66.3% (2018-1-3Q 2021)	35
图 47: 万物新生 1-3Q2021 Non-GAAP 归母净利润亏损 1.19 亿元 (2018-1-3Q 2021)	35
图 48: 万物新生产品收入仍是营收主要来 (2018-1-3Q 2021)	36
图 49: 万物新生服务收入占比提高 (2018-1-3Q 2021)	36
图 50: 万物新生毛利润稳步提升 (2018-1-3Q 2021)	36
图 51: 万物新生毛利率维持上升趋势 (2018-1-3Q 2021)	36
图 52: 万物新生费用受股权激励影响有所增加 (2018-1-3Q 2021)	37
图 53: 1-3Q 2021 万物新生费用率小幅提升 (2018-1-3Q 2021)	37
图 54: 中国电子产品流通体量 2020~2025 年 CAGR 为 4.3% (百万台)	37
图 55: 中国二手电子产品交易量庞大 (百万台)	38
图 56: 中国二手电子产品交易额稳步提升 (十亿元)	38
图 57: 万物新生 1-3Q2021 消费产品交易数量增速有所下降.....	38
图 58: 万物新生 GMV 高速增长 (2018-1-3Q 2021)	38
图 59: 万物新生与京东合作的 GMV 稳步增长 (2018-2020)	39
图 60: 万物新生与京东和快手合作进行二手手机回收	40
图 61: 爱回收 APP 手机估价流程.....	43
图 62: 拍拍个人闲置、拍拍优选、备件库	44
图 63: 拍机堂 APP 暗拍专区	45
图 64: 拍机堂 APP 明拍专区	45
图 65: 拍机堂 APP 一口价专区	45
图 66: 转转严选与自由市场	46
图 67: 转转严选买二手商品官方保障.....	46
图 68: 闲鱼优品	47
图 69: 垂类电商平台分类.....	47
图 70: 红布林 APP 省心寄卖.....	48
图 71: 红布林 APP 极速回收	48
图 72: 只二 APP 估价	48
图 73: 心上 APP 平台寄卖 (左)、自助出售 (右)	49
图 74: 孔夫子旧书网 APP 拍卖	49

表目录

表 1: 二手电商行业存在五种商业模式.....	8
表 2: 中国经济循环发展相关政策梳理.....	12
表 3: 闲置商品交易可有效降低碳排放.....	13

表 4: 2019-2021 年上半年中国二手电商行业重大融资事件	19
表 5: 2020 年 11 月以来中国电商行业部分相关监管法规梳理	23
表 6: 双十一及 618 期间直播带货 TOP5 主播数据	24
表 7: 闲鱼&转转差异化分析	29
表 8: 万物新生 IPO 前经历多轮融资	31
表 9: 京东是万物新生第一大股东 (截至 2021 年 6 月 21 日)	31
表 10: 公司拥有 1P 和 3P 两大业务模式	34
表 11: 万物新生通过回收后加价出售赚取差价收入	34
表 12: 万物新生产品收入和服务收入预测	41
表 13: 万物新生可比公司估值比较	41
表 14: 万物新生盈利预测与估值简表	41

1、多业务模式并存，二手电商驶入快车道

1.1、平台百花齐放，步入高速发展期

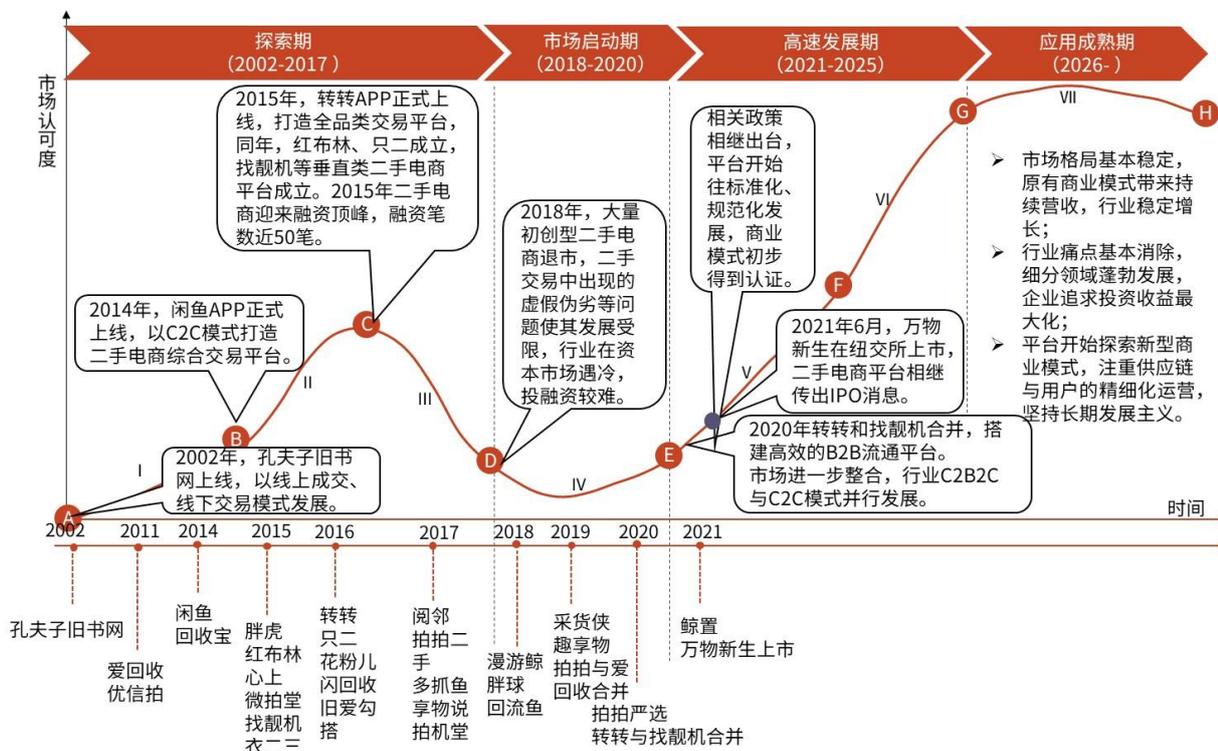
二手电商区别于一手电商，是为“非第一次转手的交易行为”提供的线上交易平台。二手交易的实质是通过商品的二次流通获取商品的闲置经济价值，从而实现商品价值利用率的最大化。从交易方式看，二手电商平台一般包括二手买卖、二手置换、二手回收和二手捐赠。从产品品类看，二手电商平台涵盖电子产品、书籍、日用百货等几乎所有消费品类。

国内二手电商行业进入高速发展期。近年来，国内的二手电商赛道发展迅速，愈发成熟。根据易观智库的应用成熟度（AMC）模型可将中国二手电商市场分为四个阶段，即：探索期、市场启动期、高速发展期和应用成熟期。

1) 探索期（2002-2017）：二手电商的诞生最初以线下二手交易寻求线上化发展为契机，2002年，中国首家二手电商网站 C2C 平台孔夫子旧书网成立，主要用于二手书籍交易，标志着国内二手电商正式进入探索阶段。随后综合类交易平台崛起，2014年闲鱼成立、2016年转转成功推出。同时，红布林（二手时尚奢侈品，2015年成立）、闪回收（二手电子产品，2016年成立）、阅邻（二手书，2017年成立）等垂直类电商平台相继成立，中国二手市场逐步呈现百家争鸣的局面。

2) 市场启动期（2018-2020）：2018年，二手电商行业虚假伪劣、信息不对称等经营痛点开始突显，资本市场投融资初遇瓶颈，二手电商进入合并浪潮，2019年拍拍与爱回收合并，开始探索发展 C2B2C 模式；2020年转转与找靓机合并，在此阶段，业内主流模式为 C2B2C 和 C2C 并行。

图 1：国内二手电商行业步入高速发展期



资料来源：易观分析：《中国二手电商行业洞察 2021》，光大证券研究所整理

3) **高速发展期 (2021-2025)**：2021 年，转转等二手电商融资回暖，根据网经社大数据平台“电数宝”统计，上半年二手电商行业融资金额超 57.5 亿元（不含二手车市场）；同年 6 月，万物新生于纽交所上市；7 月，《“十四五”循环经济发展规划》（提出规范发展二手商品市场，鼓励“互联网+二手”发展模式）等利好二手交易的相关政策相继出台，国内二手电商行业迎来高速发展契机。

4) **应用成熟期 (2026 以后)**：据易观智库预测，2026 年二手电商市场竞争格局或将基本确定（闲鱼、转转、万物新生三大平台独占鳌头，各垂直领域头部企业圈地精耕），平台进入应用成熟期。

1.2、商业模式以 C2C、C2B2C 为主

从商业模式看，目前我国二手交易方式包括 B2C、C2B、B2B、C2C 和 C2B2C 五种。其中，二手电商平台以 C2C、C2B2C 或两者结合的模式为主，线下二手平台以 B2C 为主。**C2C 模式**中平台作为信息与交易的载体，个人卖家向个人买家出售商品完成交易。采用 C2C 商业模式的大多是综合型平台，一般不参与用户之间交易流程，也不提供商品的质检和物流等服务，主要是为买卖双方提供交易平台，保障交易顺利进行。**典型平台包括：综合二手电商闲鱼、趣享物等。****C2B2C 模式**是指企业通过平台从个人卖家处回收商品，经过鉴定、处理再加工后向个人买家进行二次销售，对交易提供信用保障，同时承担商品的售后服务。**典型平台包括：综合二手电商闲鱼、转转，二手奢侈品电商胖虎，二手时尚电商红布林，二手 3C 电商拍拍等。****B2C 模式**下，二手商从用户手中收购闲置物品，将商品进行一定处理后加价转卖给 C 端买家，此类模式下货源相对不透明。**典型平台包括：二手 3C 电商平台采货侠、拍机堂等。**

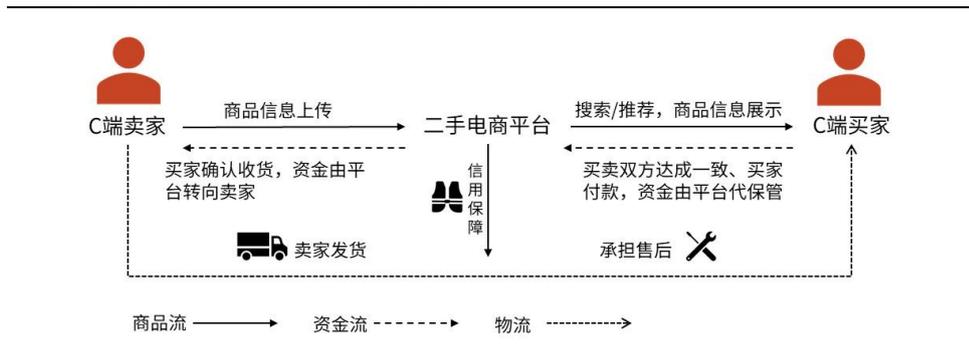
表 1：二手电商行业存在五种商业模式

商业模式	模式特点	国内代表企业
B2C	企业向个人售卖商品	孔夫子旧书网、找靓机、微拍堂
C2B	个人向企业售卖商品	爱回收
B2B	企业向企业售卖商品	采货侠、拍机堂
C2C	以平台为信息与交易载体，个人卖家向个人买家出售商品完成交易	转转、闲鱼、趣享物
C2B2C	企业从个人卖家处回收商品，经过鉴定和处理再加工后向个人卖家进行二次销售，并承担售后服务	转转、闲鱼、红布林、只二、胖虎奢侈品、拍拍

资料来源：易观分析：《中国二手电商行业洞察 2021》，光大证券研究所整理

C2C 模式下，二手电商是为买卖双方提供商品交易和信用保障的平台，平台属于**轻资产模式**，比较适用于**非标产品的转让**。C 端卖家在平台上发布商品信息，平台负责宣传、撮合买卖双方的交易。买卖双方关于商品价格、品质、售后等达成一致后，C 端买家向平台支付货款，卖家自行邮寄商品，商品款项由平台代为保管；买家确认收货后，商品货款由平台转向卖家，平台在此过程中收取佣金或手续费。C2C 模式中，买卖双方直接进行协商交易，交易相对灵活；虽然平台对买卖双方交易过程提供一定的信用保障，但商品质量保障仍由卖家负责，因此存在一定程度的信用问题，C2C 平台往往强调社交属性，通过强化买卖双方的沟通交流降低消费者的不信任感，通常适用于小众商品、服饰及书籍等非标产品的买卖。

图 2：C2C 平台模式下商品质量难以保障

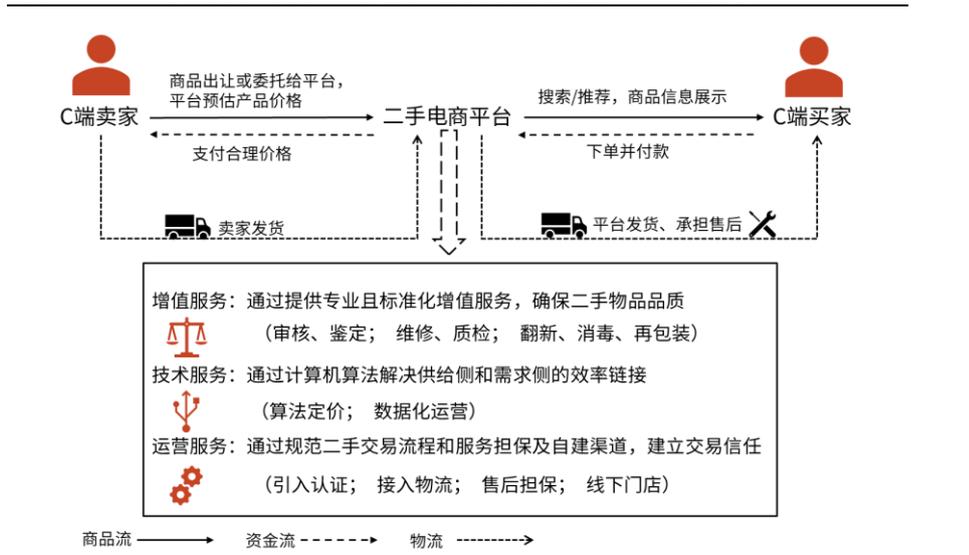


资料来源：易观分析：《中国二手电商行业洞察 2021》，光大证券研究所整理

C2B2C 模式下，作为承接交易的二手电商平台提供附加服务，从而解决商品质量问题。相较于一手电商，二手电商的信息不对称问题更加严重，从而出现“劣币驱逐良币”现象：只有卖家知道二手商品的真实质量，买家在只知道二手商品有限信息的情况下，会倾向于选择更低报价的卖家，因为拥有次品（价值低于价格）的卖家会更急于将商品脱手，于是商品的报价不断降低，从而导致优质卖家不断出局，劣等卖家不断入场，消费者对卖家的信任随之下降，最终致使整个市场萎靡。

二手交易中的信息不对称问题催生了 C2B2C 模式。此模式下，平台不仅是买卖双方进行商品交易的媒介，还提供增值、技术、运营等附加服务。其中，增值服务包括审核鉴定、维修翻新等，技术服务包括算法定价、数据化运营等，运营服务包括售后担保、引入认证等。平台通过对商品进行质检、评估定价将非标产品标准化，从而保障商品质量，提升消费者信任度。对应的 C2B2C 模式对平台自身技术实力、供应链效率、服务能力等要求较高。

图 3：C2B2C 模式下，平台通过提供多种服务保障商品质量及售后问题



资料来源：易观分析：《中国二手电商行业洞察 2021》，光大证券研究所整理

1.3、用户年轻化趋势凸显，下沉市场有待开发

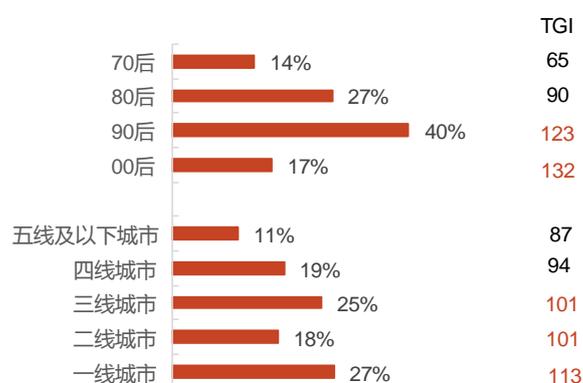
消费群体呈现年轻化趋势，一线城市用户占比较大。从年龄角度看：据 QuestMobile 统计数据，2021 年 5 月，二手电商平台——闲鱼和转转的交易用户中 90 后占比均在 40% 左右，显著高于其他年龄层。00 后用户虽占比不到 20%，但对于二手闲置交易平台的关注度（TGI）均超过 130，（TGI 高于 100 即代表对某类问题的关注程度高于整体水平）高于其他年龄层。说明年轻人对于二手交易的接受度更高，随 00 后用户购买能力不断增强，或将为二手电商平台提供用户新增量。从城市分布角度看，闲鱼和转转的一线城市用户总占比分别为 30.8%/27.2%，高线城市用户对于二手电商更为关注，四线及以下城市的用户 TGI 均低于 100，下沉市场用户对二手电商关注度有待提升。

图 4：闲鱼用户中 90 后和一线城市占比较高



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所整理；统计指标：2021 年 5 月闲鱼用户占比，TGI 反映目标群体在特定研究范围内的强弱指数；上图数据将新一线城市覆盖在一线城市中。

图 5：转转用户中 90 后和一线城市占比较高



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所整理；统计指标：2021 年 5 月转转用户占比，TGI 反映目标群体在特定研究范围内的强弱指数；上图数据将新一线城市覆盖在一线城市中。

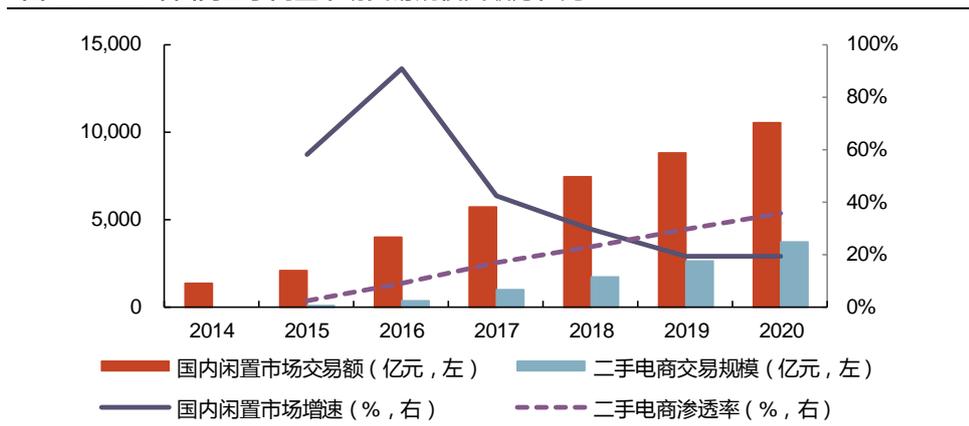
2、循环经济助力，二手电商行业 GMV 有望突破 4000 亿

2.1、构建循环经济体系，挖掘万亿闲置市场

闲置经济崛起，为二手电商快速发展提供驱动力。闲置经济是指用户在二手市场进行交易，置换闲置物品，延长商品在有限生命周期内的使用价值，从而将商品使用效率发挥到最大的行为。2014~2020 年间，我国闲置市场规模从 1,328.2 亿元增长至 10,520 亿元，CAGR=41.2%，其中 2020 年同比增速为 19.1%。

从交易规模角度看，二手电商渗透率不断提升，2021 年二手电商交易规模有望突破 4,000 亿大关。据艾媒咨询统计，2015~2020 年间，我国二手电商交易规模从 45.9 亿元增长至 3,745.5 亿元，CAGR=141.2%，其中 2020 年二手电商行业交易规模同比增速为 44.2%；同期，二手电商在闲置市场中的渗透率从 2.2% 提升至 35.6%，增加了 33.4pct，其中 2020 年渗透率较 2019 年提升了 6.2pct。2021 年上半年二手电商行业 GMV 继续延续增长态势，行业交易规模约 1,866.5 亿元。根据网经社估计，2021 年底二手电商交易规模预计将达 4,001.7 亿元，同比增长 29.3%。

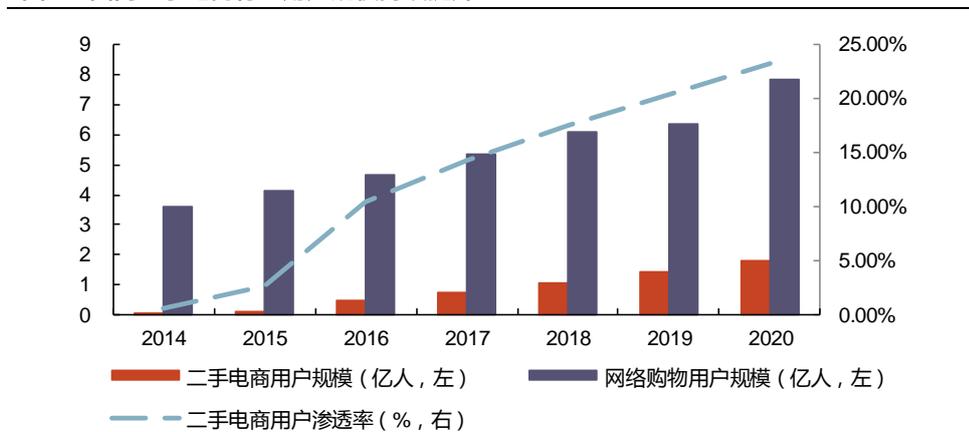
图 6：2020 年国内二手闲置市场交易规模突破万亿元



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所整理

从用户规模角度看，二手电商平台用户数增速稳定，2021 年预计突破 2 亿人。2020 年网络购物用户规模达 7.8 亿人，较 2019 年 6 月增长 1.4 亿人，2020 年与 2019 年 6 月相比增速为 22.6%，其中，二手电商行业用户规模 1.82 亿人，同比增长 26.39%，占网络购物用户规模 23.3%，较 2018 年提升 5.7pct，二手电商行业用户渗透率持续提升。据网经社估计，2021 年二手电商用户规模预计将增长至 2.2 亿人，同比增长 22.5%。

图 7：国内二手电商行业用户规模持续提升



资料来源：网经社，CNNIC，光大证券研究所整理；注：由于 CNNIC 未披露 2019 年网络购物用户规模数据，故上图 2019 年网络购物用户规模为 1H2019 数据，2019 年渗透率无法计算，由 excel 处理为平滑曲线。

政策利好加快循环经济体系构建。循环经济，是指资源循环型经济，强调与环境和谐，以资源节约和循环利用为特征，遵循“减量化、再利用、再循环”的“3R”原则。其中：1) 减量化属于输入端，旨在减少进入生产和消费流程的物质质量；2) 再利用属于过程，旨在延长产品和服务的时间；3) 再循环属于输出端，旨在把废弃物再次资源化以减少最终处理量。20 世纪 90 年代之后，发展循环经济成为国际社会的一大趋势，我国也提出发展“循环经济”，战略地位在 30 余年发展中不断提高。

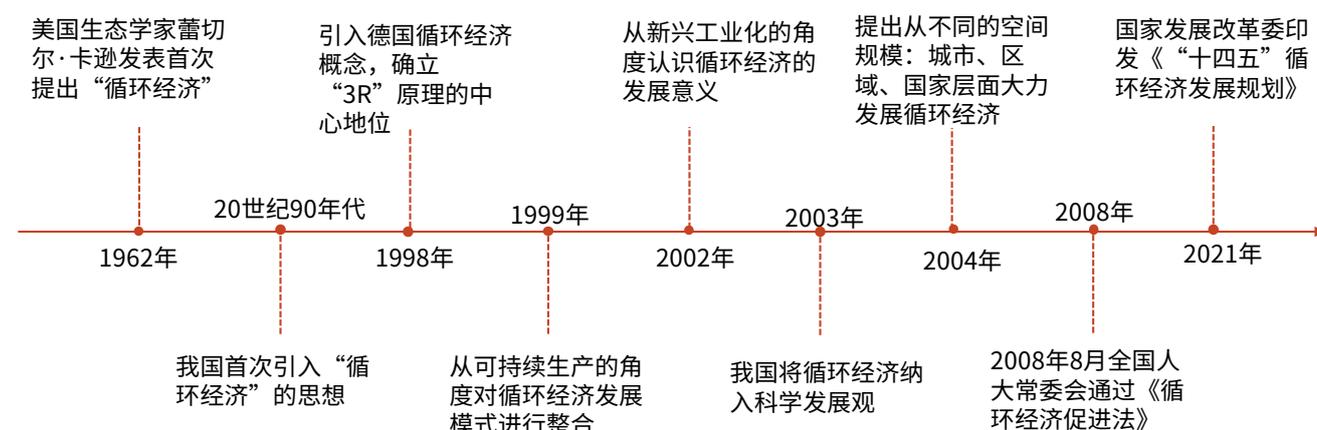
表 2：中国经济循环发展相关政策梳理

颁布时间	颁布主体	政策名称	相关内容
2021 年 7 月	国家发展改革委	《“十四五”循环经济发展规划》	规范发展二手商品市场。完善二手商品流通法规，建立完善车辆、家电、手机等二手商品鉴定、评估、分级等标准；鼓励“互联网+二手”模式发展等内容。
2021 年 3 月	工信部	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2023 年远景目标纲要》	加强废旧物品回收设施规划建设，完善城市废旧物品回收分拣体系。推行生产企业“逆向回收”等模式，建立健全线上线下融合、流向可控的资源回收体系。
2021 年 2 月	国务院	《关于加快建立健全绿色循环发展经济体系的指导意见》	建立健全绿色低碳循环发展经济体系，促进经济社会发展全面绿色转型，是解决我国资源环境生态问题的基础之策。
2019 年 6 月	国家发展改革委 生态环境部 商务部	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案》	畅通资源循环利用，构建绿色产业生态，加强老旧产品报废管理，落实审查责任，完善回收网络体系，规范梯级利用、回收拆解、资源化利用和无害化处理，壮大回收拆解市场主体实力，畅通全生命周期资源循环，提高利用效率。
2016 年 11 月	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	提高废弃电器电子产品、报废汽车拆解利用技术装备水平，促进废有色金属、废塑料加工利用集聚化规模化发展。该政策将促进手机回收行业的快速发展。
2016 年 6 月	商务部等 6 部门	《关于推进再生资源回收行业转型升级的意见》	推广“互联网+回收”的新模式。鼓励企业建立再生资源信息服务平台，为上游回收企业与下游拆解和利用企业搭建信息发布、竞价采购和物流服务平台。
2016 年 1 月	国家发展改革委	《“互联网+”资源循环行动方案》	推动互联网与生态文明建设深度融合，完善污染物监测及信息发布系统。充分发挥互联网在逆向物流回收体系中的平台作用，提高再生资源利用的便捷化、互动化、透明化，促进生产生活方式绿色化。

资料来源：国务院、发改委、工信部等，头豹研究院，光大证券研究所整理

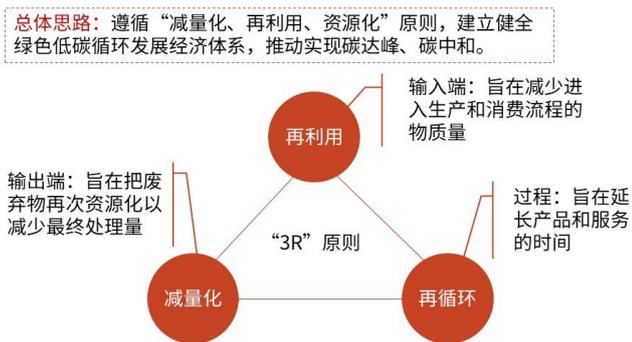
2021 年 7 月，国家发展改革委印发《“十四五”循环经济发展规划》，旨在发展循环经济、提高资源利用效率和再生资源利用水平，其中提出规范发展二手商品市场。完善二手商品流通法规，建立完善车辆、家电、手机等二手商品鉴定、评估、分级等标准，规范二手商品流通秩序和交易行为。同时，鼓励“互联网+二手”模式发展，推动线下实体二手市场规范建设和运营。二手交易可以实现商品剩余价值再创造，从经济学角度来看，二手商品仍具有一定可使用价值，运用二手电商高效率的优势进行二手交易可以更好地发挥闲置商品带来的经济效益，进而控制资源的消耗和浪费，符合循环经济的发展要求。

图 8：我国循环经济发展历程



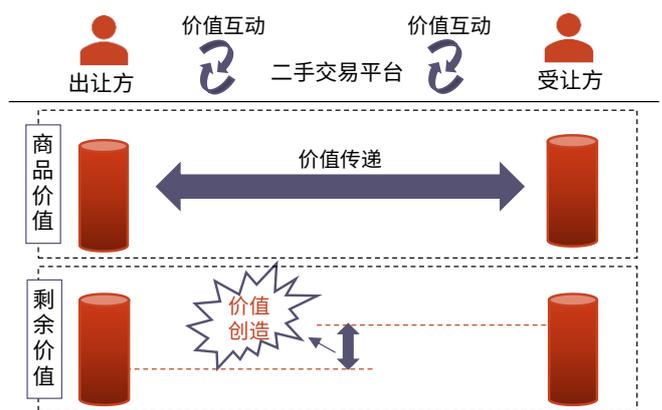
资料来源：国家发展改革委员会，易观智库，光大证券研究所整理

图 9：我国循环经济基本原则—“3R”原则



资料来源：国家发展改革委员会，光大证券研究所整理

图 10：二手交易实现商品剩余价值再创造



资料来源：光大证券研究所整理

二手交易可以有效实现碳减排。根据转转发布的《2021 中国闲置二手交易碳减排报告》数据，每一单闲置手机的交易，至少可以实现约 25 公斤的碳减排量；家用电器等闲置物品交易可实现的碳减排量更高。一台家用电冰箱的闲置交易可实现的碳减排量高达 130 公斤。根据《2021 中国闲置二手交易碳减排报告》引用政府的预测数据，截至 2030 年，二手闲置经济可为全国节省 32 万亿人民币，截至 2040 年节省的资金可达 70 万亿人民币。

表 3：闲置商品交易可有效降低碳排放

产品品类	二级品类	最小单位碳减排 (Kg/件)	基准碳排放量举例 (Kg/件)
3C 电子产品	手机	-25	苹果手机 (74.0)
	其他 3C 产品 (以平板电脑为例)	-70	Surface (87.1) Dell 笔记本电脑 (170.2)
大件商品	家用电器	-130	LG 空调 (666.1) 三星冰箱 (389.4)
	两轮车 (以自行车为例)	-57	自行车 (66.1)
服饰	---	-5	Nike 帽衫 (7.3)
图书	---	-0.3	300 页图书 (1.2)

资料来源：《2021 中国闲置二手交易碳减排报告》，由国际咨询公司弗若斯特沙利文、清华大学能源环境经济研究所联合转转集团发布；光大证券研究所整理

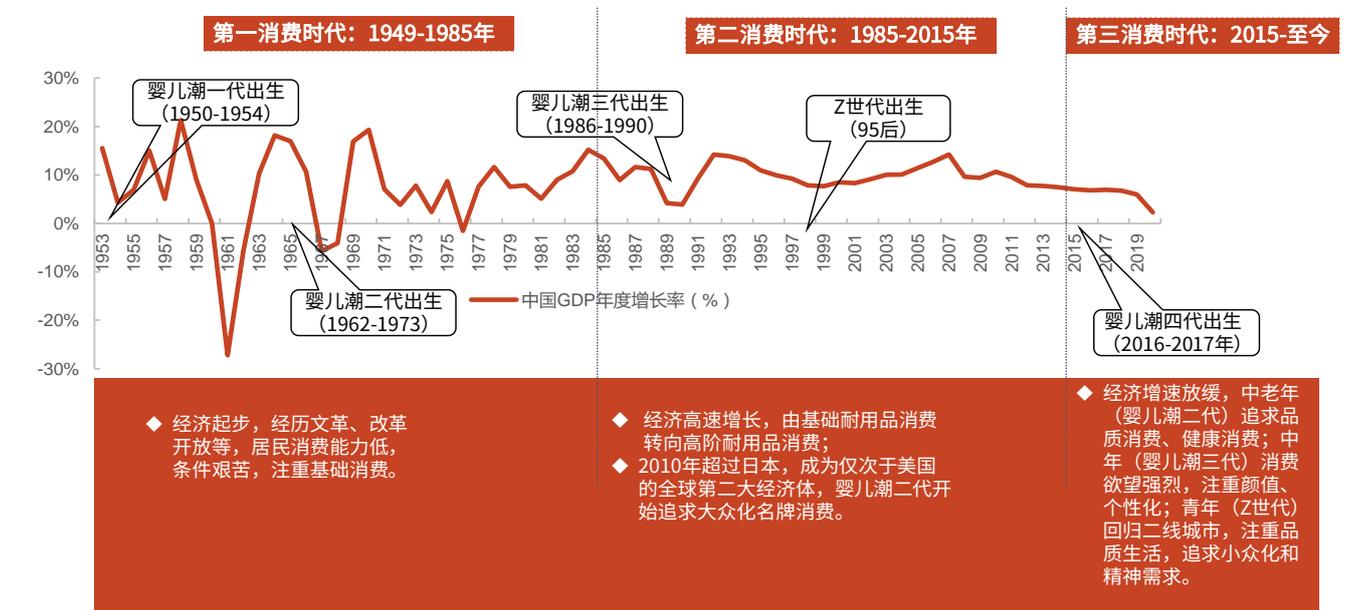
2.2、 进入第三消费时代，Z 世代崛起提供新血液

中国已跨入第三消费时代。对标日本经历的四个消费时代：**第一消费时代 (1912-1941 年)**，经济正处于起步阶段，居民消费能力较低，消费需求集中在满足基本生活需求层面；**第二消费时代 (1945-1974 年)**，经济高速发展，消费能力有所提升，耐用消费品及大众化品牌消费逐渐普及；**第三消费时代 (1975-2004 年)**，经济增速趋稳，消费呈现过度化、个人化，大众从耐用消费品消费转向高频次、高质量消费，是一个“高度消费社会”的时代；**第四消费时代 (2005-2034 年)**，经济增速放缓，大众消费从追求名牌转向追求简单、休闲，个性化意识逐步泯灭，社会共享、环保意识占据主流。

中国与日本在各阶段的经济增速有一定相似程度，不同于日本，中国在第二和第三消费社会的经济增速略高于日本同期水平，且日本呈现阶梯式降速，中国增速放缓的过程更趋于平稳。参考日本各消费时代的消费特点，中国自 2015 年起已

进入第三消费社会初期，消费者消费需求开始逐渐向重视个人，注重更高的物质享受以及精神需求转变，二手交易成为过剩消费的出口。

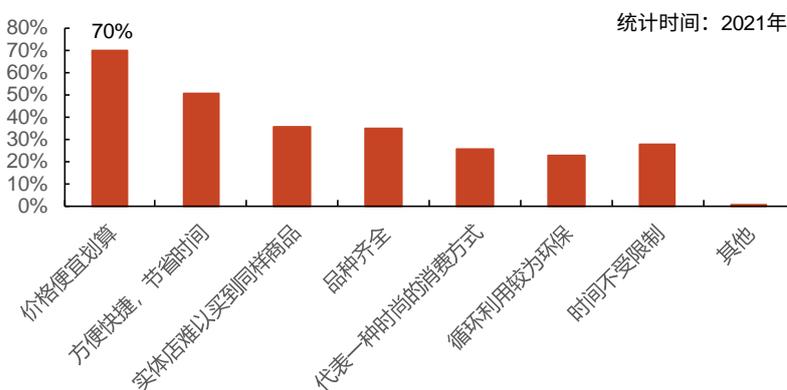
图 11：中国已进入第三消费时代



资料来源：《第四消费时代》，作者：三浦展；国家统计局，光大证券研究所整理

从消费需求角度看，二手电商满足了消费者追求高性价比的消费需求：用可接受的商品缺陷换取预期内的价格折扣，更注重商品的功能属性和性价比等特征。据艾媒咨询 2021 年 5 月的调查数据，中国 70.4%网民在二手电商平台购物是因为商品价格便宜。其他原因包括：方便快捷(50.7%)、实体店难以买到同样的商品(35.4%)、品种齐全(35.0%)、代表一种时尚的消费方式(25.7%)等。

图 12：中国网民购物更加追求高性价比 (%)



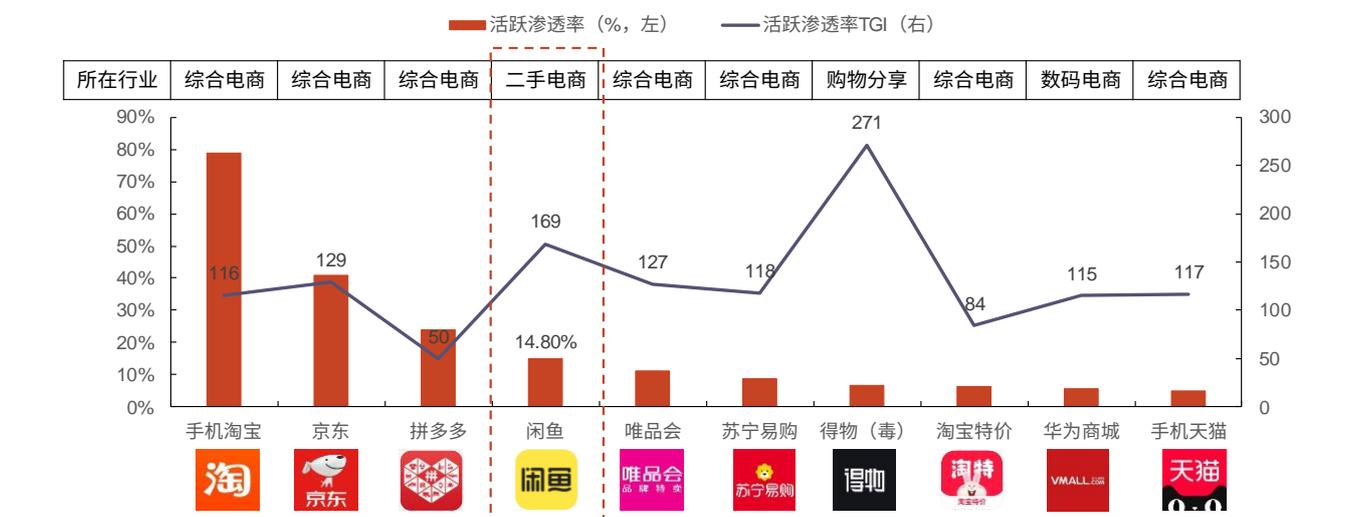
资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所整理；数据披露时间为 2021 年 5 月

Z 世代 (95 后、00 后) 用户对闲置交易的关注度逐渐提升。Z 世代作为新一代消费主力军，具有相对多元的消费偏好，整体而言，Z 世代用户：1) 消费时更

加关注商品的品质、价格和品牌；2) 更倾向于体验消费，愿意为体验乐趣买单；3) 对于闲置交易接受度大。据 QuestMobile 统计，截至 2020 年 11 月，Z 世代（95、00 后）活跃用户规模已经达到 3.2 亿，占全体移动网民 28.1%。

从活跃渗透率（某目标人群启动某个 App 媒介的月活跃用户/该目标人群的月活跃用户数）维度看，据 QuestMobile 统计，2020 年 11 月，闲鱼 Z 世代用户活跃渗透率为 14.8%，位列第四，仅落后于淘宝、京东和拼多多；从活跃渗透率 TGI（目标人群某个 App 媒介的月活跃渗透率/全网中该 App 媒介的月活跃渗透率*100）维度看，闲鱼 Z 世代用户活跃渗透率 TGI 为 169，仅次于主打潮物购物分享的得物 APP。随着 Z 世代消费能力不断提升，或将成为二手电商的新一代消费主力军。

图 13：2020 年 11 月 Z 世代用户在移动购物行业 APP 渗透率排名中，闲鱼位列第四位



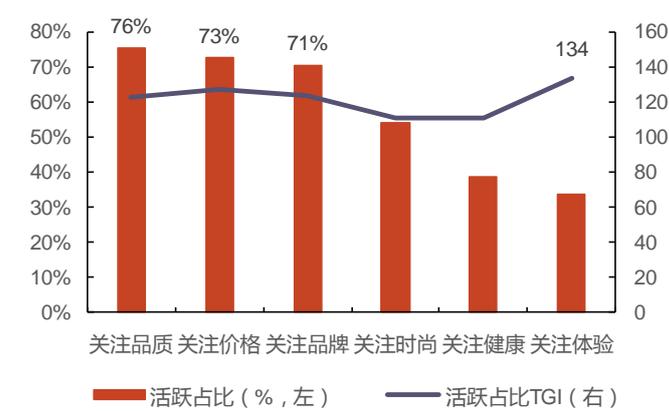
资料来源：QuestMobile，光大证券研究所整理；注：活跃渗透率=某目标人群启动某个 App 媒介的月活跃用户/该目标人群的月活跃用户数；活跃渗透率 TGI=目标人群某个 App 媒介的月活跃渗透率/全网中该 App 媒介的月活跃渗透率*100。

图 14：2020 年，Z 世代用户规模突破 3 亿人



资料来源：QuestMobile，光大证券研究所整理；注：Z 世代为 95+00 后。

图 15：Z 世代用户更加关注商品品质、价格和品牌

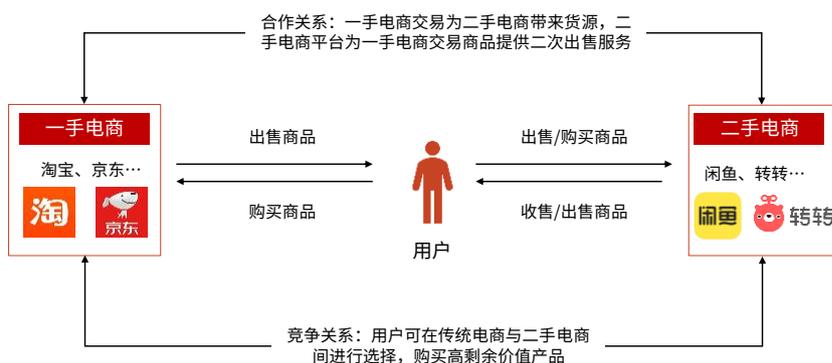


资料来源：QuestMobile，光大证券研究所整理；注：统计时间为 2020 年 11 月。

2.3、 电商基础设施完备，二手电商完善线上交易闭环

与一手电商相比，二手电商属于存量市场交易。京东、天猫、淘宝等电商平台大多采用 B2C 或 C2C 的模式，生产商生产产品，随后经一手电商平台供应渠道商流向消费者，属于增量市场交易；闲鱼、转转等二手电商大多采用 C2C 和 C2B2C 的模式，商品在 C 端用户之间进行流通，属于存量市场交易。二手电商虽然与一手电商存在一定竞争关系，但二手电商平台大多依存一手电商，受益于一手电商平台的用户流量，同时二手电商平台作为一手电商的补充业态，填补了用户二手交易需求的空白，从而进一步完善综合电商平台的生态构建。头部电商和互联网平台积极布局二手电商业务，阿里巴巴布局闲鱼，京东布局爱回收，58 和腾讯推出转转。

图 16：二手电商与一手电商存在竞合关系



资料来源：易观智库，光大证券研究所整理

电商行业规模稳步扩大，大促活动频繁增加冲动非计划性消费。据国家统计局统计，实物商品网上零售额 2016-2020 年复合增长率 CAGR 达 24.7%，渗透率从 13.3% 提升至 24.9%，增加了 11.6pct。2021 年 1-9 月份，全国网上零售额 91,871 亿元，同比增长 18.5%。其中，实物商品网上零售额 75,042 亿元，同比增长 15.2%，占社会消费品零售总额的比重为 23.6%。电商行业规模稳步扩大，可为二手交易供给端提供增量。同时，大促活动愈发频繁，自 2004 年京东开启 618 购物节大促，2009 年淘宝首创双十一购物节后，各类节庆和直播间促销活动层出不穷，据网经社统计，2021 年双十一期间全网交易总额达 9,651 亿元，同比增长 12.2%；据星图数据统计，2021 年 618 期间全网交易总额 5,785 亿元，同比增长 26.5%。二手电商平台为购物者提供了去库存的消费平台，卖方可以通过折价出售闲置商品，避免过期或浪费，买家可以享受一定的低价折扣。

图 17：电商行业规模不断扩大 (2015-2021.9)



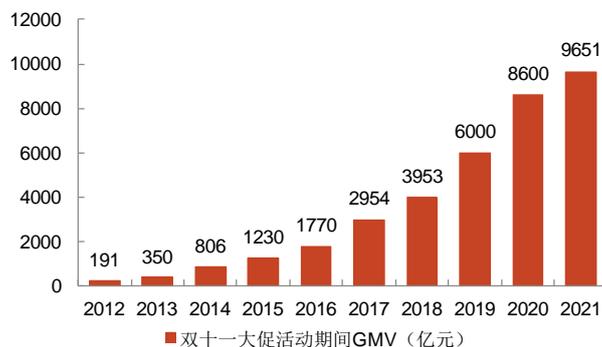
资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

图 18：“618”大促活动期间 GMV 不断增加



资料来源：星图数据，光大证券研究所整理

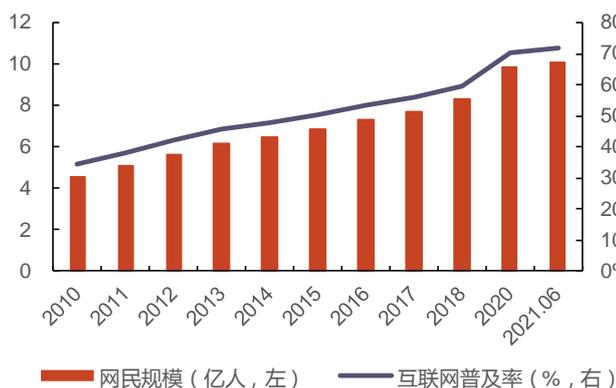
图 19：“双十一”大促活动期间 GMV 呈持续增长态势



资料来源：网经社，光大证券研究所整理

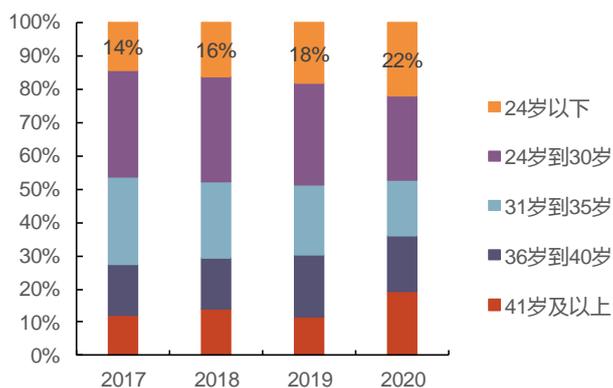
移动互联网高普及度为二手电商用户心智培育提供基础。从互联网网民规模看，2010~2020年，我国网民规模从4.6亿人增长到9.9亿人，互联网普及率由34.3%提升到70.4%。截至2021年6月份，我国网民规模突破10亿人，较2020年底增长0.2亿人；互联网普及率达71.6%，较2020年底提升1.2pct。从互联网网民年龄看，随着互联网普及率不断提升，中国互联网网民逐渐增多，年龄覆盖面逐渐变广。其中，24岁及以下年龄比重逐渐增加，2020年占互联网网民规模21.8%，比2019年占比增长3.4pct，作为Z世代的95后逐渐成为网民的主力，鉴于Z世代的环保意识更强，Z世代占比的提升有利于二手电商的用户心智培育。

图 20：网民规模增大，互联网普及率达 71.6%



资料来源：CNNIC，光大证券研究所整理

图 21：中国 24 岁以下互联网网民占比提升 (%)



资料来源：易观智库，光大证券研究所整理

盲盒经济高速发展催生出庞大二手盲盒市场。随着消费能力增强和潮玩快速发展，我国盲盒行业市场规模从2015年22.6亿元增长至2020年101亿元，CAGR=45.4%，2020年增速36.5%。Mob研究院预计2024年盲盒行业市场规模将达300亿元。盲盒经济凭借其稀缺性和不确定性吸引大量年轻消费者，大多数消费者购买的不是玩具本身，而是拆盲盒的快感，当新鲜感退去，二手盲盒市场应运而生。闲鱼、潮玩族是目前主流二手盲盒交易平台。根据闲鱼官方数据，

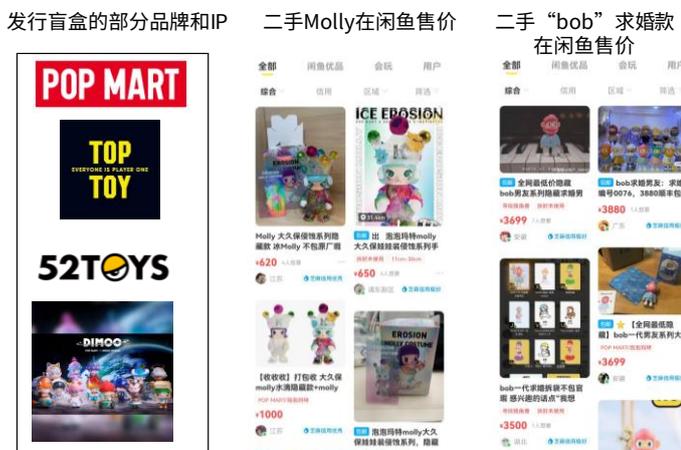
有超 44 万盲盒玩家在闲鱼平台进行交易，2020 年 11 月闲鱼闲置盲盒交易额超 1.2 亿元，同比增长 70%。此外，相较于普通款，二手隐藏款、IP 联名款盲盒需求火爆、溢价严重，例如，“Bob 求婚”款盲盒原价 89 元，在二手交易平台的价格为 3,000 元以上；泡泡玛特与大久保联名的“冰 Molly”原价为 79 元，在闲鱼上二手售价基本在 600 元以上。

图 22：盲盒市场规模快速攀升，2020 年突破百亿元



资料来源：Mob 研究院预测，光大证券研究所整理

图 23：隐藏版、IP 联名款二手盲盒溢价严重



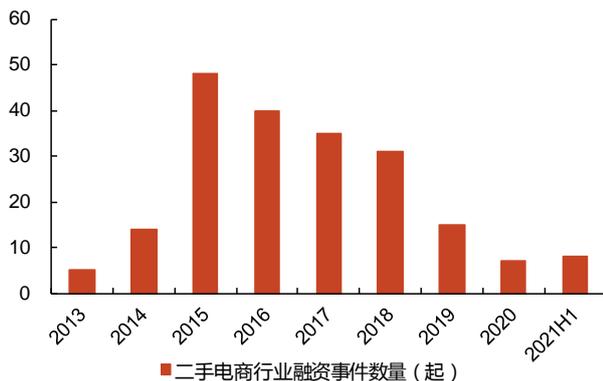
资料来源：各品牌官网，闲鱼 APP，光大证券研究所整理

2.4、行业融资回暖，与主流平台合作是趋势

行业融资回暖，融资金额稳步提升。从融资事件数量维度看（不含二手房和二手车），据网经社数据，2015 年年融资事件数达到峰值 48 起，2016 年起行业融资事件数量逐年减少至 2020 年的 7 起，说明投资者对二手电商相关投资更加谨慎理性，行业进入调整期。2021 年以来，二手电商头部企业融资开始回暖，且大多集中在 B 轮之后。根据网经社“电数宝”电商大数据库，2021 年上半年中国二手电商融资事件（不含二手车、二手房等二手电商平台）共 8 起，涉及平台包括转转、胖虎科技、采货侠、妃鱼、只二、闪回收、爱回收。其中，二手 3C

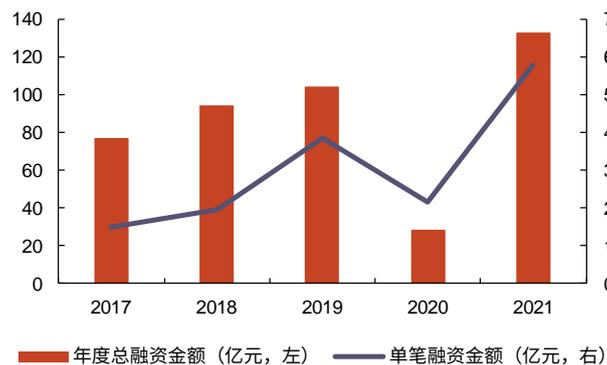
巨头万物新生于2021年6月18日赴美上市。从融资金额维度看，根据IT桔子数据，2017-2019年中国二手电商行业融资金额从76.52亿元增长到103.84亿元，CAGR=16.5%；截至2021年9月27日，2021年二手电商行业融资金额为132.66亿元。从单笔融资金额维度看，根据IT桔子数据，单笔融资金额从2017年的1.5亿元增加至2019年3.8亿元，2021.1-9月单笔融资金额为5.8亿元。单笔融资金额整体呈现上升趋势，说明二手电商平台后轮融资加快，行业发展逐步成熟。

图 24: 1H2021 二手电商行业（不含二手房和二手车）融资事件数量有所回升



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所整理

图 25: 2021 年二手电商行业融资金额大幅提升



资料来源：IT 桔子，光大证券研究所整理；注：图中数据涵盖所有二手电商平台。

表 4: 2019-2021 年上半年中国二手电商行业重大融资事件

融资方	融资时间	所在地	融资轮次	融资金额	投资方
爱回收	2019年6月	上海市	战略投资	5亿美元	京东、晨兴资本、清新资本、TGM
只二	2019年7月	上海市	B轮	未披露	赫斯特资本、元璟资本、华创资本等
红布林	2019年8月	北京市	B+轮	2000万美元	某著名美元母基金、Recruit、经纬中国
转转	2019年9月	北京市	B轮	3亿美元	腾讯、58同城
妃鱼	2020年2月	上海市	A轮	数千美元	五岳资本、经纬中国、君联资本
SNAKE 潮流当铺	2020年4月	浙江省杭州市	天使轮	数百万人民币	未透露
找靓机	2020年5月	广东省深圳市	并购	未透露	转转
胖虎网	2020年5月	北京市	B轮	1.75亿人民币	达晨创投、杉复资本、澳策资本
奢屋速卖	2020年8月	上海市	天使轮	千万级人民币	个人投资者、炽煌资本
爱回收	2020年9月	上海市	E轮及以后	1.05亿美元	京东、清新资本、国泰君安国际等
红布林	2020年12月	北京市	B2	数千万美元	九合创投、某著名美元基金、经纬中国
转转	2021年2月	北京市	战略投资	3.9亿美元	青樾基金、GBA大湾区基金
爱回收	2021年4月	上海市	战略投资	2亿美元	TigerGlobalManagement、建银投资、京东、快手等
闪回收	2021年4月	广东省深圳市	C轮	未透露	同创伟业、深圳担保集团
只二	2021年5月	上海市	C轮	数千万美元	明裕创投、红点创投、赫斯特资本等
妃鱼	2021年6月	上海市	B轮	3000万美元	五岳资本、晨辉创投、经纬中国等
采货侠	2021年6月	北京市	A轮	4500万美元	钟鼎资本、转转集团
胖虎科技	2021年6月	北京市	C轮	5000万美元	星纳赫资本、ATMCapital、杉复资本等
转转	2021年6月	北京市	D轮	1亿美元	小米集团、顺为资本、尚城资本

资料来源：网经社，易观分析，光大证券研究所整理；注：不含二手车、二手房电商平台融资事件

除资金投入，头部二手电商平台往往选择与综合平台在业务层面展开合作。从合作平台角度看，二手电商平台主要可以分为三类：1) 背靠综合电商平台，与综合电商平台相互引流，作为综合电商平台的补充业态。比如闲鱼背靠阿里巴巴，在淘宝具有一级入口；京东平台首页提供拍拍和爱回收的一级入口。2) 背靠社交平台，主要靠社交平台引流。比如转转，社交平台微信的支付界面留有转转二手入口端。3) 中小型垂类平台，与综合平台合作较少，往往选择深耕垂直领域，以精细化和口碑取胜，主要靠某些细分领域的爱好玩家相互引荐。

图 26：头部二手电商平台选择与主流平台合作



资料来源：手机淘宝 APP，京东 APP，微信 APP，光大证券研究所整理

3、信任度亟需提升，“直播+”看发展新方向

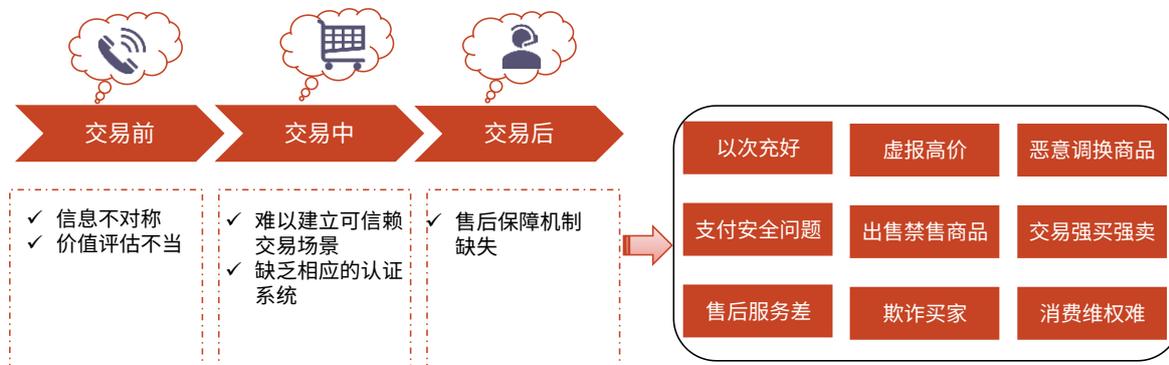
3.1、行业痛点犹存，提升客户信任度是关键

行业痛点犹存，信任问题亟待解决。从交易不同阶段看，二手电商市场上存在的痛点主要包括：1) 交易前，由于信息不对称的问题，很多用户难以评估产品质量好坏；2) 交易中，部分平台难以建立可信赖的交易场景，缺乏卖方相关的认证系统；3) 交易后，平台售后保障机制的缺失会导致许多商家与用户之间的纠纷。

从产品端看，消费者对于不同品类商品的关注侧重点不同：1) 二手 3C 产品：绝大部分是非标品，品牌较为集中，单价普遍较高，用户更加关注商品是否是正品行货、商品质量能否得到保障、有无发票及售后服务等问题；2) 二手服饰：二手平台转售的大多是大牌服饰，而且国内用户对于服饰洁癖度较高，能否保证品牌正品、新旧程度及卫生情况是主要关注点；3) 二手奢侈品：相较于其他品类，奢侈珠宝多为中小型商品，客单价更高，二手买家更加关注产品是否有鉴定报告、新旧成色及是否有发票可保修等；4) 二手书籍：单价相对较低，商品的物流成本、新旧程度是用户的主要关注点；5) 生活母婴品：90 后父母更加注重

产品品质，二手母婴产品的卫生情况、售后退换服务是关注重点。各平台需要针对不同产品品类，针对用户关注重点优化平台服务。

图 27：当前国内二手市场行业痛点仍存



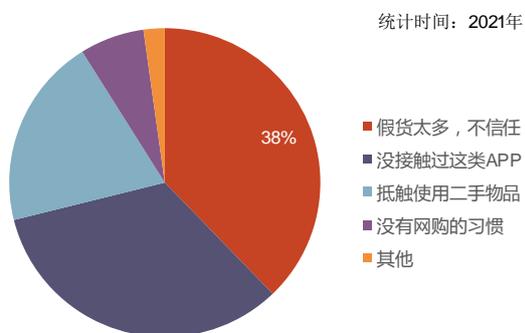
资料来源：MobData 研究院，头豹研究院，光大证券研究所整理

图 28：用户对于不同品类的商品关注度不同



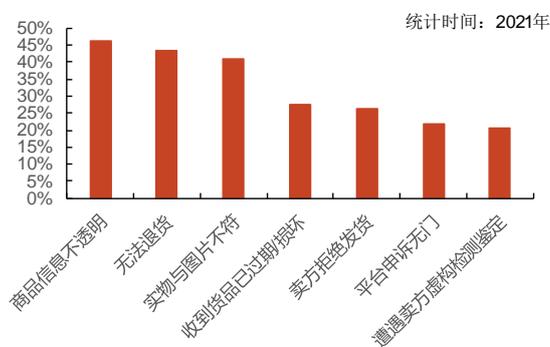
资料来源：头豹研究院，光大证券研究所整理

图 29：中国网民不使用二手电商平台购物的主要原因之一是假货太多



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所整理；注：统计时间截至 2021 年 5 月。

图 30：商品信息不透明是用户在二手电商平台遇到的主要问题



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所整理；注：统计时间截至 2021 年 5 月。

提升客户信任度是提高活跃用户数的前提。客户信任度提升能够培养用户的粘性 & 复购率，同时提升平台形象，通过口碑效应引流。据艾媒咨询 2021 年统计，因为假货太多、不信任平台而拒绝使用二手电商平台的网民占比 37.8%。用户对于二手电商平台信任度较低的主要原因包括：1) 商品信息不透明（占比 46.1%）；2) 无法退货（占比 43.3%）；3) 实物与图片不符（占比 41.1%）。提高商品信息透明度及完善售后服务机制将是二手电商构建核心竞争力的关键。

展望二手电商未来发展，如何利用自己独特的 B 端身份，在交易中提供 C 端用户需要但自身却不具备的能力，进而利用自己的强关联优势，整合服务要素，提高自己在二手交易过程中的价值比重，是二手电商未来发展的主旋律。

精细化运营成未来趋势，平台创新需求增大。二手电商经过五年的探索期，各大平台的商业模式基本成型。这意味着如果没有颠覆性的创新，二手电商行业将会出现强者恒强的马太效应。目前，闲鱼和万物新生基本已经形成产业链闭环，转转依靠前期全品类流量红利转战二手 3C 细分赛道。未来头部平台的竞争或将聚焦在用户的精细化、精准化运营上，凭借良好用户积累和粘性取胜。而中小型垂直类平台或可通过强供应链或轻资产模式，深耕细分领域，提供专业化、定制化服务，守住长尾市场。

继续优化平台功能，实现标准化、规范化是行业未来发展的必经之路。二手电商平台的主要优点在于提高交易效率，但业内目前仍然存在消费维权难、以次充好等问题。因此，继续优化平台系统，建立信任机制，降低交易双方信息不对称程度是二手市场进一步发展的必然选择。例如，闲鱼通过支付宝和芝麻信用对卖方进行身份、信用认证，通过鱼塘社交完善产品评价体系，引入第三方质检平台，保证交易场景的可信度；转转自建质检团队，通过微信平台进行身份认证。

图 31：头部平台精细化运营，垂类平台细分领域深耕是未来发展趋势



资料来源：闲鱼 APP，转转 APP，光大证券研究所整理

3.2、强监管打开良性竞争格局，“直播+”看未来发展新方向

强监管模式打开行业良性竞争格局。2020年11月以来关于互联行业的监管法规相继出台，国家对于平台经济反垄断处理逐渐完善，后续出台关于数据相关的法律文件，旨在防止资本无序扩张、保护国家数据安全、促进公平竞争、保障消费者权益。随着监管的持续深入，二手电商平台良性竞争格局开启。在良性竞争格局下，提高平台关注度和用户粘性是二手电商核心竞争力。

阿里系 APP 解锁微信支付，互联互通常态化下技术要求升级。截至2021年11月，考拉海购、饿了么、大麦、书旗小说、优酷等阿里系 App 已经支持微信支付，淘特、闲鱼、盒马等 App 已经申请接入微信支付。闲鱼等二手电商逐步推进接通微信支付，一方面能够提高消费者交易效率，另一方面对平台交易安全和技术支持提出更高要求。

表 5：2020 年 11 月以来中国电商行业部分相关监管法规梳理

颁布时间	颁布主体	政策类型	政策名称	相关内容
2020 年 11 月	国家市场监督管理总局	反垄断	《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》	首次明确将“二选一”定义为滥用市场支配地位、构成限定交易行为，将“大数据杀熟”定义为滥用市场支配地位、实施差别待遇等。
2021 年 1 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	反垄断	《建设高标准市场体系行动方案》	首次以中央文件明确要求“加强平台经济、共享经济等新业态领域反垄断和反不正当竞争规制”。
2021 年 2 月	国务院	反垄断	《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》	对平台经济开展反垄断监管应当坚持保护市场公平竞争、依法科学高效监管、激发创新创造活力、维护各方合法利益的原则。
2021 年 6 月	市场监管总局、发改委等五部门	反垄断	《公平竞争审查制度实施细则》	对公平竞争审查制度的审查机制、审查标准、监督与责任等进行了全面系统的规定。
2021 年 6 月	十三届全国人大常委会	数据安全	《中华人民共和国数据安全法》	对数据实行分级分类保护、开展数据活动必须履行数据安全保护义务承担社会责任等。
2021 年 7 月	国家互联网信息办公室	数据安全	《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》	确保关键信息基础设施供应链安全；掌握超过 100 万用户个人信息的运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。
2021 年 8 月	中央全面深化改革委员会	反垄断	《关于强化反垄断深入推进公平竞争政策实施的意见》	加大监管执法力度，加强平台经济、科技创新、信息安全、民生保障等重点领域执法司法。
2021 年 8 月	中央全面深化改革委员会	数据安全	《关键信息基础设施安全保护条例》	建立了以网信部门、公安机关、保护工作部门等有关部门为主体的关键信息基础设施网络安全综合保护体系。
2021 年 8 月	十三届全国人大常委会	数据安全	《中华人民共和国个人信息保护法》	从个人信息监管、处罚，跨境信息提供等多方面进一步加强对个人信息安全的保护。
2021 年 8 月	市场监管总局	综合监管	《关于修改〈中华人民共和国电子商务法〉的决定（征求意见稿）》	加强打击平台内经营者侵犯知识产权行为。
2021 年 8 月	国家互联网信息办公室	综合监管	《互联网信息服务算法推荐管理规定（征求意见稿）》	明确算法推荐服务提供者应优化规则的透明度和可解释性，公示算法推荐原理，设置关闭算法推荐选项。
2021 年 8 月	中央宣传部、文化和旅游部等五部门	综合监管	《关于加强新时代文艺评论工作的指导意见》	加强文艺评论阵地管理，健全完善基于大数据的评价方式，加强网络算法研究和引导，开展网络算法推荐综合治理，不给错误内容提供传播渠道。

资料来源：国务院、发改委、工信部等，头豹研究院，易观数据，光大证券研究所整理

直播购物逐步普及，或可为二手电商带来新增量。随薇娅、李佳琦等网红主播及明星带货不断常态化，直播购物普及度不断提升。据星图数据，2020 年双十一和 2021 年“618”大促期间直播带货总交易额分别达到 729/645 亿元。闲鱼、转转、红布林等二手平台已经开始引入直播带货、社区平台互动等新交易模式。例如，消费者可通过闲鱼首页进入卖家直播页面；二手奢侈品时尚平台红布林首页设有直播入口，消费者可以根据需要选择指定产品的直播或指定主播的直播。

直播业态可以在一定程度上解决二手交易过程中商品信息不对称和信任问题。

1) 直播模式能够向消费者传递更多商品信息。与以往的图文呈现模式相比，直播中的商品呈现更加立体化，主播针对一件商品进行细节展示、专业讲解甚至试用体验，消费者可以深入了解商品特征。2) 直播模式能够提高买方信任度，提升用户粘性。直播带货主要分为两类，一类是店家自播，一类是明星、达人带货直播。前者为商家和买方提供直接交流互动的平台，有利于商家进行私域流量沉积，后者依靠明星网红粉丝效应引流，凭借主播信誉为商品质量背书。目前二手电商直播中以店播为主，达人明星带货主要为单价较高的二手奢侈品，从而弥补供给端数量的不足。

图 32：达人及明星直播带货总额超预期

◆ 2020年双十一预售及狂欢期间

直播带货总额高达

¥ 729亿元

◆ 2021年618预售及狂欢期间

直播带货总额高达

¥ 645亿元

资料来源：星图数据，光大证券研究所整理；注：检测平台为淘宝直播、快手、抖音；双十一涉及数据时间段为：2020.10.21-11.11，618 涉及数据时间段：2021.6.1-6.18

表 6：双十一及 618 期间直播带货 TOP5 主播数据

	主播名称	主播类型	带货额 (亿元)
2020 年双十一	薇娅 viya	达人	123
	李佳琦 Austin	达人	98
	辛巴	达人	28
	雪梨	达人	22
	烈儿宝贝	达人	6.6
2021 年 618	薇娅 viya	达人	59
	李佳琦 Austin	达人	54
	雪梨	达人	32
	天猫超市	店铺	28
	烈儿宝贝	达人	19

资料来源：星图数据，光大证券研究所整理；注：检测平台为淘宝直播、快手、抖音；双十一涉及数据时间段为：2020.10.21-11.11，618 涉及数据时间段：2021.6.1-6.18

图 33：二手电商平台闲鱼&红布林直播带货模式



资料来源：闲鱼 APP，红布林 APP，光大证券研究所整理

4、行业断层严重，闲鱼、转转、万物新生独占鳌头

4.1、“四大梯队”格局初成，综合类平台占据主流

从产品角度看，综合类平台占据主流，交易品类基本涵盖所有消费品。二手电商行业历经 10 多年的发展，目前呈现综合平台占主流，垂直平台圈地精耕的竞争格局。从产品端看可以将二手电商划分为：1) 二手综合类，如闲鱼、转转等；2) 二手电子产品类，如爱回收、回收宝等；3) 二手时尚类，如只二、红布林等；4) 二手奢侈品类，如心上、胖虎等；5) 二手书籍类，如孔夫子旧书网、阅邻等。

图 34：二手电商行业综合类平台占据主流

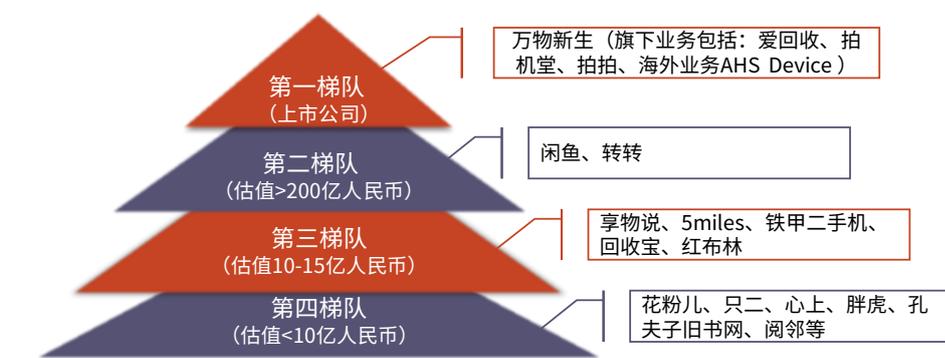


资料来源：网经社，光大证券研究所整理

万物新生上市，二手电商形成“四大梯队”，二、三梯队断层严重。第一梯队：万物新生整合爱回收、拍机堂、拍拍及海外业务 AHS Device 后，于 2021 年 6

月在纽交所上市，成为中国首家上市的二手 3C 电商。**第二梯队**：以闲鱼、转转为代表的综合类平台为主，估值大概在 200 亿元人民币以上。**第三梯队**：以享物说、5miles、铁甲二手机、回收宝、红布林为代表的垂类平台为主，估值在 10-15 亿元人民币之间；**第四梯队**：估值在 10 亿元人民币以下，以经营二手书籍、二手奢侈品等交易品类的平台为主，包括孔夫子旧书网、花粉儿、只二等。

图 35：二手电商行业呈现断层的“四大梯队”格局



资料来源：网经社，光大证券研究所整理

4.2、闲鱼背靠淘宝打造二手社区，转转首创质检服务转战 3C

闲鱼以 C2C 的交易模式为主导，发展 C2X，即连接 C 端卖家与 C（消费者）、B（商家）、S（服务商）端买家。从产品端看，闲鱼提供全品类二手交易，战略升级聚焦奢侈品等高端品类，通过“闲鱼优品”重点发展潮品、奢侈品、数码 3C、美妆及潮玩类。从服务端看，闲鱼优品保真保障（专业鉴定师 100%验货）、全场包邮。同时，优品售后相对完善，除 3C 数码类商品支持 7 天无理由退货（运费由买家承担）外，闲鱼优品其他商品支持 7 天内质量问题、或验货结果与实际收到商品不一致包退（运费由卖家承担）。此外，闲鱼优品聚焦儿童成长，开设绘本随心租栏目，用户每月仅需 0.01 元即可开通闲鱼租会员，随心租赁儿童绘本和书籍，并享受无限换租服务。

背靠淘宝流量，不断强化社区概念。闲鱼致力于提升平台社交属性，通过打造“校园圈”、“消消乐”、“闲鱼潮社”等积累用户存量基础。例如，通过打造“校园圈”聚焦年轻消费群体，用户通过学生认证加入校园圈后，可在圈内出售闲置物品、发布急需物品寻求其他用户帮忙、分享日常生活及附近租房交流等，学生可以在圈内结识来自全国学校的朋友。“消消乐”是闲鱼主推的一款小游戏，用户可通过游戏通关方式免费获取所需商品。“闲鱼潮社”主打明星、大咖同款，不仅支持低价购买明星同款或稀有收藏品，还可进入社区参与相关话题讨论。对用户而言，闲鱼不仅是交易平台，也是交友软件。社交属性的提升不仅带动了用户日常活跃度，也增加了交易双方的信任度，进而实现了流量与口碑双赢。

据阿里财报显示，2020 财年闲鱼 GMV 超 2,000 亿元，同比 2019 财年增长超 100%，日活达到 2,000 万。根据易观千帆统计数据，从 MAU 来看，闲鱼月度活跃用户数从 2018 年 2 月 1,603.29 万人提升至 2021 年 4 月 12,448.13 万人，2020 年平均月度活跃用户数为 9,331.02 万人次，同比增长 88%。从月度使用时长来看，2020 年闲鱼平均月度使用时长为 2.75 亿小时，同比增长 55.75%，较 2018 年 2 月的 0.31 亿小时提升约 8 倍，2021 年月度使用时长维持在 2 亿小时以上。从 APP 启动次数来看，2020 年总启动次数为 444.26 亿次，同比增长 68.76%。

图 36：闲鱼不断强化社区概念，提高社交属性



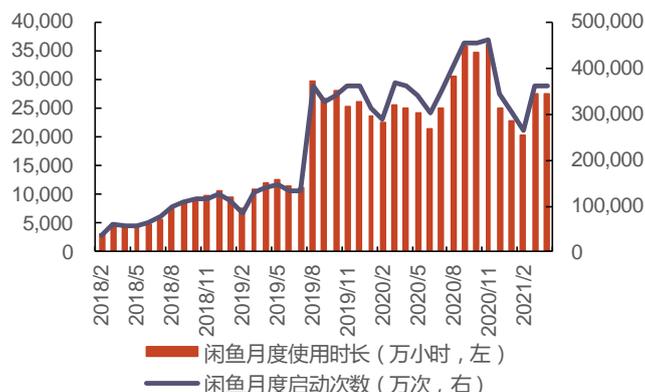
资料来源：闲鱼 APP，光大证券研究所整理；注：图片截取时间为 2021 年 11 月 5 日

图 37：闲鱼 MAU 达 1.24 亿人次（2018.2-2021.4）



资料来源：易观千帆，wind，光大证券研究所整理

图 38：闲鱼月使用时长最高达 3.6 亿小时（2018.2-2021.4）



资料来源：易观千帆，wind，光大证券研究所整理

转转作为国内领先的二手电商平台，开始转战二手 3C 市场。2020 年 5 月与找靓机战略合并，在保持 C2C 全品类发展模式的同时，业务开始聚焦二手 3C 市场。根据转转集团公布的数据显示，截至 2020 年 8 月，手机 C2B 业务和上年同期相比增长 171.69%，和宣布合并时相比增长 61.1%。2021 年 3 月以来，集团手机 C2B 业务的日收货量多日连续稳定在 15000 台，已经抢占二手手机 C2B 回收行业第一位置。

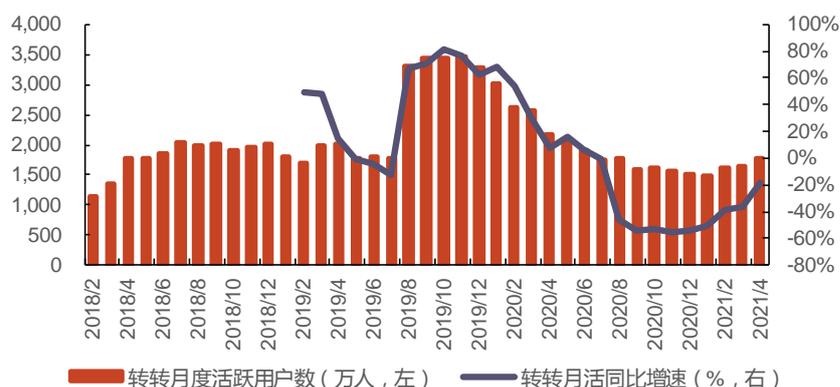
图 39：转转严选提供完善的质检及售后保障



资料来源：转转 APP，光大证券研究所整理；注：图片截取时间 2021 年 11 月 6 日

首创二手质检服务，通过转转严选不断完善商品品质及售后保障。转转严选主打严选品质、服务保障、售后无忧。从货源角度看，每件商品均来自信用度极高的卖家，保证货源的靠谱性。从服务角度看，平台聘请专业认证的资深鉴定师，提供全方位的验货服务，保证商品质量。其中，二手手机经 388 项检测（如外观成色、设备功能及深度检测等），笔记本、平板及手表经全方位检测（如设备功能及专项检测等），图书经 15 项检测（如正品识别、外观检测等）。从售后角度看，提供包退、包赔、包邮三大售后服务，确保买家消费权益。例如，手机、平板、笔记本及手表等提供 7 天无理由退货、24 小时发货、包邮等服务；图书假一赔三，满 45 包邮（偏远地区 199 包邮）。

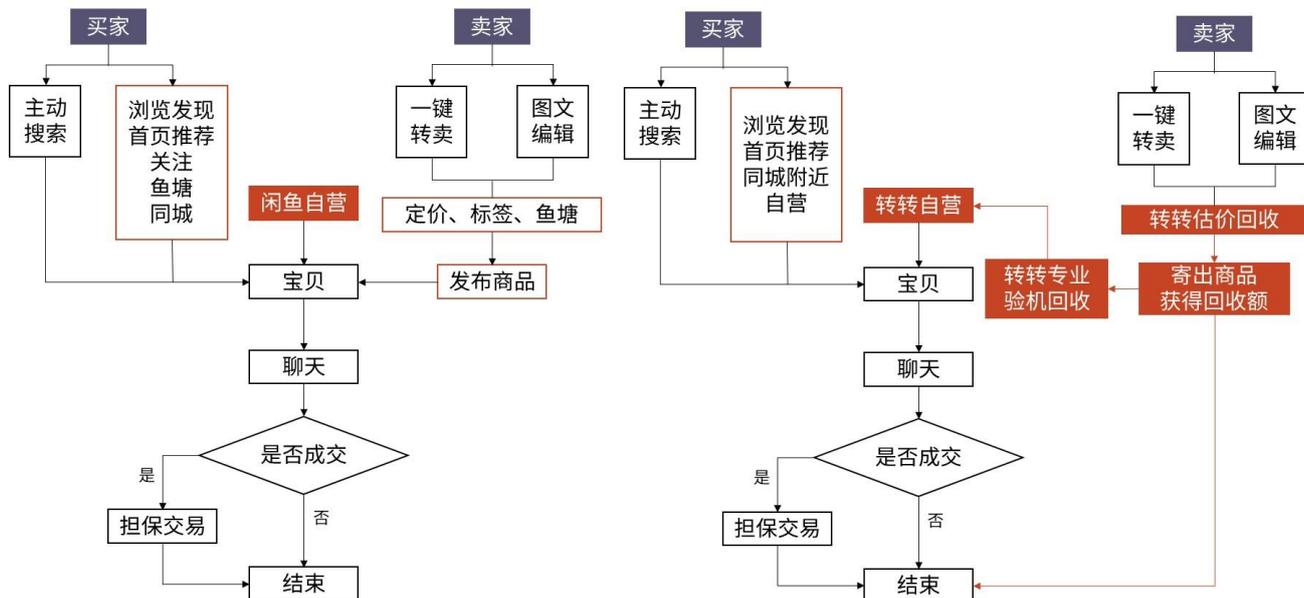
图 40：转转 MAU 于 2019 年 11 月达到峰值 3,474.18 万人次



资料来源：易观千帆，wind，光大证券研究所整理

根据易观千帆统计数据，转转月度活跃用户数在 2019 年 8 月呈现高速增长，11 月达到峰值 3,474.18 万人，之后呈现下滑趋势，2020 年平均月度活跃用户数达 2,013.04 万人，同比 2019 年 2,485.19 万人下滑 19.00%。自 2021 年起，转转 MAU 有所回升，2021 年 4 月 MAU 为 1,779.61 万人，较 2021 年 1 月 1,481.35 万人提升 20.13%。

图 41：与闲鱼相比，转转具备更加专业的质检团队与回收标准



资料来源：网经社，闲鱼 APP，转转 APP，光大证券研究所整理

表 7：闲鱼&转转差异化分析

差异化类型	平台	细分类型	主要内容
产品定位	闲鱼	全品类交易平台	
	转转	全品类→专业二手交易（尤其是二手 3C）平台	
交易模式	闲鱼	C2C 社区交易模式	交易方面 产品丰富：丰富的 SKU，淘宝海量交易商品“一键转卖”至闲鱼和其他个人的发布闲置； 信用保证：信任背书，共享阿里算法、安全防控和大数据体系；对接芝麻信用，支付宝实名认证，引入支付宝担保交易； 物流支持：依托菜鸟物流的在线寄快递服务，解决卖家物流发货问题； 二手 3C：针对 3C 产品上线信用速卖； 社区方面 核心鱼塘，基于兴趣与地域构建鱼塘社区，引入话题讨论； 发布遵循社区玩法，发布商品不一定要卖，可求点赞，用户开价；限制发布量，增加用户互动参与； 点击“我想要”直接跳转至聊天界面，在聊天界面才有交易窗口。
	转转	C2C 向 C2B2C 模式转换 专攻二手 3C 市场	交易方面 信用保证：强化信征，与社交平台合作，以微信唯一入口的登录模式引入微信社交关系链；引入芝麻信用、名企认证等第三方信征； 交易方式：点击“我想要”直接跳转至聊天界面，在聊天界面才有交易窗口； 物流保障：针对同城等大件交易接入转转同城搬运服务，邮费费用相对便宜和便捷； 售后服务：优品手机售后 30 天质保，与海尔合作，充分解决二手大家电交易后的拆装、清洁等售后问题。 专业优势 加强第三方鉴定，二手手机由官方人员质检并对产品质量提供担保； 建立优品自营模式，对优势业务品类发展自营品牌，如“转转优品”的推出； 与新品电商平台合作，如与京东合作，开辟京东专区，提升平台产品质量的同时增强信用背书。
盈利模式	闲鱼	现金流收益、广告收入、佣金收入、自营收入、服务费收入等	现金流收益 ：闲鱼交易资金流入支付宝，产生金融收益； 广告收入 ：与 get 验货服务、DBLab 球鞋护理、饿了么跑腿等平台合作的广告收入，向用户推荐淘宝商品收取的推广费； 佣金收入 ：向同城家政、闲鱼优品等入驻商家收入佣金； 其他收入 ：自营收入；闲鱼寄卖成交后收取的 6% 的服务费；收取一定验机费。
	转转	广告收入、佣金收入、自营收入、服务费收入等	广告收入 ：与 58、采货侠等平台合作收取的广告费； 佣金收入 ：转转严选、转转优选店铺入驻商家收入佣金； 其他收入 ：转转自营收入；转转寄卖成交后收取的 6% 的服务费；转转验机收取的验机费；验机团队外租合作收取的费用。

资料来源：网经社，闲鱼 APP，转转 APP，光大证券研究所整理

闲鱼和转转的主要区别：1) **产品定位不同。**闲鱼是全品类二手交易社区，种类丰富，用户量大；转转聚焦二手 3C，有自己专属的专业团队以及评判标准。2) **交易模式不同。**闲鱼专注 C2C 社区化交易模式，营造了良好的社交圈，并且通过对接淘宝“一键转卖”，平台具有丰富的 SKU；转转由 C2C 向 C2B2C 模式转换，目前两种交易模式并存，二手 3C 领域更具专业优势。3) **盈利模式不同。**闲鱼资金对接支付宝，相较于转转增加了部分现金收益。

垂直类平台圈地深耕，各具优势。奢侈品、时尚类、母婴用品、古玩书籍等垂直类二手电商平台通过深耕赛道在各垂直领域形成了独特优势。例如：1) **奢侈品二手电商--只二**通过 B2C、C2C 结合的交易模式为客户提供便捷化的服务。平台搭建单一 SKU 深耕供应链服务，通过搭建流程化、标准化及精细化的供应链，提高平台整体运营效率；同时注重多渠道运营，借助公司官网、APP、小程序等多渠道结合降低用户使用壁垒。2) **时尚类二手电商--红布林**积极探索直播带货新渠道，通过提升用户消费体验，增加用户粘性。3) **书籍类二手电商--孔夫子旧书网**具备丰富的商品资源，以 C2C 模式为主，并结合去中心化的经营方式，打造了一个集旧书与古玩珍品为一体的华夏文化交流社区。

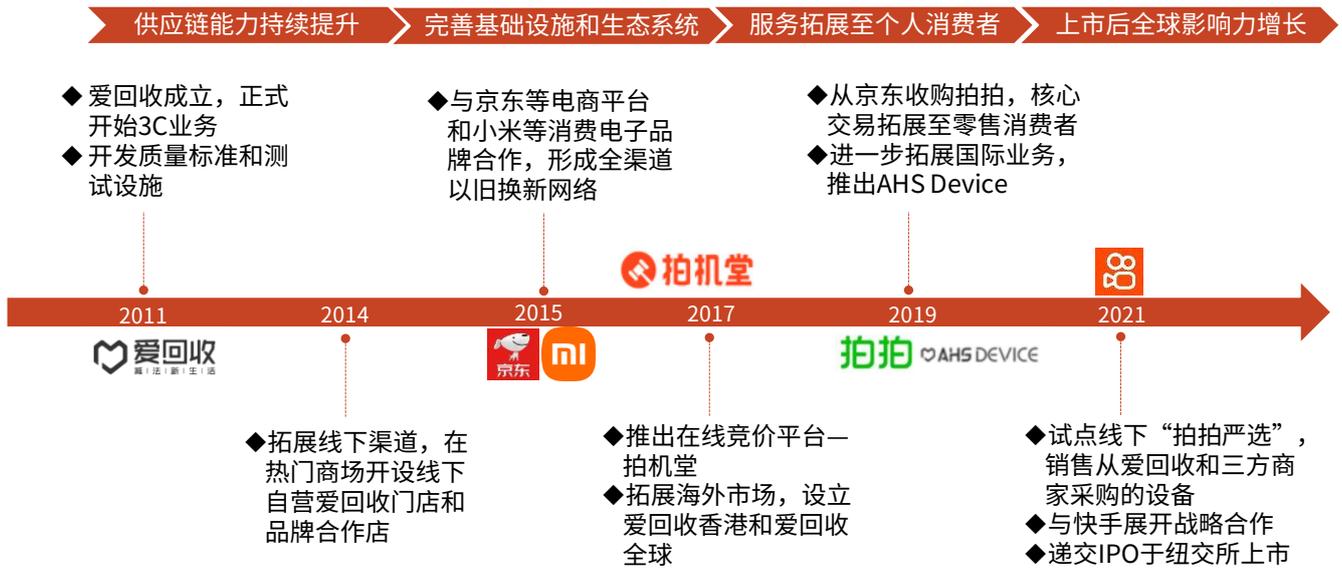
4.3、 推荐万物新生：深耕二手电子，背靠京东打造产业链闭环

4.3.1、 公司简介：十年深耕终上市，京东集团成第一大股东

万物新生（原名：爱回收）成立于 2011 年，于 2021 年 6 月 18 日在美国纽交所上市，是目前国内最大的二手 3C 产品交易和服务平台。公司最初通过旗下爱回收从消费者手中回收二手消费电子产品；2017 年推出拍机堂，逐渐拓宽第三方回收渠道；2019 年收购拍拍后产品和服务拓展至个人消费者；通过建立自有平台连接供需两端，打通产业链闭环。历经十年发展，公司旗下现存四大业务线，涵盖电子产品回收与环保处置平台（C2B）“爱回收”，全球二手 3C 产品线上交易平台（B2C）“拍机堂”，优质二手产品销售平台（B2C）“拍拍”以及海外业务 AHS Device。业务覆盖全国及印度、美国以及巴西等世界主流二手数码自由贸易市场，是京东集团战略合作伙伴，与苹果、小米、华为、大疆、OPPO、vivo 等知名企业达成深度合作。

公司经多轮融资，京东集团成为第一大股东。公司成立至今先后获五源资本、京东、景林投资、TigerGlobalManagement 等多轮投资，融资金额超 14 亿美元。从 2015 年 8 月 C 轮融资开始，京东通过参与多轮投资，成为第一大股东和第一大机构股东，合计持股 4985.6 万股，股权占比 33.9%。此外，万物新生大股东还有五源资本（持股 1905.5 万股，占比 13%）、公司创始人兼 CEO 陈雪峰（持股 1524.2 万股，占比 10.1%）、InternetFundIVPte.Ltd.（持股 1172.9 万股，占比 8%）和天图资本（持股 1154.3 万股，占比 7.9%）。

图 42: 万物新生历经 10 年发展于 2021 年上市



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所整理

表 8: 万物新生 IPO 前经历多轮融资

融资时间	融资轮次	融资金额	主要投资方
2012年1月	A轮	200万美元	五源资本
2014年7月	B轮	800万美元	IFC 国际金融公司、五源资本
2015年8月	C轮	6000万美元	京东科技、天图投资、景林投资、五源资本、IFC 国际金融公司
2016年12月	D轮	4亿美元	京东科技、天图投资、景林投资、五源资本、IFC 国际金融公司
2018年7月	战略融资	1.5亿美元	TigerGlobalManagement、京东集团
2019年6月	战略融资	5.3亿美元	京东集团、五源资本、清新资本、启承资本、TigerGlobalManagement、天图投资
2020年9月	E+轮	超1亿美元	京东集团、国泰君安国际、上海国和投资、清新资本、汇禾资本、毅峰资本
2021年4月	Pre-IPO	2亿美元	TigerGlobalManagement、建银投资、京东、快手等

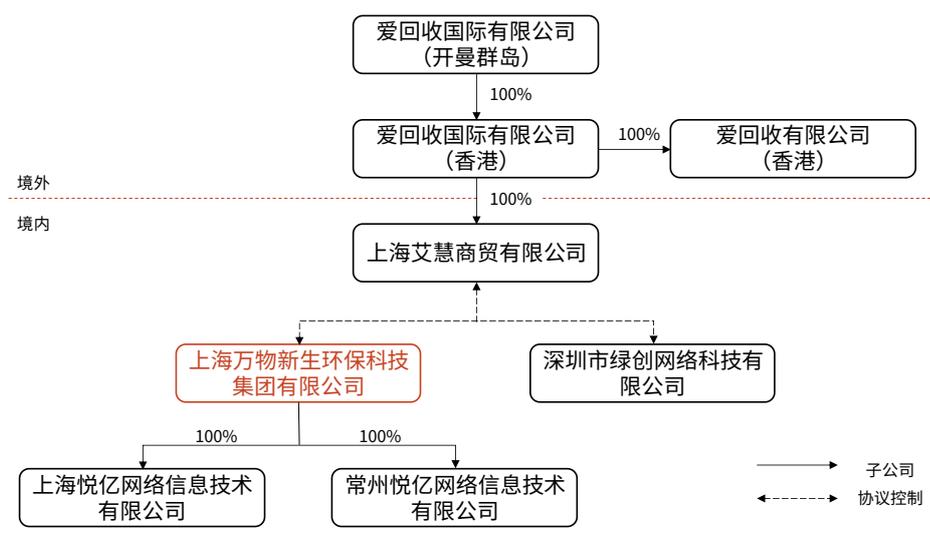
资料来源: 公司招股说明书, 天眼查, 光大证券研究所整理

表 9: 京东是万物新生第一大股东 (截至 2021 年 6 月 21 日)

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
JD.comDevelopmentLimited	4,985.61	33.9
5YCapitalEntities	1,905.54	13
KerryXuefengChen	1,524.24	10.1
InternetFundIVPte.Ltd.	1,172.91	8
Tiantuentities	1,154.32	7.9
合计	10,742.61	72.9

资料来源: wind, 光大证券研究所整理; 注: 公司 CEO 陈雪峰全资子公司 C&XFGrouplimited 持股 7.7%

图 43：爱回收集团股权结构（截至 2021 年 6 月）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

4.3.2、业务概况：业务线横跨供需两端，全产业链闭环已形成

四大业务线聚焦二手 3C 市场，致力打造全产业链闭环。公司深耕二手消费电子行业近十年，首创行业检测、分级和定价流程，已发展成为覆盖产业链供需两端的多业务平台。**1) 供给端：**通过爱回收线上和线下门店、与京东、快手合作、手机零售门店等多个渠道提供稳定的二手 3C 产品货源。**2) 处置端：**产品回收后经过公司高自动化、高精度的质检服务，对产品进行标准化的检验、分级与定价。**3) 销售端：**通过拍拍和拍机堂将产品分别销售给个人消费者和商家。爱回收、拍拍、拍机堂三个业务平台实现了公司 C2B、B2B、B2C 多种业务模式全覆盖，使供给端、消费端标准化和规模化。除了线上平台，万物新生也致力于打造线下业态，截至 2021 年 6 月 30 日，集团在中国 184 个城市开拓 862 家门店（850 家为爱回收门店，12 家为拍拍门店）及 1500 多个自助服务站。

爱回收：作为万物新生产业链供给端，支持线上电子产品直接估价，同时，通过爱回收 APP 可以直接以旧换新，也可选择线下服务站进行更新。爱回收估价流程：以手机为例，主要根据手机的使用情况、运行情况、个人账号能否退出、外观情况及手机基础信息（如：存储容量、购买渠道、网络制式、维修情况等）等评估手机价格，若产品瑕疵较多不适合回收，则不会显示回收价格。

拍拍：作为万物新生 2C 零售平台，承接京东商城的二手销售业务（手机数码、服装配饰、母婴用品等），每种交易品类下涵盖个人闲置、拍拍优品及备件库三个可选项。其中，个人闲置主要是个人出售的二手商品，无质检，价格相对便宜；拍拍优品下的商品由拍拍严选或第三方商家出售，拥有质检报告，支持 7 天无理由退货，180 天质量问题维修；备件库商品均来源于京东自营商品，支持 7 天质量问题支持退货和 180 天质量问题维修，产品来源：京东自营新品 7 天无理由退货且功能完好的商品、因外包装破损留存仓库的待销产品、原商品因质量问题退货后由厂商换新或维修的商品。

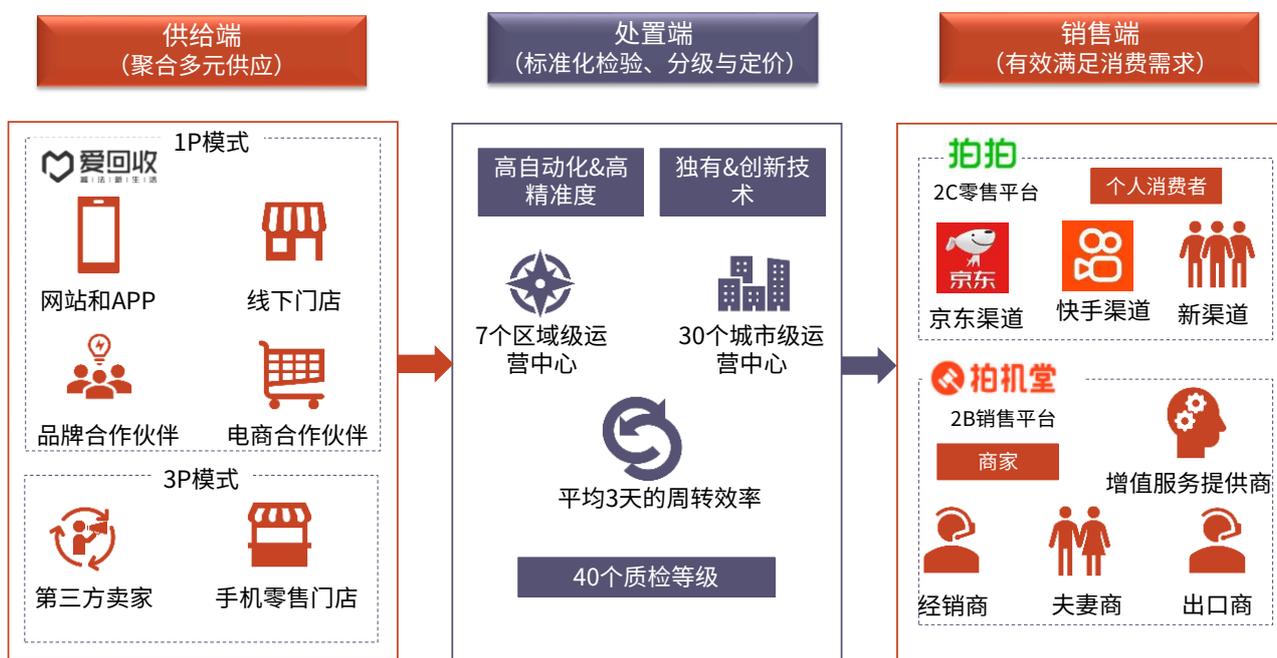
拍机堂：是万物新生 2B 销售平台，APP 设有暗拍专区、明拍专区和一口价专区，且每个专区都配备详细攻略。其中，暗拍专区分为上午场（8:00~11:00）、下午场（12:00~18:00）和晚上场（19:00-次日 02:00），竞拍者可根据物品或物品属性+等级两种方式出价（不公开），根据价高者得原则，竞拍成功后系统默认自动支付，且不同支付方式手续费不同。明拍专区公开出价竞拍，已开放京东帮卖明

拍场、备件库明拍场等场次，玩法规则：根据出价高低、竞拍数量多少、出价时间先后排名，竞价结束后查看竞价结果，买家付款成交。一口价专区即定价销售专区，所有商品明码标价。此外，消费者可通过如意购页面添加重点关注的商品，持续关注市场报价。

海外业务 AHS Device: 海外业务 AHS Device 将国内二手 3C 产品销售给东南亚、拉丁美洲等境外的商家和分销商，目前已覆盖美国、日本、印度等世界主流二手消费电子贸易市场，是唯一布局海外市场的二手消费电子产品交易和服务平台。

万物新生完善的运营体系保障了平台货源足、品类全、价格优、周转快等优势，通过爱回收、拍拍、拍机堂三大平台的配合实现了货品跨区域流通，解决了二手消费电子市场供需错配严重、交易效率低、定价无标准等问题。

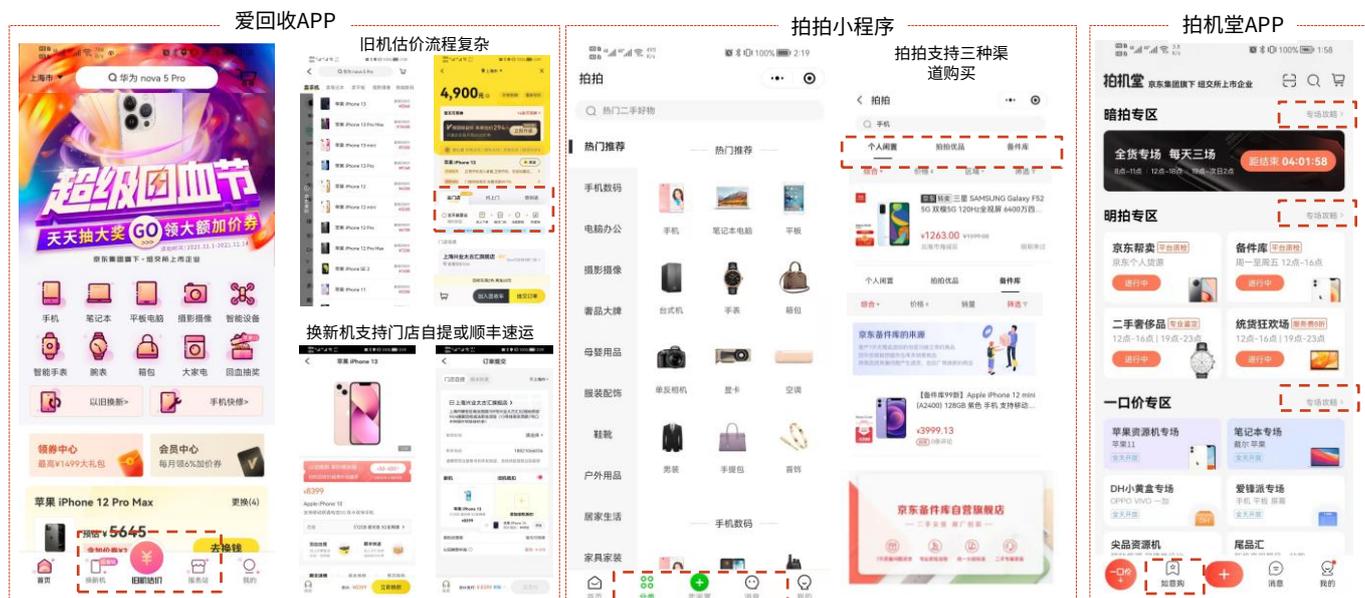
图 44：万物新生电商平台致力打造全产业链闭环（截至 2021 年 6 月 30 日）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所整理

1P+3P 两大业务模式并行。 **1P 模式（自营业务）:** 公司通过线上线下多渠道收购二手 3C 产品，消费者通过万物新生网站、旗下 APP 及合作的电商、社交平台京东、快手等购买二手产品，构成产品销售收入。 **3P 模式:** 允许第三方商家在平台（主要为拍拍和拍机堂）上销售二手 3C 产品，公司收取佣金或平台管理费，构成服务收入，2020 年货币化率为 4.1%。 1) 拍机堂：向卖家和买家均收取服务费，前者以成交价的百分比确定，后者以协商阶梯定价确定，目前佣金率约为交易额的 4%~5%。 2) 拍拍：服务费仅向卖家收取，根据成交价的百分比确定。此外，对于使用公司在线交易平台销售产品的部分商家，除了收取服务佣金外，每月额外收取固定金额的平台管理费。

图 45：万物新生运营体系完善，爱回收、拍拍、拍机堂三大平台实现货品跨区域流通



资料来源：爱回收 APP、拍拍小程序、拍机堂 APP，光大证券研究所整理；注：图片截取时间为 2021 年 11 月 4 日

表 10：公司拥有 1P 和 3P 两大业务模式

业务模式	业务范围	盈利来源
1P 模式 (产品销售收入)	①通过万物新生网站、旗下 APP 及合作的电商、社交平台京东、快手等回收二手 3C 产品； ②通过拍拍、拍机堂销售商品给个人和商家； ③提供维修和保险服务。	赚取买卖差价：回收后，经过质检、评级、定价及其他增值服务后将产品以较高价卖出赚取差价。
3P 模式 (服务佣金收入)	①允许第三方商家在平台（主要为拍拍和拍机堂）上销售二手 3C 产品； ②公司为其提供质检、评级、定价与其他增值服务。	主要收取佣金，佣金率为交易额 4%~5%。 ①拍机堂：向买卖双方都收取佣金； ②拍拍：仅向卖家收取佣金； ③对于使用公司在线交易平台的部分商家，额外收取平台管理费。

资料来源：公司招股说明书，公司公告，光大证券研究所整理

表 11：万物新生通过回收后加价出售赚取差价收入

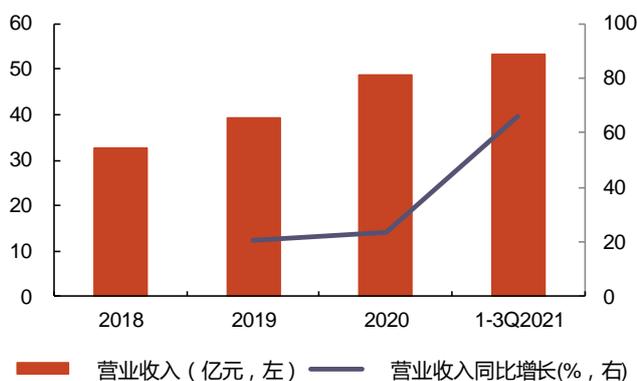
电子产品品类	回收价(爱回收) 单位：元	售价(拍拍) 单位：元	加价率
智能手机：			
iPhone13 (512G)	4500	7899	75.53%
iPhone12 (128G)	3540	4800	35.59%
iPhone12ProMax (256G)	5400	6898	27.74%
华为 Mate40Pro (5G, 8G+256G)	4300	6500	51.16%
华为 P40Pro (8G+256G)	2200	4019	82.68%
华为 Nova8Pro (8G+128G)	1660	2800	68.67%
笔记本：			
AppleMacBookPro19 年 13 寸	3150	4500	42.86%
Dell 灵越 15Plusi7-11800H512G	3100	7000	125.81%
联想 ThinkBook13s 锐龙板 2021 款	2660	4199	57.86%
HP 光影精灵 7Victusi5RTX3050	4500	6000	33.33%

资料来源：爱回收 APP，拍拍小程序，光大证券研究所整理；注：数据选取时间为 2021 年 11 月 4 日，回收价来自爱回收，售价来自拍拍，且回收和出售价格均为 APP 中较高价格。

4.3.3、财务分析：营收稳定增长，服务收入占比逐步提升

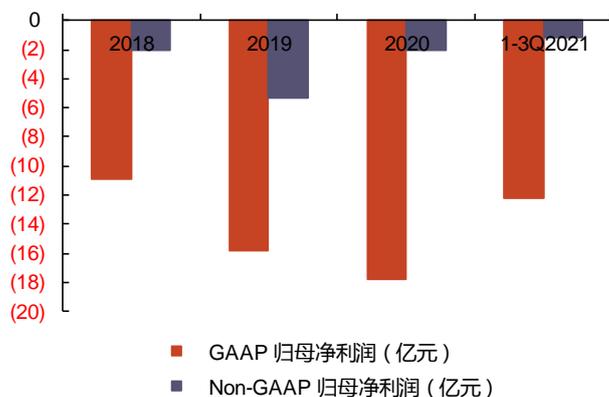
近三年公司营收稳定增长，1-3Q2021 营收增速亮眼。2018~2020 年，公司营收从 32.6 亿元提升至 48.6 亿元，CAGR 为 22.0%。1-3Q2021 实现营收 53.44 亿元，同比增长 66.3%。分业务板块看，公司 2021 年前三季度营收增长主要受益于：1) 产品收入增长：线上拍拍&拍机堂、线下爱回收门店以旧换新业务的拉动收入提升，1-3Q2021 实现 45.79 亿元，同比增长 63.4%；2) 服务收入增长：主要受益于拍拍&拍机堂交易量和佣金率的提升，1-3Q2021 实现服务收入 7.66 亿元，同比增长 85.6%。从利润端看，公司 GAAP 归母净利润由 2019 年亏损 15.83 亿元扩大至 2020 年 17.75 亿元，Non-GAAP 归母净利润由 2019 年的亏损 5.38 亿元收窄至 2020 年亏损 2.03 亿元。受上市股权激励费用影响，1-3Q2021 GAAP 归母净利润缩窄至亏损 12.22 亿元（1-3Q2020 GAAP 归母净利润为亏损 13.49 亿元），Non-GAAP 归母净利润为亏损 1.19 亿元（1-3Q2020 Non-GAAP 归母净利润为亏损 1.86 亿元）。

图 46：万物新生 1-3Q2021 营收同比增速提升至 66.3% (2018-1-3Q 2021)



资料来源：公司招股说明书，公司财报，光大证券研究所整理

图 47：万物新生 1-3Q2021 Non-GAAP 归母净利亏损 1.19 亿元 (2018-1-3Q 2021)

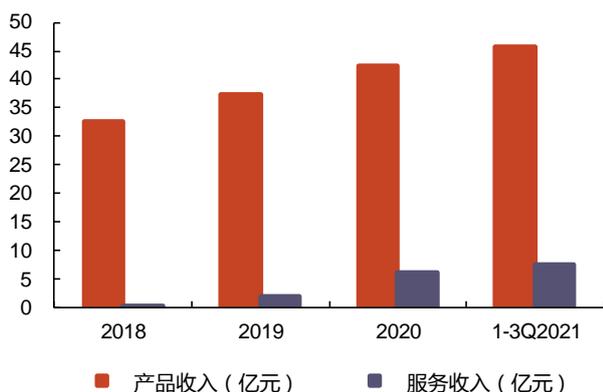


资料来源：公司招股说明书，公司财报，光大证券研究所整理

高毛利率服务收入占比提高，产品收入仍是营收主要来源。按收入结构来看，万物新生营业收入主要由产品收入、服务收入两个板块构成。其中，产品收入为其主要收入来源，2018-2020 年产品收入分别为 32.50/37.30/42.44 亿元，占比分别为 99.6%/94.9%/87.4%。随着公司消费产品交易数量的增长，1-3Q2021 产品收入达 45.79 亿元，同比增速 63.4%。服务收入来源于公司对在线平台商家和用户收取的佣金。平台货币化率从 2018 年的 0.5% 提升至 2019 年的 2.4%，于 2020 年达到 4.1%，带动万物新生服务收入占比逐步提升，2018-2020 年分别实现服务收入 0.12/2.02/6.14 亿元，同期 CAGR=615.3%。1-3Q2021 服务收入 7.66 亿元，占营收比重提升至 14.3%。

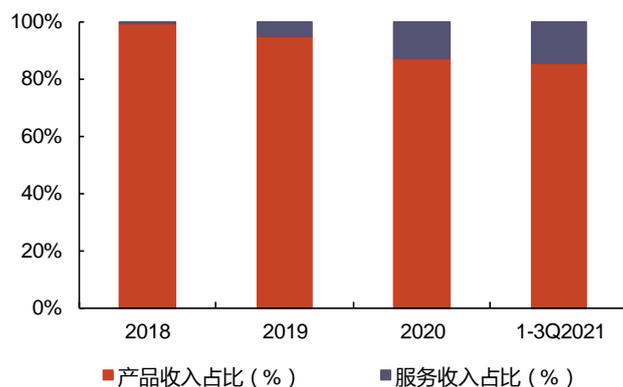
毛利率稳步增长，1-3Q2021 毛利率为 26.4%。2018 年以来，高毛利率的服务收入占比提升，持续增长带动公司毛利率稳步上行。公司毛利率从 2018 年 14.1% 增长 11.6pct 至 2020 年 25.7%，公司盈利能力持续提升。

图 48: 万物新生产品收入仍是营收主要来 (2018-1-3Q 2021)



资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 光大证券研究所整理

图 49: 万物新生服务收入占比提高 (2018-1-3Q 2021)



资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 光大证券研究所整理

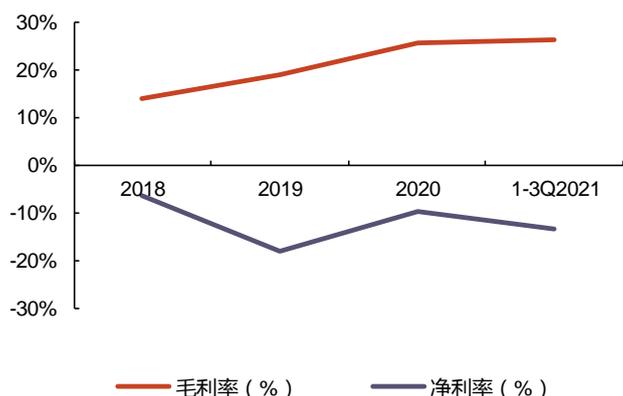
2021 年前三季度受股权激励费用确认的影响, 公司各项费用率呈现小幅提升。其中, 2020 年由于人员配置优化, 公司履约费用率由 2019 年 16.7% 下降至 13.7%。1-3Q2021 年履约费用率增长至 14.4%, 主要原因包括: 1) 与公司业务增长有关的人员成本增加, 以及 2Q2021 确认的因授予具有 IPO 条件的员工期权而产生的 4249 万元人民币 (658 万美元) 的薪酬费用; 2) 与二手消费电子产品销售增长同步的物流费用和运营中心相关费用的增加。1-3Q2021 销售费用率为 15.7%, 在四项费用中占比最高。1-3Q2021 销售费用率增长的主要原因: 1) 与公司业务增长有关的人员成本增加, 以及 2Q2021 确认的股权激励费用 2,626 万元人民币 (合 407 万美元); 2) 增加了与流量获取和二手设备采购相关的销售佣金。1-3Q2021 管理费用率和研发费用率分别为 11.9%/6.3%, 较 1-3Q2020 年提升 3.5 pct /0.7pct, 其中管理费用率同比提升主要是由于 2Q2021 确认的股权激励费用 28,207 万元人民币 (合 4,367 万美元)。

图 50: 万物新生毛利润稳步提升 (2018-1-3Q 2021)



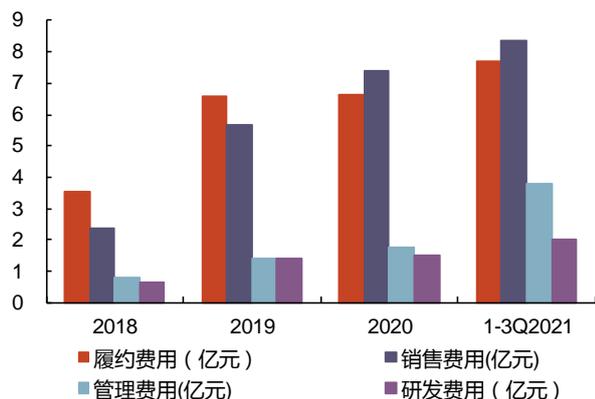
资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 光大证券研究所整理

图 51: 万物新生毛利率维持上升趋势 (2018-1-3Q 2021)



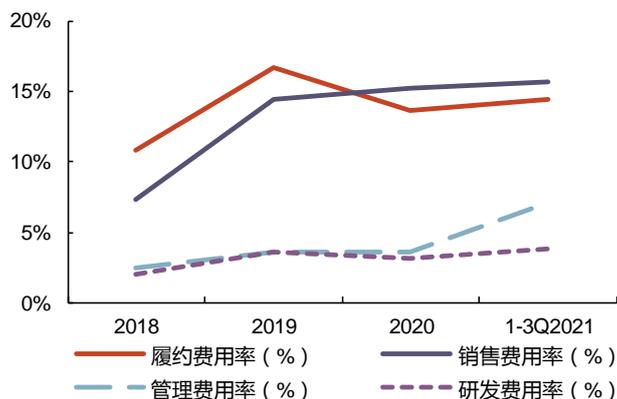
资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 光大证券研究所整理

图 52:万物新生费用受股权激励影响有所增加(2018-1-3Q 2021)



资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 光大证券研究所整理

图 53: 1-3Q 2021 万物新生费用率小幅提升 (2018-1-3Q 2021)

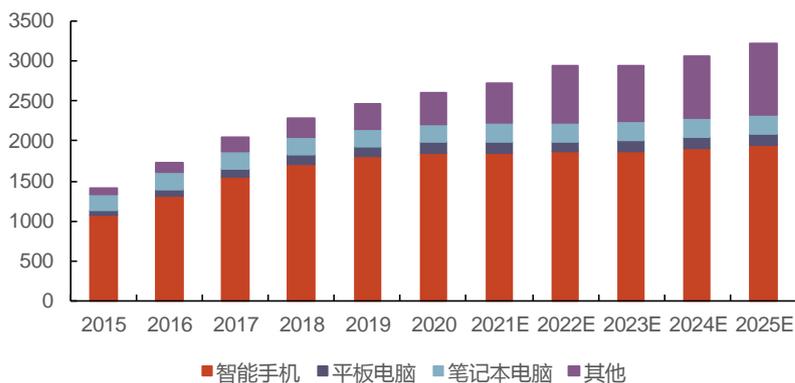


资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 光大证券研究所整理

4.3.4、未来发展：二手消费电子交易体量巨大，背靠京东、快手市场加速下沉

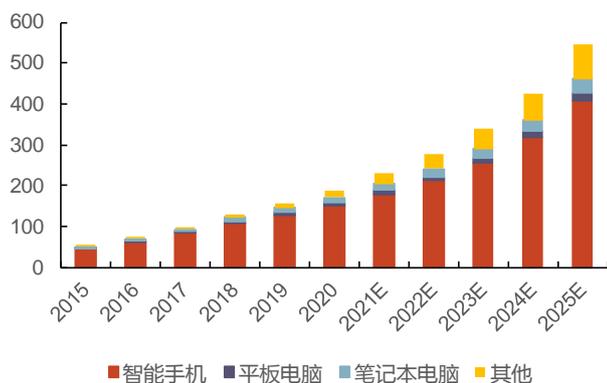
中国电子产品流通体量巨大，二手电子产品交易量和交易额稳步提升。据 CIC 数据，2020 年中国电子产品流通量为 26.2 亿台，同比增长 5.96%，预计 2020~2025 年 CAGR 为 4.3%。从交易量看，2020 年中国二手消费电子产品交易量为 1.9 亿台，同比增长 21.15%，预计 2020~2025 年 CAGR 为 23.7%，至 2025 年总交易量将达 5.5 亿台；其中，2020 年智能手机交易量达 1.5 亿台，同比增长 17.83%，预计 2020~2025 年智能手机品类 CAGR 为 22.0%，至 2025 年交易量将达 4.1 亿台。从交易额看，2020 年中国二手消费电子交易额（GMV 口径）达 2,522 亿元，其中智能手机品类约为 1,800 亿元，同比增长 27.66%；据 CIC，预计 2025 年市场交易总额将达 9,673 亿元，其中智能手机品类为 6,900 亿元，2020~2025 年 CAGR 分别为 30.8%/30.9%。

图 54：中国电子产品流通体量 2020~2025 年 CAGR 为 4.3% (百万台)



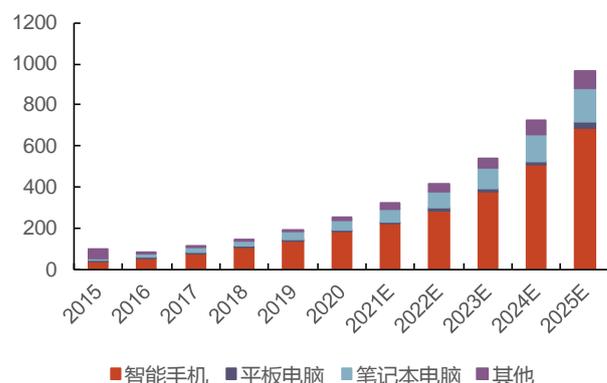
资料来源: 万物新生招股说明书, CIC 预测, 光大证券研究所整理

图 55: 中国二手电子产品交易量庞大 (百万台)



资料来源: 万物新生招股说明书, CIC 预测, 光大证券研究所整理

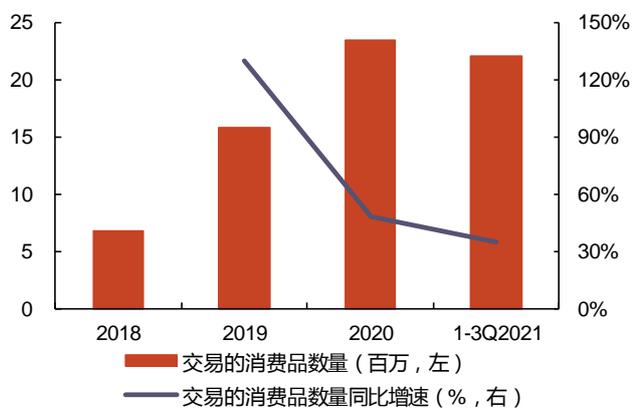
图 56: 中国二手电子产品交易额稳步提升 (十亿元)



资料来源: 万物新生招股说明书, CIC 预测, 光大证券研究所整理

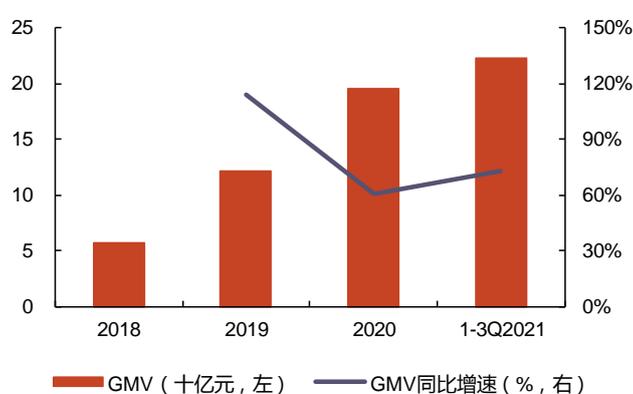
万物新生消费产品交易数量和 GMV 大幅提升。根据 CIC 统计, 2020 年万物新生集团电子消费产品交易数量和 GMV 均位列中国市场第一, 市占率分别为 8.7% 和 6.6%, 交易规模超越行业内第二名至第五名的总和。1-3Q2021 公司实现 GMV 为 223 亿元, 同比增长 72.9%; 消费产品交易数量为 2210 万件, 同比增长 35.6%。截至 2021 年 9 月 30 日, 拍拍堂的注册卖家超 20 万家, 公司线下门店数量增长至 956 家, 截至 11 月公司线下门店已经突破 1,000 家。

图 57: 万物新生 1-3Q2021 消费产品交易数量增速有所下降



资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 光大证券研究所整理

图 58: 万物新生 GMV 高速增长 (2018-1-3Q 2021)

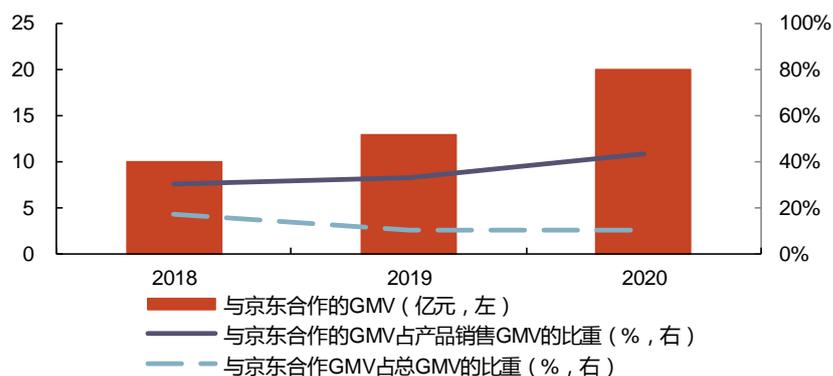


资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 光大证券研究所整理

公司依靠京东用户流量支撑, 持续深耕供应链。2019 年 6 月, 公司与京东集团签订了五年框架业务合作协议, 涉及用户流量、营销、研发、佣金分享、供应链物流、客户服务及售后服务等多领域的广泛合作。**目前万物新生与京东的具体合作包括:** 1) 京东平台首页提供拍拍和爱回收的入口端, 为万物新生高效引流。2) 万物新生为京东平台消费者提供 3C 电子消费产品“以旧换新”服务, 在该服务模式, 消费者需要提供旧设备的相关情况, 平台根据设备情况进行估价, 新设备的最终显示价格为将旧设备价格抵扣后的价格, 然后由消费者选择商品邮寄方式, 确认订单, 最终付款。3) 拍拍上的订单主要由京东物流配送。4) 京东还支持“多件换新”服务, 在购买新 3C 产品时, 支持多件二手商品单独估价、共同抵扣。

与京东合作 GMV 占产品销售收入比重逐年提升。2018-2020 年，万物新生与京东集团合作的 GMV 分别为 10/13/20 亿元，占产品销售 GMV 的 30.3%/33.3%/43.5%，占公司总 GMV 的 17.5%/10.7%/10.2%。1Q2021 公司从京东平台通过以旧换新等渠道回收的二手消费电子产品 GMV 占公司总 GMV 的 9.2%；公司在京东平台内设的“拍拍二手”1Q2021 贡献的 GMV 占公司产品销售 GMV 的 42.9%。

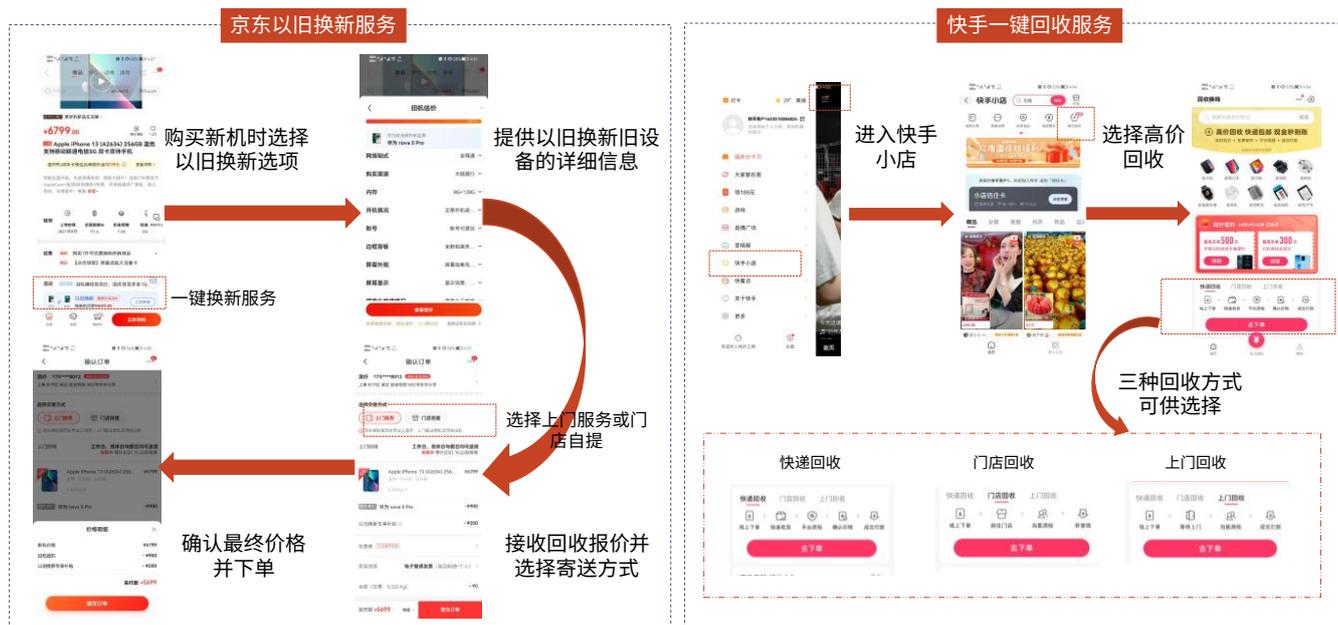
图 59：万物新生与京东合作的 GMV 稳步增长（2018-2020）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

与快手达成战略合作，开始渗透下沉市场。2021 年 5 月，万物新生开启 Pre-IPO 融资，快手正式投资万物新生。目前快手 APP 通过快手小店正式开启二手 3C 回收服务，快手小店支持快递回收、门店回收和上门回收三种回收方式。此外，万物新生旗下的拍拍联合快手开展电商直播带货，借助快手流量优势开展旧机销售业务，加速渗透国内规模庞大的下沉市场。2021 年 3 月 19 日，拍拍严选联合快手电商共同打造专场直播活动，并由快手品质好物发现官华少主播，当晚直播间在线观看总人数达 260 万，累计下单金额超 4400 万，创造了二手 3C 直播带货的交易量新纪录。

图 60：万物新生与京东和快手合作进行二手手机回收



资料来源：公司招股说明书，京东 APP，快手 APP，光大证券研究所整理；注：图片截取时间为 2021 年 10 月 6 日

4.3.5、盈利预测与估值

公司营业收入来自于产品销售收入和服务收入，其中，公司产品销售收入主要分为线上和线下产品净收入。线上产品销售受益于：1) 拍拍、拍机堂两大平台积极加强 Switch、智能手表、摄影设备等其他产品品类的扩展，产品矩阵不断完善，和京东、快手达成合作关系后将会扩大公司 2C 端消费者覆盖范围，为线上平台带来更多流量和货源；2) 截至 2021 年 6 月 30 日，拍拍、拍机堂及线下爱回收数量已经超过 700 家，未来门店数量及门店交易量有望持续提升，2020 年线下门店和自助服务站网络持续扩展速度由于疫情原因有所放缓，我们预计未来将维持较高的开店速度，继续增强对低线城市的渗透，预计产品销售收入将实现稳步增长。我们预计 2021-2023 年产品销售收入增速分别为 29.68%/28.22%/30.17%。

公司服务收入主要由拍拍、拍机堂和其他渠道构成。公司质检基建逐步完善，拍拍目前已形成以二手消费电子为主，全品类覆盖的销售形态。同时，公司加大其他渠道投入，投资二手奢侈品平台值耀，爱回收 APP 为其开放线上流量以及线下门店作为回收入口。伴随着与京东、快手合作加速市场下沉及 3P 业务货币化率不断提升，预计服务收入增速较快。我们预计 2021-2023 年服务收入增速分别为 156.12%/94.71%/65.99%。

综上，我们预计公司 2021-2023 年总营业收入为 7,077/10,120/14,270 百万元，同比增速分别为 45.67%/43.00%/41.01%。鉴于服务收入属于平台抽佣的轻资产盈利模式，毛利率水平较高，因此随服务收入占比提升，公司综合毛利率水平或将保持上行趋势。我们预计 2021-2023 年公司综合毛利率分别为 29.56%/32.47%/36.32%。

表 12: 万物新生产品收入和服务收入预测

单位: 百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,932	4,858	7,077	10,120	14,270
营业成本	3,176	3,610	5,126	6,935	9,658
营收 YoY (%)	20.55%	23.56%	45.67%	43.00%	41.01%
毛利率 (%)	19.21%	25.68%	29.56%	32.47%	36.32%
产品业务:					
收入净额	3730	4244	5504	7057	9186
YoY (%)	14.78%	13.77%	29.68%	28.22%	30.17%
收入占比 (%)	94.87%	87.36%	77.77%	69.73%	64.37%
服务业务:					
收入净额	202	614	1573	3063	5084
YoY (%)	1638.83%	204.57%	156.12%	94.71%	65.99%
收入占比 (%)	5.13%	12.64%	22.23%	30.27%	35.63%

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所预测

我们认为公司作为二手电商上市企业持续完善供应链水平、加速下沉市场开发, 未来市场份额有望积极提升。我们预计公司 2021~2023 年 GAAP 口径下 EPS 为-6.33/-3.55/0.11 元。鉴于公司尚未盈利, 我们采取 PS 相对估值法。分别选取国内综合电商平台唯品会、京东、阿里巴巴、拼多多、苏宁易购为可比公司, 以上五家公司与万物新生均属于电商平台, 业务模式相近。参考 5 家公司平均 PS, 给予公司 2021 年 2.0 倍 PS, 对应公司 2021 年营业收入 7,077 百万元, 得出公司目标市值为 22.12 亿美元, 对应目标价为 10.03 美元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 13: 万物新生可比公司估值比较

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	PS (X)			营业收入 (百万元)			市值 (亿元)
		2021 年 11 月 22 日	20A	21E	22E	20A	21E	22E	
唯品会	VIPS.N	64.96	0.4	0.4	0.3	101,858	123,740	141,888	439
京东	JD.O	561.34	1.2	0.9	0.8	745,802	950,826	1,164,373	8,751
阿里巴巴	BABA.N	874.37	3.3	2.6	2.1	717,289	925,606	1,129,045	23,703
拼多多	PDD.O	508.93	10.7	6.0	4.2	59,492	105,471	153,262	6,378
苏宁易购	002024.SZ	4.03	0.1	0.2	0.1	251,323	231,546	258,486	375
平均值			3.2	2.0	1.5				
万物新生	RERE.N	7.86 美元	2.3	1.6	1.1	4,858	7,077	10,120	17.32 亿美元

资料来源: 可比公司 2021 和 2022 年营业收入取 Wind 一致预期, 万物新生 2021 和 2022 年营业收入为光大证券研究所预测; 股价时间为 2021-11-22; 汇率按 1USD=6.4CNY, 1HKD=0.82CNY 换算, 除万物新生外, 可比公司股价和市值均换算为人民币

表 14: 万物新生盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,932	4,858	7,077	10,120	14,270
营业收入增长率	20.55%	23.56%	45.67%	43.00%	41.01%
归母净利润 (GAAP 百万元)	-1,583	-1,775	-1,395	-782	25
净利润(GAAP)增长率	NA	NA	NA	NA	NA
净利润 (Non-GAAP 百万元)	-538	-203	-183	341	1,106
净利润 (Non-GAAP)增长率	NA	NA	NA	NA	224.29%
EPS (GAAP 元)	-2.44	-0.92	-6.33	-3.55	0.11
P/E	NA	NA	NA	NA	442
P/S	2.8	2.3	1.6	1.1	0.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 股价时间为 2021-11-22; 汇率按 1USD=6.4CNY 换算, 1ADS=1.5 普通股

5、风险分析

宏观经济增速放缓和居民收入增速未达预期。宏观经济的增长、居民收入的提高是提升居民消费水平的根本原因。二手闲置交易作为居民消费后的商品处置渠道，其市场量级在很大程度上由宏观经济与居民收入增速所决定。

市场竞争加剧，行业市场下沉效果不及预期。通过市场下沉等方式获取潜在用户是二手电商平台提高 GMV 的关键。如果市场下沉效果不达预期，那么二手电商平台交易规模将受到负面冲击。

监管环境进一步收严，二手商品供给及行业痛点解决不达预期。如果政府进一步加强了对电商平台的监管，一手电商平台发展放缓导致二手闲置交易商品增量缩减，二手产品供给不达预期；同时，监管加强等政策风险也可能直接对二手电商平台发展造成负面影响。

6、附录——主要二手平台简介

6.1、万物新生—爱回收、拍拍、拍机堂

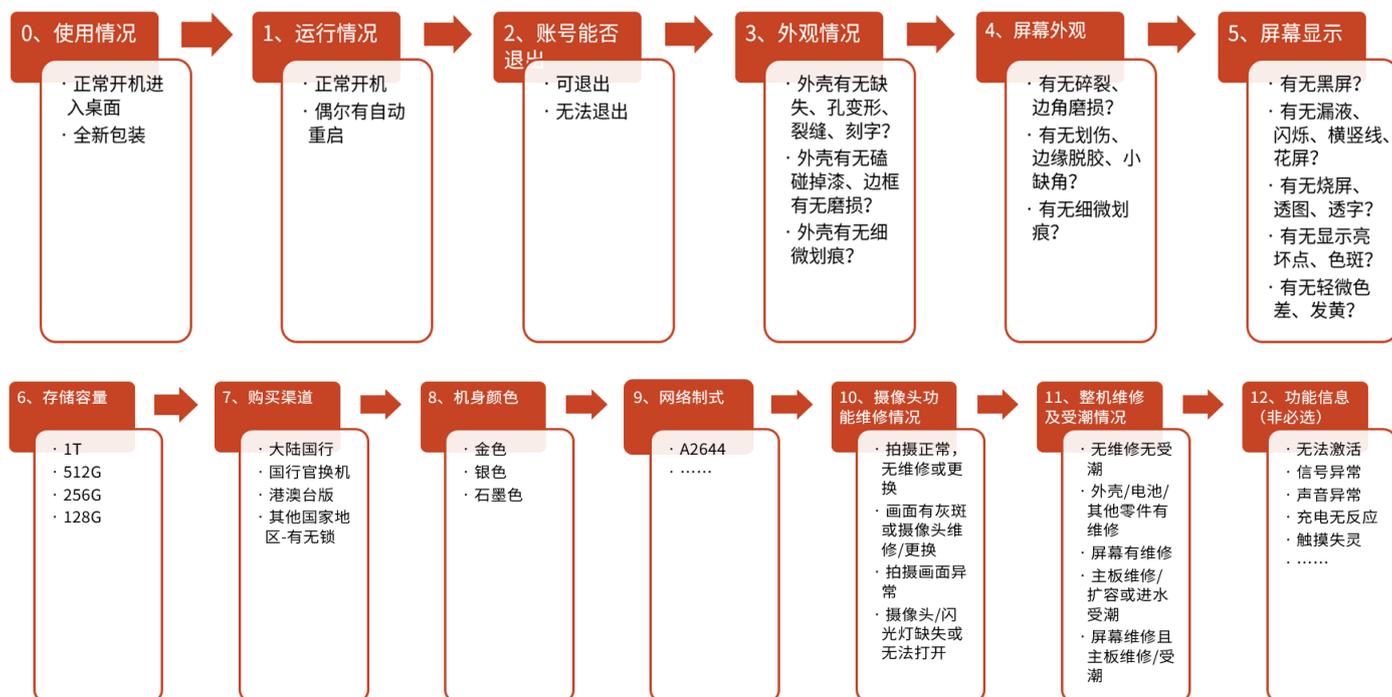
万物新生拥有爱回收、拍拍、拍机堂三大平台运营体系。其中，爱回收支持电子产品直接估价、以旧换新、线下服务站进行更新。拍拍承接京东商城的二手销售业务，每种交易品类下涵盖个人闲置、拍拍优品及备件库三个可选项。拍机堂中设有暗拍专区、明拍专区和一口价专区。

6.1.1、爱回收

爱回收 APP 有四项功能。第一，线上估价回收。消费者在下载爱回收 APP 后，对想要转卖的电子产品进行线上估价。可回收产品品类有手机、笔记本、平板电脑、摄影摄像、智能设备、智能手表、腕表、大家电等。在进行估价后，可选择去门店、约上门或寄快递的方式交付旧机。第二，以旧换新。消费者可以购买或者换购自己所在城市的有货机型，通过爱回收 APP 以添加旧机抵扣方式换新或者直接购买新机。第三，线下服务站。用户可以搜索所在城市的服务站，线下服务站提供卖旧机、换新机、修手机等服务，消费者可前往线下服务站进行消费。第四，手机快修。共有到店维修、上门维修、邮寄维修三种方式。

爱回收具备 12 步估价流程：爱回收根据手机的使用情况、运行情况、个人账号能否退出、外观情况及手机基础信息（如：存储容量、购买渠道、网络制式、维修情况等）等评估手机价格，若产品瑕疵较多不适合回收，则不会显示回收价格。

图 61：爱回收 APP 手机估价流程



资料来源：爱回收 APP，光大证券研究所整理

爱回收 APP 以旧换新流程：换新机的品类主要有苹果、realme、OPPO、荣耀、小米、vivo 等。以苹果手机为例，先点击“换新机”，选择手机品牌、型号、

存储空间、颜色、网络类型后，以添加旧机抵扣方式换新或者直接购买新机。若旧机已经估价，无需再进行估价；若未估价，则需要前述 12 步程序估价后抵扣换新。

爱回收支持门店自提和顺丰快递两种回收方式。其中门店回收只针对上海、北京、广州、深圳、天津、杭州、东莞、南京、苏州、佛山、无锡、济南等地区的用户，用户可通过浏览地图，查看最近最方便的线下门店，在线下单之后，凭短信直接去爱回收网门店进行交易。

6.1.2、拍拍

拍拍是万物新生 2C 零售平台，承接京东商城的二手销售业务（手机数码、服装配饰、母婴用品等），每种交易品类下涵盖个人闲置、拍拍优品及备件库三个可选项。拍拍具备定级检测能力，设立了七大二手检测鉴定中心，10 家授权检测机构超，5 家第三方实验室。

拍拍小程序提供三种方式购买二手商品。第一种，个人闲置。主要是个人出售的二手商品，无质检服务。第二种，拍拍优品。拍拍优品下的商品由拍拍严选或第三方商家出售，拥有质检报告，支持 7 天无理由退货，180 天质量问题维修。第三种，备件库商品，支持 7 天质量问题支持退货和 180 天质量问题维修，产品来源为京东自营新品 7 天无理由退货且功能完好的商品、因外包装破损留存仓库的待销产品、原商品因质量问题退货后由厂商换新或维修的商品。

拍拍小程序提供两种方式售卖闲置品。第一种，快速回收。主要是个人出售指定品牌的二手商品，涵盖手机、笔记本、平板电脑、摄影摄像、智能数码、电脑配件、陈年老酒等。以潮鞋为例，可回收的品牌有 AirJordan、耐克、阿迪达斯、范斯、匡威。第二种，一键转卖。一键转卖下的商品是用户在京东上买过的商品，可点击“一键转卖”进行转卖。

图 62：拍拍个人闲置、拍拍优品、备件库



资料来源：拍拍小程序，光大证券研究所整理

6.1.3、拍机堂

拍机堂是万物新生 2B 销售平台，APP 设有暗拍专区、明拍专区和一口价专区。拍机堂暗拍专区的开场时间分为上午场（8:00~11:00）、下午场（12:00~18:00）和晚上场（19:00-次日 02:00）。

拍机堂暗拍专区：首先，按照两种方式参与暗拍场出价。方式 1 为以物品为维度进行出价，即物品属性值+等级+质检报告，支持所有场次；方式 2 为以物品属

性值+等级出价（此种方式不支持修改数量），仅支持暗拍专场。竞拍成功后，系统默认自动支付。确认收货后，用户有 72 小时验货时间，验货期间可对符合当期退货标准的货物申请退货，并在线上审核通过之后将物品邮寄至指定的退货地点。

图 63：拍机堂 APP 暗拍专区



资料来源：拍机堂 APP，光大证券研究所整理

拍机堂明拍专区开场时间。提供四种场次选择，分别为京东帮卖（开场时间：每天 10:00-次日 2:00，2 小时 1 场，8 场不间断）、备件库（含京东备件库、电商备件库两类，开场时间：周一至周五 12:00-16:00）、二手奢侈品（主要销售二手奢侈品系列，开场时间：每天 12:00-16:00 | 19:00-23:00）、统货狂欢场（开场时间：每天 12:00-16:00 | 19:00-23:00）。

拍机堂明拍专区：以物品为维度进行出价，即物品基础属性+等级+质检报告。京东备件库物品仅支持售后补差，不支持退货。其他明拍场物品自确认收货后，用户有 72 小时验货时间，验货期间可对符合当期退货标准的货物申请退货，并在线上审核通过之后将物品邮寄至指定的退货地点。

图 64：拍机堂 APP 明拍专区



资料来源：拍机堂 APP，光大证券研究所整理

图 65：拍机堂 APP 一口价专区



资料来源：拍机堂 APP，光大证券研究所整理

拍机堂一口价专区开场时间。提供两种场次选择，有尖品资源机（开场时间：全天开放，主营苹果资源机/BS 机/DH 小黄盒/爱锋派/官修官换等稀缺货源尖品，超高性价比）和尾品汇（开场时间：全天开放，主营新机业务）。

拍机堂一口价专区：出价方式为以物品为维度进行出价，即物品基础属性+等级+质检报告（尾品汇业务除外）。自确认收货后，有 72 小时验货时间，验货期

间可对符合当期退货标准的货物申请退货，并在线上审核通过之后将物品邮寄至指定的退货地点。

6.2、转转

转转品类主要有手机、电脑平板、数码、图书、游戏、服装鞋帽、潮牌奢品、二手车等。有两类市场，一类为严选市场，提供七天无理由退换货等服务。另一类为自由市场，买卖双方自由成交，无品质保障。

图 66：转转严选与自由市场



资料来源：转转 APP，光大证券研究所整理

转转严选在售前提供验货服务，其中，二手手机提供 388 项检测（如外观成色、设备功能及深度检测等）服务；笔记本、平板及手表提供设备功能及专项检测等服务；图书有 15 项检测（如正品识别、外观检测等）服务。在售前提供包退、包赔、包邮等服务，其中手机、平板、笔记本及手表等提供 7 天无理由退货。

转转 APP 卖闲置：分为省心卖和发闲置两种模式，其中省心卖为 C2B2C 模式，发闲置为 C2C 模式。

图 67：转转严选买二手商品官方保障



资料来源：转转 APP，光大证券研究所整理

6.3、闲鱼

闲鱼优品重点发展潮品、奢侈品、数码 3C、美妆及潮玩类。从服务端看，闲鱼优品提供专业鉴定师 100%验货、全场包邮。其中 3C 数码类商品支持 7 天无理

由退货（运费由买家承担），其他商品支持 7 天内质量问题、或验货结果与实际收到商品不一致退货（运费由卖家承担）。

社区概念：1) “校园圈”：用户通过学生认证加入校园圈后，可在圈内出售闲置物品、发布急需物品寻求其他用户帮忙、分享日常生活及附近租房交流等。2) “闲鱼潮社”：主打明星、大咖同款，支持低价购买明星同款或周边。

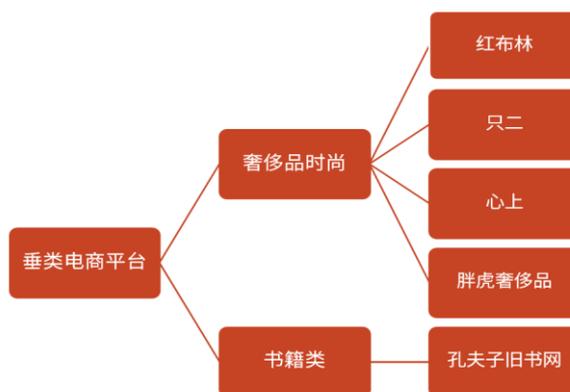
图 68：闲鱼优品



资料来源：闲鱼 APP，光大证券研究所整理

6.4、垂类电商平台比较

图 69：垂类电商平台分类



资料来源：各大 APP，光大证券研究所整理

6.4.1、奢侈品时尚-红布林

红布林是二手时尚闲置交易平台，采用 C2B2C、B2B2C 模式，涵盖包袋、首饰、配饰、女装、女鞋、手表等商品，主要交易高端品牌。

红布林平台有省心寄卖和快速回收两种途径。省心寄卖拥有全品类 1200+时尚品牌、自己定价、90%商品 30 天内出售、买家签收后 10 天到账。极速回收主要有包、配饰、手表等 100+重点品牌、平台出价、鉴定 48 小时回收、24h 到账。

图 70: 红布林 APP 省心寄卖



资料来源: 各大 APP, 光大证券研究所整理

图 71: 红布林 APP 极速回收



资料来源: 各大 APP, 光大证券研究所整理

6.4.2、奢侈品时尚-胖虎奢侈品

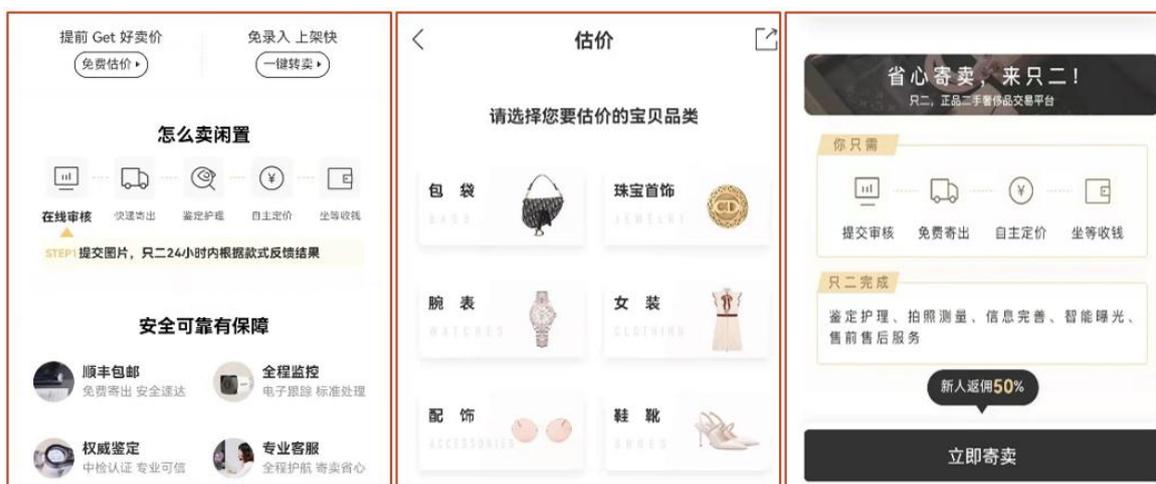
胖虎奢侈品 APP 提供奢侈品网上销售、奢侈品实体体验会所、奢侈品鉴定、养护、回收、寄卖等, 是国内首家 C2B2C 模式的移动端二手中高端奢侈品交易网络平台。胖虎的鉴定师来自保利、宝瑞通、苏富比等国内外一线拍卖、典当行的鉴定专家和从业经验 5 年以上的资深二手店主。胖虎鉴定中心是中国检验认证集团、中国二手奢侈品行业协会、国家消费争议商品检测中心合作机构, 也是国际著名时装杂志《时尚芭莎》官方指定鉴定和售后服务合作伙伴。

提供实物和图片两种鉴定方式。实物鉴定方式下, 胖虎收件后出具证书, 并寄回商品。图片鉴定方式下, 提交鉴定单后由专属鉴定师初审, 再由首席鉴定师复审, 最后出具鉴定报告。鉴定之后, 输入需要查询的证书编号即可查询。

6.4.3、奢侈品时尚-只二

只二包含珠宝首饰、腕表、女装、配饰、鞋靴等, 提供免费估价服务, 点击“一键转卖”, 即可转卖或寄卖。

图 72: 只二 APP 估价



资料来源: 只二 APP, 光大证券研究所整理

6.4.4、奢侈品时尚-心上

“心上”包含女包、男包、腕表、首饰、配饰、服饰、鞋靴、包袋等商品，具备成体系的鉴定流程，所有鉴定师均具备中检集团认证的鉴定资质，提供平台寄卖和自助出售两种出售方式。

图 73：心上 APP 平台寄卖（左）、自助出售（右）



资料来源：心上 APP，光大证券研究所整理

6.4.5、书籍类-孔夫子旧书网

孔夫子旧书网以 C2C 模式为主，商品品类涵盖线装古籍、民国旧书、期刊报纸、外文原版、国学古籍、收藏鉴赏、小说文学、语言文学、历史地理等书籍。

孔夫子旧书拍卖：分为珍本区、大众区、低价区、艺术品专场。

图 74：孔夫子旧书网 APP 拍卖



资料来源：孔夫子旧书网 APP，光大证券研究所整理

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 EverbrightSunHungKai(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSunHungKai(UK)CompanyLimited
64CannonStreet, London, UnitedKingdomEC4N6AE