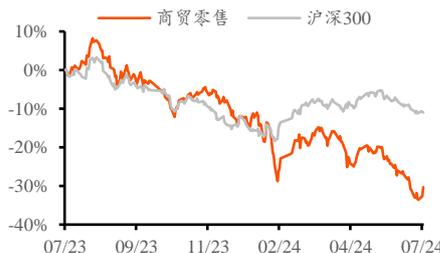


性价比消费助推循环电商，闲置消费市场空间广阔 ——循环电商行业深度报告

增持(维持)

行业： 商贸零售
日期： 2024年07月17日
分析师： 彭毅
E-mail: pengyi@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523090003
分析师： 吴昱迪
E-mail: wuyudi@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523020001

近一年行业与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

核心观点

循环电商多业务模式并存，年轻人和高线城市用户更为活跃。循环电商也称二手电商，指面向闲置物品进入转售市场形成的零售次级市场，代表了消费品当中的存量市场。我国二手电商共有 B2C、C2B、B2B、C2C、C2B2C 五种商业模式，其中 C2C 和 C2B2C 模式是循环电商的两种典型。从消费群体看，8090 后和 Z 世代是二手电商的主力及潜在用户群体。从渗透率看，一线、新一线、二线城市的活跃渗透率相对于低线城市更高，我们认为，随着高线城市消费市场更趋饱和，低线城市消费需求不断增加，下沉市场的潜力有待挖掘。

信任危机、供需匹配等制约行业发展的痛点正在被逐步解决。国内二手电商平台众多，但多数二手电商平台因被信任危机、供需匹配等行业痛点所制约而陷入发展困境。近些年头部二手电商平台都开始加码 C2B2C 模式，提供质检、估价、售后保障等服务来保障消费者权益，通过减弱商品信息不对称等问题，增强买卖双方信任；同时，利用铺设线下门店和线上平台、加码直播带货、以及与电商和品牌合作等方式不断打开下沉市场，串联供需两端。我们认为，随着行业监管不断加强，二手电商市场有望步入健康发展阶段。

行业存在较大发展空间，市场空间超万亿。2024 年 3 月国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》部署实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动。需求端：网民规模及互联网渗透率持续提高，叠加网络购物习惯的养成，为线上闲置物品再交易提供基础。供给端：虽然用户增长存在天花板，但交易的商品是持续的增量，二手电商通过强化自身供应链、深入不同圈层、提供优质的增值服务精细化运营手段培养用户池，有助于在当前市场背景下快速抢占市场份额。考虑到 2017-2021 年期间，我国循环电商规模从 8675 亿元增长至 20821 亿元，CAGR 为 26.05%，其中 2021 年同比增速为 33%，亿欧智库预计 2025 年循环电商规模将到达 3.8 万亿。

三超多强，万物新生、闲鱼、转转稳居前列。我国二手电商形成“四大梯队”，受巨头整合作用影响，呈现向闲鱼、转转、万物新生三大头部集中的趋势。1) 万物新生：中国最大的二手交易服务平台，通过爱回收、拍机堂、拍拍及 AHS Device 四大业务线形成了 C2B+B2B+B2C 全产业链的完整闭环，并以技术创新不断解决行业痛点、拓展回收品类。公司借助京东、快手加速市场下沉，同时与苹果、华为、小米等企业达成业务合作提高回收渗透率，在 1P 和 3P 业务共同发展下，有望处于持续上升通道。2) 闲鱼：背靠阿里，强化社区交友概念，并围绕提升信任问题向商业化转型，在以 C2C 为主的交易模式下，持续加码 C2B2C。3) 转转：归属于腾讯和 58 集团系，由聚焦 3C 向全品类市场发展，旗下拥有转转、找靓机和红布林等多个二手电商品牌。

投资建议

我们认为，循环电商行业虽然市场关注度不高，但拥有超万亿的广阔市场空间，行业痛点也在逐步解决。基于全球推动循环经济和碳达峰碳中和的政策导向，建议关注背靠京东，深耕二手 3C 领域且拓展多品类回收，已形成 C2B+B2B+B2C 全产业链完整闭环的平台龙头：万物新生。

风险提示

行业竞争加剧；业务拓展不及预期；政策趋严风险。

正文目录

1. 循环电商行业现状	4
1.1. 循环电商定义	4
1.2. 循环电商商业模式	5
1.3. 政策导向	5
1.4. 行业痛点及应对方法	6
2. 循环电商发展趋势	7
2.1. 行业空间：2025 年交易规模预计将过万亿	7
2.2. 需求端：z 世代群体为潜力用户，下沉市场潜力有待挖掘	8
2.3. 供给端：个人卖家是主要来源，精细化运营培养用户池	10
2.4. 竞争格局：三超多强，巨头整合作用凸显	11
3. 循环电商主要标的	13
3.1. 万物新生	13
3.2. 闲鱼	26
3.3. 转转	27
4. 风险提示	29

图目录

图 1: 我国循环经济发展历程	4
图 2: 闲置交易方式	4
图 3: 二手市场行业痛点	7
图 4: 循环电商市场空间	8
图 5: 循环电商行业渗透率	8
图 6: 循环电商用户规模	8
图 7: 中国网民规模及互联网普及率	9
图 8: 中国手机网民规模及其占网民比例	9
图 9: 2022 年 9 月中国移动互联网以及行业月活跃用户规模 TOP10	9
图 10: 2022 年 9 月移动购物二级行业月活跃用户规模 TOP10	9
图 11: 2022 年 9 月闲置市场活跃用户画像	10
图 12: 用户运营策略	11
图 13: 中国消费电子保有量	11
图 14: 二手电商图谱	12
图 15: 二手电商规模梯队分布	12
图 16: 互联网巨头在二手电商领域优势图	12
图 17: 公司发展历程	13
图 18: 集团架构	14
图 19: 业务布局	14
图 20: 爱回收运行机制	15
图 21: 爱回收线上回收渠道	15
图 22: 拍机堂运行机制	15
图 23: 拍拍平台	16
图 24: 拍拍严选门店	16
图 25: AHS Device 业务示意图	16
图 26: 公司业务结构	17
图 27: 公司营收情况(亿元, %)	18
图 28: 公司 Non-GAAP 经营利润情况(万元)	18
图 29: 按业务营收拆分	18
图 30: 按地区营收拆分	18
图 31: 公司全产业链闭环结构	19
图 32: 爱回收货源	20

图 33: 运营中心检测步骤.....	21
图 34: 常州/东莞全自动运营中心.....	21
图 35: 拍机堂服务亮点.....	21
图 36: 拍机堂竞拍模式.....	21
图 37: 拍拍有 70+品类.....	22
图 38: 机大侠.....	23
图 39: MTA 手机自助回收机.....	23
图 40: 爱清除步骤原理.....	23
图 41: 拍照盒子.....	23
图 42: 多品类回收.....	24
图 43: 京东以旧换新交易步骤.....	25
图 44: 快手月活和电商交易总额.....	25
图 45: 部分品牌合作伙伴.....	26
图 46: 闲鱼 2023 产品升级发布会发布的用户结构.....	27
图 47: 闲鱼交易模式.....	27
图 48: 转转发展进程.....	28

表目录

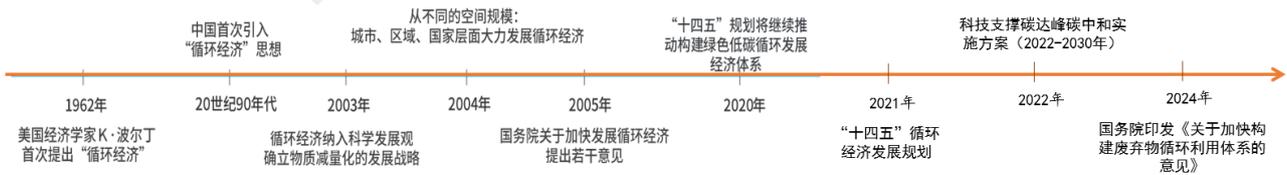
表 1: 二手电商商业模式.....	5
表 2: 政策梳理.....	6
表 3: 主要标的对比.....	12
表 4: 股权结构.....	14
表 5: 拍拍售后政策.....	22
表 6: 公司与京东合作进程.....	25
表 7: “趣租机”方案.....	29

1. 循环电商行业现状

1.1. 循环电商定义

据易观分析，循环经济指在资源投入、企业生产、产品消费及其废弃的全过程中，把传统的依赖资源消耗的线形增长的经济，转变为依靠生态型资源循环来发展的经济。在我国循环经济已有30多年发展历史，并且在资源战略布局地位日益增强。循环经济包含两大类：1) 再生资源利用：主要包括再制造和再生资源回收利用。2) 资源综合利用：主要包括共生、伴生矿综合开发与合理利用，以及产业废弃物的回收与合理利用。随着国民生活水平的日益提升，消费升级浪潮积累了一定的物品闲置资源，为了推行循环经济发展观念，促进商业消费相关意见陆续出台，鼓励发展“互联网+二手”体系，民众通过二手交易可以将生活中的闲置物品再次利用，延长闲置品的生命价值周期，因此二手电商交易平台在此期间得以迅速发展。

图1:我国循环经济发展历程



资料来源：易观分析，各部委，国务院，甬兴证券研究所

据亿欧智库，循环电商，也称二手电商，是指面向闲置物品进入转售市场形成的零售次级市场，从消费者或品牌经营者经过处理后重新进入市场流通所产生新的商业关系。闲置经济代表了消费品当中的存量市场，二手渠道的出现加速闲置物品进入流通市场。据头豹研究院，二手电商的闲置物品交易方式可分为买卖、置换、回收、捐赠等，其中买卖最为常见。根据商品交易种类内容不同，可以分为两类：1) 综合二手电商：提供各类闲置商品交易；2) 垂直二手电商：针对特定领域闲置商品设立交易平台，如二手电子产品、二手奢侈品、二手图书、二手车、二手服饰等。

图2:闲置交易方式



资料来源：易观分析，甬兴证券研究所

1.2. 循环电商商业模式

二手电商以C2C和C2B2C模式为主。我国二手电商共有B2C、C2B、B2B、C2C、C2B2C五种商业模式，其中C2C和C2B2C模式是循环电商的两种典型模式。C2C模式中闲鱼更占据用户优势，但受限于闲置品的非标品问题，C2C交易流程虽短但存在较多问题。对此，作为承接交易的二手平台，其自带附加服务的重要性逐渐凸显，例如估价、质检、维修、售后等系列增值服务，可有效减弱商品信息不对称问题，增强买卖双方信任，因此行业在逐渐向C2B2C模式倾斜。例如，对二手3C产品与二手奢侈品而言，交易平台提供的专业质检服务将商品逐渐标准化，可以减弱消费者购买顾虑的同时促进交易量达成，但这对企业自身技术实力、供应链效率、服务能力都是一种考验。

表1:二手电商商业模式

模式	特点	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	转转、闲鱼
C2B2C	企业从个人卖家处回收商品，经过鉴定和处 理再加工后面向个人买家进行二次销售，并 承担售后服务	转转、闲鱼、拍拍、红布林、只二、胖虎

资料来源：易观分析，甬兴证券研究所

1.3. 政策导向

利好循环经济发展的产业政策陆续发布，催生新的产业发展机遇。据易观分析，近年来，国家发布多项二手行业相关措施，旨在规范行业交易制度的同时鼓励商业消费、资源循环、构建再生资源交易；利用指导建议方案，提振国民消费信心，大力倡导资源循环利用，为二手电商发展起到积极促进作用，助推行业健康发展。2024年3月国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》部署实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，支持电子产品生产企业发展二手交易、翻新维修等业务。

表2:政策梳理

政策名称	时间	颁布主体	相关要点
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	2024年3月	国务院	推动二手商品交易平台企业建立健全平台内经销企业、用户的评价机制，加强信用记录、违法失信行为等信息共享。支持电子产品生产企业发展二手交易、翻新维修等业务。
《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》	2024年2月	国务院	鼓励“互联网+二手”模式发展。支持有条件的地区建设集中规范的二手商品交易市场。完善旧货交易管理制度，研究制定网络旧货交易管理办法，健全旧货评估鉴定行业人才培养和管理机制。出台二手商品交易企业交易平板电脑、手机等电子产品时信息清除方法相关规范，保障旧货交易时出售者信息安全。研究解决旧货转售、翻新等服务或相关商品涉及的知识产权问题。
《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022—2030年）》	2022年6月	科技部、发展改革委等9部	加快完善绿色低碳科技企业孵化服务体系，优化碳达峰、碳中和领域创新创业生态，建立更加完善的绿色低碳科技创新体系
《深圳市检察机关电子产品翻新产业知识产权刑事合规指引（试行）》	2022年4月	广东深深圳市检察院	为促进循环经济，绿色发展，助力实现碳达峰碳中和，促使电子产品回收翻新产业从业者主动拥抱监管，自觉规范翻新和销售行为，防范潜在法律风险，发布了全国首个电子产品翻新产业知识产权刑事合规指引。
《促进绿色消费实施方案》	2022年1月	国家发展改革委等部门	面向碳达峰、碳中和目标，大力发展绿色消费，增强全民节约意识，推进消费结构绿色转型升级
《“十四五”循环经济发展规划》	2021年7月	国家发展改革委	鼓励“互联网+二手”模式发展，强化互联网交易平台管理责任，加强交易行为监管，为二手商品交易提供标准化、规范化服务，鼓励平台企业引入第三方二手商品专业经营商户，提高二手商品交易效率
《网络交易监督管理办法》	2021年3月	市场监督管理总局	网络交易经营者收集、使用消费者个人信息，应当遵循合法、正当、必要的原则，明示收集、使用信息的目的、方式和范围，并经消费者同意。网络交易经营者收集、使用消费者个人信息，应当公开其收集、使用规则，不得违反法律、法规的规定和双方的约定收集、使用信息。
《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	2021年2月	国务院	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
《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020）》	2019年6月	国家发展改革委等3部门	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，落实生产者责任，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置，壮大回收拆解领域市场主体实力，畅通全生命周期资源循环，提高利用效率

资料来源：各部委，甬兴证券研究所

1.4. 行业痛点及应对方法

信任危机、供需匹配等痛点制约行业发展。据易观分析，国内二手电商平台众多，行业集中度较高企业占据大部分市场，但能够在现有商业模式下实现大规模变现或盈利的企业并不多，多数二手电商平台陷入发展困境，面临拓展业务边界与转型升级的压力。

- **交易前痛点：**由于信息不对称，用户缺乏质检和合理定价的能力，且由于回收渠道碎片化，商家分散，许多二手设备处于闲置且未回收状态。

当前应对方式：针对热门品类，二手电商平台以质检、定级、定价的技术作为驱动力，建立专门的质检标准与分类，精准评估商品价值，例如：爱回收针对3C品类建立了38项质检标准。针对回收渠道分散问题，头部平台通过多重回收场景积累供应链能力，包括线下门店、线上平台、直播、与电商合作、与品牌合作等。

- **交易中痛点：**行业规范欠佳，用户在回收过程中经常遇到欺诈、隐私泄露、回收层级多，对服务缺乏信任等问题。另外，中国的低线城市

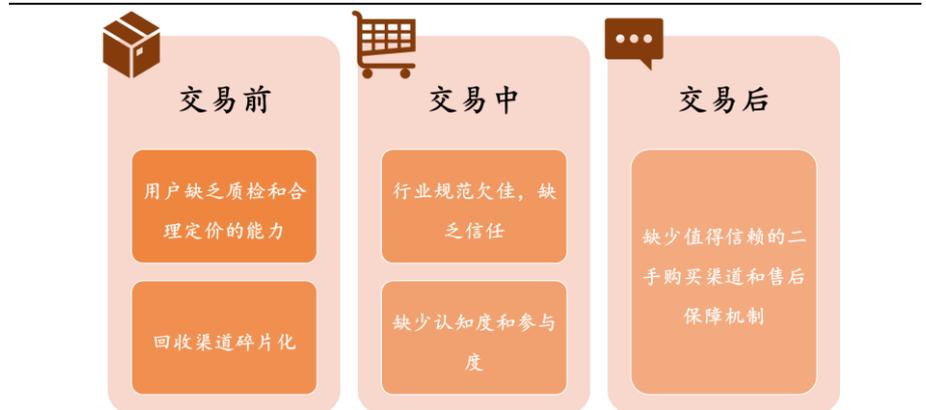
和巨大的低收入人群，对有质量保障的二手电子产品有旺盛的需求，但对二手电商缺少认知度和参与度。

当前应对方式：二手电商平台直达 to C 端的零售消费者，引用第三方质检或自建质检体系，通过研发检测设备，提高检测精准度，加快检测进度；同时，利用第三方支付平台及其累计的信用数据建立完善的信用担保机制，例如：闲鱼芝麻信用授权。二手电商还通过与内容平台合作，加速渗透下沉市场。

➤ 交易后痛点：消费者缺少值得信赖的二手购买渠道和售后保障机制。

当前应对方式：二手电商以供应链为基础，建立品牌与购买信任，通过一年质保、7 天无理由退货、定级检测等服务为用户购买二手商品保驾护航，提供优质的用户体验。

图3:二手市场行业痛点



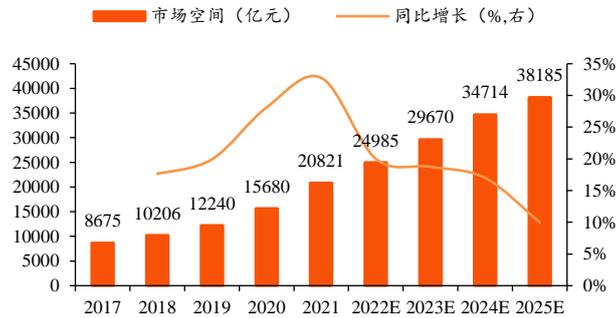
资料来源：Mob 研究院，万物新生官网，甬兴证券研究所

2. 循环电商发展趋势

2.1. 行业空间：2025 年交易规模预计将过万亿

循环电商行业存在较大发展空间，市场空间超万亿。据亿欧智库，在过去几年中，随着国内社会零售总额增速逐渐放缓，城市消费品闲置总额也随之增长，二手闲置物品交易形成了一个庞大的转售市场。据估算，国内综合家居类、图书类、3C 数码、奢品箱包、衣物类（不包含二手车）等闲置物品的交易量在 2025 年预计将超过万亿规模。考虑到 2017-2021 年期间，我国循环电商规模从 8675 亿元增长至 20821 亿元，CAGR 为 26.05%，其中 2021 年同比增速为 33%，预计 2025 年循环电商规模将到达 3.8 万亿。

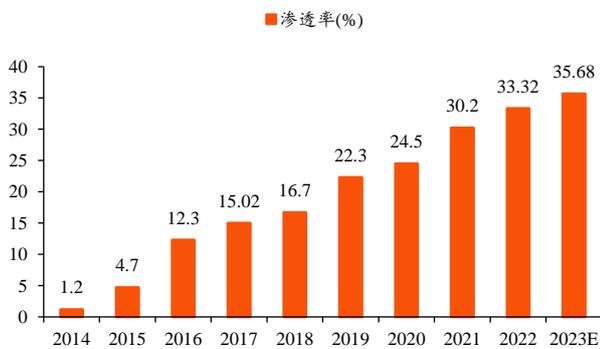
图4:循环电商市场空间



资料来源：亿欧智库，甬兴证券研究所

循环电商行业渗透率和用户规模持续增长。据易观分析，国内二手电商市场交易规模与用户规模逐年攀升，引来巨头和资本纷纷入局，从目前的资本市场的热度与行业格局的竞争来看，综合二手电商和垂直二手电商格局基本稳定，行业开始向标准化，规范化发展。在此环境下，二手电商活跃用户规模将持续攀升，据“电数宝”电商大数据显示，预计2023年行业渗透率为35.68%，同比增长2.36pct；二手电商用户规模达6.2亿人，同比增长33.9%，增速较为稳定。

图5:循环电商行业渗透率



资料来源：电数宝，网经社，甬兴证券研究所

图6:循环电商用户规模



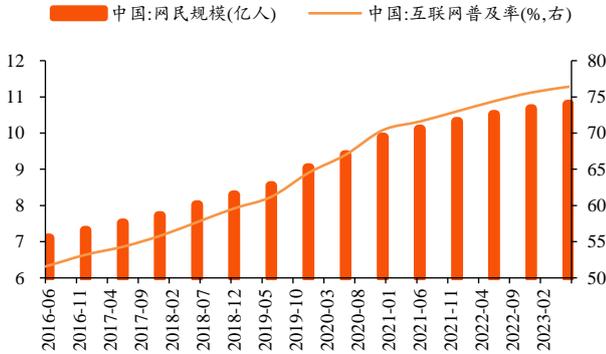
资料来源：电数宝，网经社，甬兴证券研究所

2.2. 需求端：z世代群体为潜力用户，下沉市场潜力有待挖掘

网民规模持续扩大。据头豹研究院，二手电商行业受益于政府持续推进基础设施建设和网络铺设、中国固定和移动端网民规模保持稳步上升趋势、以及互联网渗透率持续提高。2016年6月至2023年6月，网民规模由7.1亿人上升至10.8亿人，年复合增长率达到6.17%，渗透率由51.7%上升至76.4%，手机网民规模由65,637万人上升至107619万人，年复合增长率达到7.32%，渗透率由92.5%上升到99.8%。我们认为，固定端和

移动端网民规模持续扩大，互联网渗透率持续提高，或将为二手电商平台获取用户流量打下基础。

图7:中国网民规模及互联网普及率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

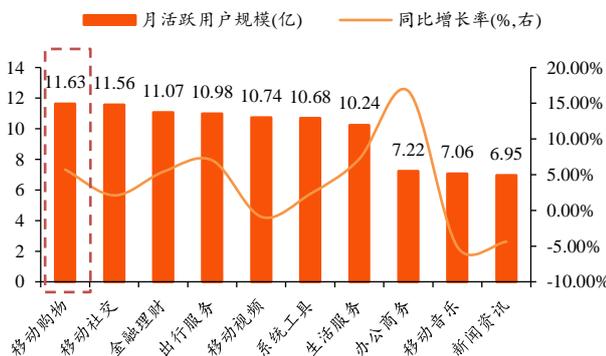
图8:中国手机网民规模及其占网民比例



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

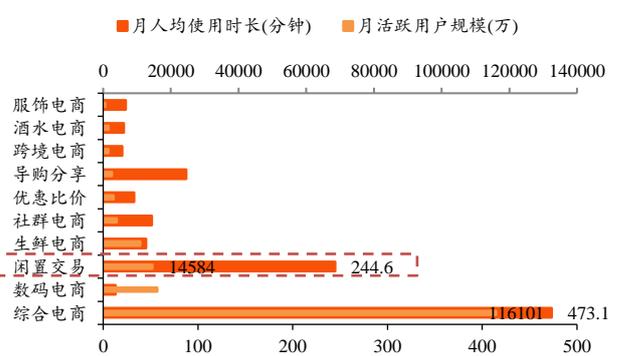
网络购物习惯的养成为线上闲置物品再交易提供基础。随着移动互联网的快速普及，头部行业用户规模超过10亿量级，流量增长速度放缓，部分行业进入存量经济时代。据QuestMobile数据显示，2022年9月，共有7个一级行业活跃用户规模达到10亿，其中移动购物成为流量最高的行业，活跃用户规模增至11.6亿。伴随用户对各类型电商平台的使用粘性不断提高，网络购物习惯为线上闲置物品再交易提供良好的基础，移动购物行业中，闲置交易月活跃用户规模为14584万，月人均使用时长为244.6分钟，同比增长11.7%，位列移动购物二级行业第二位。据央视网数据，2024年5月，全国闲置商品日均交易额已突破10亿元，每天都有400万件闲置物品在平台上发布，目前二手闲置市场规模已突破万亿元

图9:2022年9月中国移动互联网以及行业月活跃用户规模TOP10



资料来源: QuestMobileTRUTH 中国移动互联网数据库, 甬兴证券研究所

图10:2022年9月移动购物二级行业月活跃用户规模TOP10



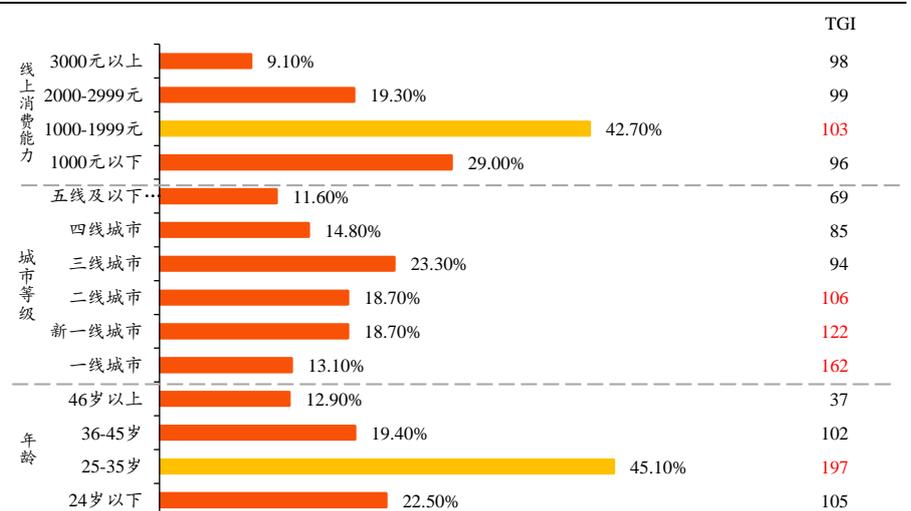
资料来源: QuestMobileTRUTH 中国移动互联网数据库, 甬兴证券研究所

青年群体成为二手消费的主力人群，z世代群体为潜力用户。从用户年龄来看，据易观分析，35岁以下人群是闲置市场的主力用户，80，90后

对商品消费的态度既关注性价比，也愿意享受超前消费，是消费主力群体，Z世代则是二手电商未来的潜在用户群体。据 QuestMobile 数据显示，2022 年 9 月，25-35 岁人群在闲置市场占比 45.1%，目标群体指数（TGI）为 197，24 岁以下的 z 世代群体占比 22.5%，TGI 为 105。

用户对高线城市渗透率较高，下沉市场潜力有待挖掘。从城市等级来看，一线、新一线、二线城市的 TGI 分别为 162、122、106，活跃渗透率相对于低线城市更高。据易观分析，通常二手商品的流通需要从一线、新一线和二线城市向三四五线城市迁移，开拓下沉市场潜力，由高线城市作为供给方，低线城市作为需求方，对于剩余价值高的闲置物品，产品性能品质保持完好，能够满足下沉市场消费者对商品价格与质量的要求，所以我们认为，下沉市场潜力有待挖掘。

图11:2022年9月闲置市场活跃用户画像



资料来源：QuestMobileGrowth 用户画像标签数据库，甬兴证券研究所

注：TGI=目标行业某个标签属性的月活跃占比/全网具有该标签属性的月活跃占比*100

2.3. 供给端：个人卖家是主要来源，精细化运营培养用户池

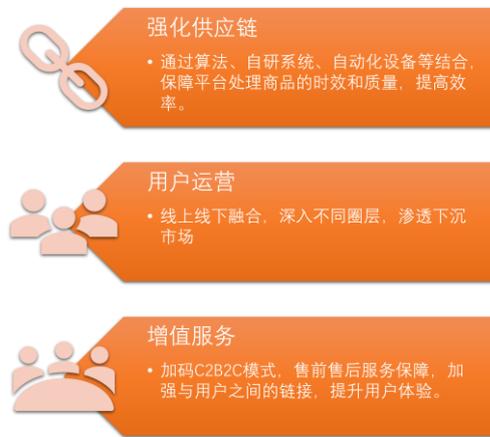
个人卖家是二手电商交易物品的主要来源。当前，二手交易货源多样，有个人卖家、品牌残次品、电商退货产品、官翻机等，其中个人卖家是二手电商交易物品的主要来源。据头豹研究院，二手电商个人卖家出售商品所获取的需求大致可分为剩余价值兑现、交易稀缺商品、赚取收益三类。

1) 剩余价值兑现：是市场占比最大的需求，通过出售闲置物品，提高二手物品的剩余价值利用率，高效、保值地处理闲置物品，物品的售卖难度主要取决于剩余价值可否被市场认可，如 3C 等产品剩余价值更容易被市场认可，大多闲置手机依然处于良好可使用状态。2) 交易稀缺商品：部分商品在一手市场通过限量发售方式吸引消费者，近年伴随运动鞋、盲盒

等二手交易发展，购买稀缺商品、赚取收益需求群体占比逐渐上升。3) 赚取收益：利用二手交易中的信息不对称、附加增值服务如质检翻新、上下游资源整合以及规模效应等手段实现二手商品的低价买入高价卖出赚取利润差价。

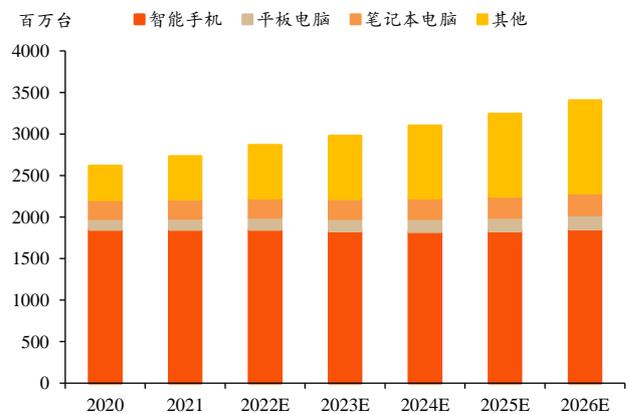
用户运营策略由增量向存量转变，回收再利用市场空间巨大。据易观分析，对于二手电商来说，交易的商品是持续的增量，但用户增长却存在天花板，在流量红利逐渐消失的环境下，针对用户运营的策略也应该由增量向存量转变。从产品剩余价值更容易被市场认可的 3C 来看，据 CIC 灼识咨询，随着中国智能手机用户规模触顶，新品手机消费需求正在向存量替换模式转型，用户换机周期变短、频率加快，产生的回收需求推动了二手交易用户规模增长。到 2026 年，中国消费电子设备的保有量将达到 34.04 亿台，其中智能手机占比 54.49%，保有量达 18.55 亿台，居于首位。我们认为，基于回收再利用市场空间的巨大，二手电商应通过强化自身供应链、深入不同圈层、提供优质的增值服务 etc 精细化运营手段培养用户池，在当前存量市场背景下，快速抢占市场份额，为提高用户忠诚度与用户建立长期合作关系而努力。

图12:用户运营策略



资料来源：易观分析，甬兴证券研究所

图13:中国消费电子保有量



资料来源：CIC 灼识咨询，万物新生，甬兴证券研究所
注：其他分类包括 TWS 无线耳机、智能手环、智能手表、数码相机及镜头、运动相机、电纸书、电视游戏机等

2.4. 竞争格局：三超多强，巨头整合作用凸显

二手电商市场虽然前景广阔，有超万亿市场空间，但竞争较为激烈。从产品端看，二手市场几乎涵盖所有品类。据网经社，除二手房、二手车外，依据品类可以将二手电商划分为：1) 二手综合类，如闲鱼、转转、拍拍等；2) 二手电子产品类，如爱回收、找靓机等；3) 二手时尚类，如红布林、花粉儿等；4) 二手奢侈品类，如心上、只二等；5) 二手书籍类，如孔夫子旧书网、熊猫格子等。

依据公司估值，二手电商划分为四个梯队。第一梯队为上市公司万物新生，整合旗下爱回收、拍机堂、拍拍、海外业务AHS Device后，2021年6月18日于纽交所上市；第二梯队为阿里系闲鱼、腾讯系转转，估值超过200亿人民币；第三梯队估值在10-15亿人民币之间，包括享物说、5miles、回收宝、红布林等专注垂直品类的二手平台；第四梯队估值在10亿人民币以下，分别为找靓机、花粉儿、只二、胖虎、孔夫子旧书网、闲邻等。

图14:二手电商图谱



资料来源：网经社，甬兴证券研究所

图15:二手电商规模梯队分布



资料来源：网经社，甬兴证券研究所

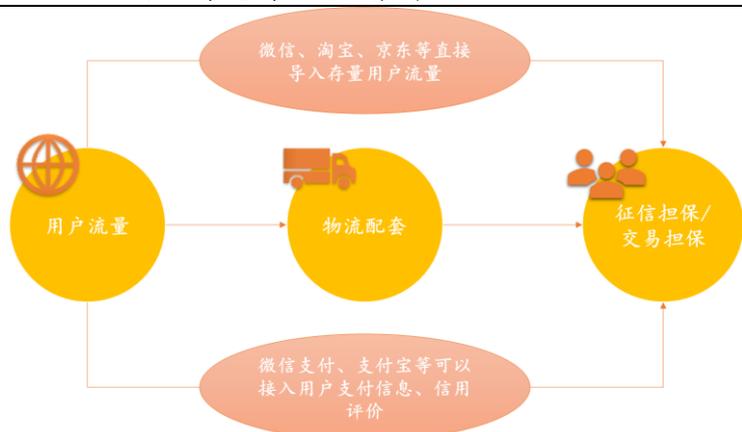
三超多强，巨头整合作用凸显。据头豹研究院，经历10余年的发展，二手电商行业逐渐向闲鱼、转转、万物新生这些头部平台集中。三家企业背靠互联网巨头，通过原有资金优势、物流优势、用户流量优势建立领先地位的同时，针对行业痛点问题不断优化平台服务，提升用户体验。我们认为，这些头部平台是具有长期投资价值的稀缺企业资源。

表3:主要标的对比

公司名称	背后资本	商业模式	售后服务
万物新生	京东	C2B+B2B+B2C 全产业链闭环	官方验机：7天无理由退货+1年质保
闲鱼	阿里巴巴	C2C，加码 C2B2C	第三方验机：7天无理由退货+部分提供1年质保
转转	腾讯	C2C 向 C2B2C 转型	官方验机：7天无理由退货+1年质保

资料来源：万物新生官网，易观分析，头豹研究院，各平台APP，甬兴证券研究所

图16:互联网巨头在二手电商领域优势图



资料来源：头豹研究院，甬兴证券研究所

3. 循环电商主要标的

3.1. 万物新生

3.1.1 公司简介

万物新生成立于 2011 年，在 2021 年于纽交所上市，是定位为“互联网+环保”类型的循环经济企业，目前为中国最大的二手交易服务平台。公司最初通过爱回收向消费者采购二手手机和其他消费电子产品；2014 年通过在热门购物中心开设自营店扩展到线下渠道；2015 年，开始与京东等电商平台、小米等消费电子品牌合作，吸引用户流量到爱回收的线下店进行以旧换新；2017 年底，公司推出了拍机堂，拓宽了第三方商家渠道；2019 年，公司从京东集团收购了二手产品 B2C 交易平台拍拍；2022 年，公司开始重点推进“多品类”战略，即在核心的手机 3C 回收业务之外，在门店内增设影像器材、箱包、腕表、黄金、名酒、鞋服等品类的回收，同时提供以旧换新等增值服务。目前，公司旗下拥有 4 大业务线包含：爱回收、拍机堂、拍拍、及海外业务 AHS Device，形成了在二手电子产品回收领域 C2B+B2B+B2C 全产业链的完整闭环，将自身业务模式与循环经济完美融合，是京东战略投资伙伴，与快手签订合作框架协议，并与苹果、华为、荣耀、小米、OPPO、vivo、大疆等企业达成合作。

图17:公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，甬兴证券研究所

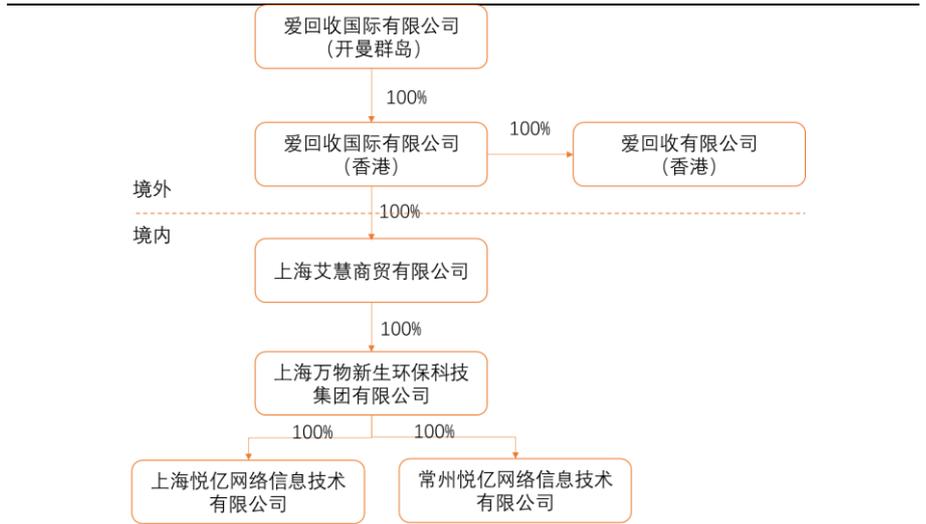
京东集团是公司第一大股东。公司成立至今经历过多轮融资，据中华网，京东从 2015 年的 C 轮融资开始投资，目前已成为公司第一大股东，持股 32.18%；五源资本（原晨兴资本）次之，从 2012 年 A 轮开始投资，共计持股 12.30%；公司创始人兼 CEO 陈雪峰持股 10.83%。

表4:股权结构

股东名称	持股比例
JD Group Entities	32.18%
5Y Capital Entities	12.30%
陈雪峰	10.83%
TMT General Partner Ltd.	7.54%
C&XF Group Limited	7.29%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图18:集团架构



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

3.1.2 业务概况

公司以供应链能力为根基，拉通产业端到端的覆盖。通过“爱回收+拍机堂+拍拍”的业务组合，公司业务横跨产业链供需两端，服务覆盖从回收、检测、评级、定价到再销售的全流程，同时服务商家和消费者，打通了C2B+B2B+B2C的全产业链闭环。

图19:业务布局



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

➤ 爱回收：C2B 回收平台

爱回收作为公司供给端的战略核心，主要面向出售二手消费电子产品或有以旧换新需求的消费者。公司通过建立线上渠道（包括：官网、APP、电商平台等），以及线下（包括：爱回收回收门店、上门回收、MTA 自主

回收机等), 帮助消费者以公平的价格交易, 并确保数据隐私和安全性。爱回收采购的设备主要通过拍机堂或拍拍流向市场。截至 2024 年 Q1, 爱回收拥有自营门店 711 个, 联营门店 717 个, MTA 自助回收机 2000+台, 共计覆盖了 256 个城市。

图20:爱回收运行机制



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

图21:爱回收线上回收渠道



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

➤ 拍机堂: B2B 交易平台

据公司公告, 拍机堂是公司针对 B 端小商家提供的解决方案, 包括小商家之间的竞价交易、设备的标准化认证、定价建议和库存周转优化等。拍机堂允许二手消费电子价值链上的小商家和其他参与者轻松启动自己的以旧换新计划。截至 2023 年底, 拍机堂拥有区域级运营中心 8 个, 通过自主研发的交易平台技术、大数据智能定价技术、自动化检测技术, 实现自动化的高精度质检和交易流程, 手机质检精准度可达 99%。而公司对商家的服务能力也得到了正向反馈, 截至 23 年末, 拍机堂注册商家数突破 59.6 万, 整体收费率达到 6.17%, 同比提升 189 个基点。

图22:拍机堂运行机制



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

➤ 拍拍: B2C 零售平台 - 扩展到 toC 零售消费者

拍拍是公司于 2019 年从京东集团收购的, 全面承接京东商城的二手销售业务, 同时销售来自万物新生自营、代卖体系的二手数码电子产品, 从此形成了 C2B+B2B+B2C 全产业链完整闭环的最短路径和产业价值最大化。一方面, 拍拍平台的商品直达 C 端, 减少中间环节, 提高了卖家利润空间; 另一方面, 回收获得一手货源后, 公司使优质的二手电子产品直达个人消费者, 并提供完善的质量售后保障, 以供应链为基础, 构建消费者对品牌

的信任。当前，公司主要以两种模式向第三方商家提供平台服务：在运营中心进行设备认证的入仓模式，以及设备不经过运营中心的 POP 模式。消费者可以在拍拍购买各种类型的二手产品，其中以 3C 消费产品为主。此外，公司还进行了品牌升级，从第三方商家和爱回收采购的设备中选择高质量的设备，在拍拍严选旗舰店出售，以吸引更多消费者。

图23:拍拍平台



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

图24:拍拍严选门店



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

➤ AHS Device:

公司国际门户网站 AHS Device，主要通过发达经济体的移动网络运营商和商家采购，向中国大陆以外的商家和其他分销商销售二手消费电子产品。公司通过立足香港，链接深圳供应链和欧洲销售渠道，目前业务已覆盖中国香港，东南亚，非洲，欧洲和中东。2022 年 8 月，公司在日本设立自助回收亭，以满足服务不足的日本客户的需求，同时扩大二手电子产品的供应来源。另外，2023 年 Q3 公司与欧洲知名二手手机回收和销售平台 Swappie 达成合作，推动手机自助回收机解决方案落地瑞典。目前，首批手机自助回收机已成功入驻位于斯德哥尔摩、乌普萨拉、赫尔辛堡和马尔默的 ICA 门店，万物新生海外业务版图进一步扩大。

图25:AHS Device 业务示意图



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

3.1.3 收入结构

公司营收主要分为产品销售收入和服务收入分别对应 1P 和 3P 的业务模式。

➤ 产品销售收入 (1P): 自营业务模式

公司通过线上线下多渠道收购二手 3C 产品，经过标准化的检验分级、维修等增值服务后，消费者通过拍机堂 (B2B 渠道)、拍拍 (B2C 渠道)、

线下店铺、合作的电商（京东）、社交平台（快手）等购买二手产品，所构成的销售收入，即赚取买卖差价。

➤ 服务收入（3P）：作为平台为第三方商家提供服务模式

除产品销售外，公司旗下的拍机堂和拍拍也作为在线市场，提供第三方商户平台服务，使他们能够与客户进行交易，公司就此向其收取佣金。针对此项业务，公司仅作为代理人，不控制商家在交易过程中的提供的产品，并对商品的定价没有自由度。1) 拍机堂：公司向商家和买家都收取佣金。向商家收取的佣金是根据执行的交易价格的百分比确定，通常为已执行交易价格的 3%-4%，买家则是按协商的阶梯金额确定。2) 拍拍：公司基于执行交易价格的百分比，仅向商家收取佣金，通常为已执行交易价格的 4%-5%。此外，对于在公司平台上销售产品的部分商家，公司除佣金外，还每月收取固定金额的市场管理费。

图26:公司业务结构



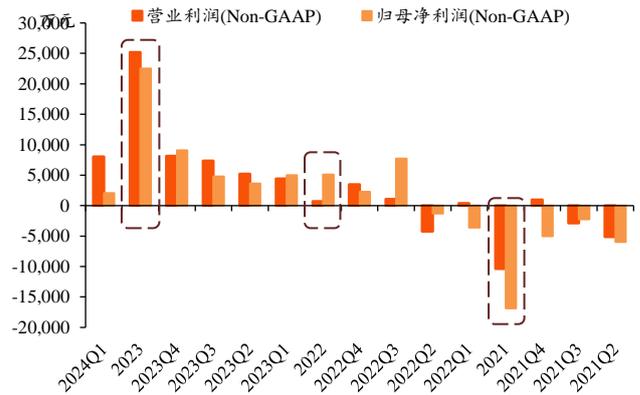
资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

3.1.4 财务分析

2023 年全年集团营收和利润均创历史新高，2024 年 Q1 业绩达收入指引区间高端。24 年 Q1 公司总收入 36.5 亿元，同比增长 27.1%，符合预期。23 年实现总收入 129.7 亿元，同比增长 31.4%，公司凭借不断增强的二手供应链能力和品牌知名度的提升，实现了创纪录的收入，增速超过了二手行业和消费大盘，进一步证明了循环经济商业模式的弹性增长能力。24 年一季度公司 non-GAAP 经营利润达 8022 万元，继 22 年 Q2 亏损后已连续七个季度实现运营盈利。23 年 Non-GAAP 经营利润为 2.52 亿元，同比增长超 35 倍，Non-GAAP 经营利润率由 22 年的 0.1% 提升至 1.9%，Non-GAAP 净利润为 2.25 亿元，Non-GAAP 净利润率由 22 年的 0.5% 提升至 23 年的 1.7%。2023 年，通过收入增长与成本控制的有效平衡，公司促进集团整体利润释放。

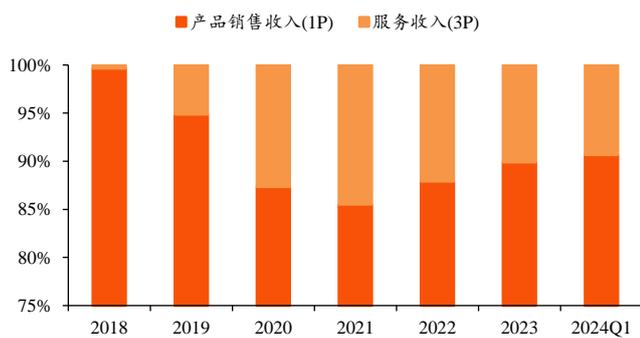
图27:公司营收情况(亿元, %)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

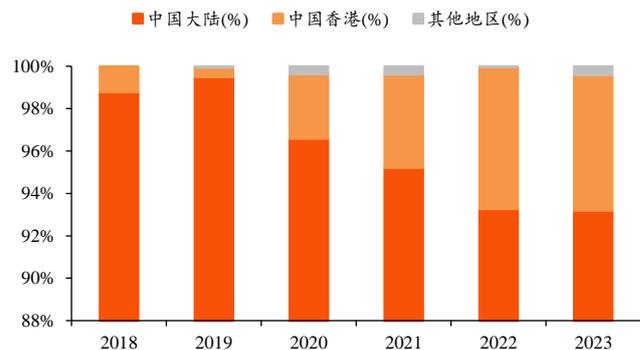
图28:公司 Non-GAAP 经营利润情况 (万元)


资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

自营业务和大陆市场是公司的主要收入来源。从营收构成来看,公司一直坚持以自营业务优先的策略,以便提供更好的服务和用户体验,24年一季度1P(自营)产品收入达33.1亿元,同比增长28.5%;3P(平台)服务收入为3.4亿元,同比增长15.1%。23年1P(自营)产品销售收入达116.6亿元,占营收比重90%,同比增长34.4%,部分受益于合规翻新的产业链增值。3P(平台)服务收入为13.1亿元,同比增长9.6%,主要是拍拍和拍机堂市场的复苏以及平台收费率提升92bp达5.39%导致。23年平台的注册商家数达59.6万,同比增长46.2%,奠定了平台业务高质量发展的基础。按地区拆分来看,截至2023年公司93.2%的收入都来自中国大陆市场,国际业务仍处于早期阶段。但公司中国大陆以外地区的营收占比呈逐年提升态势。

图29:按业务营收拆分


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图30:按地区营收拆分


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

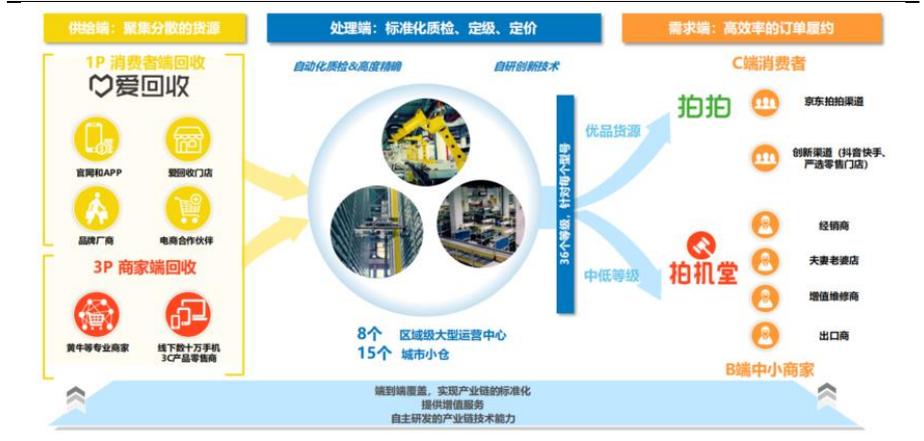
3.1.5 核心增长点

1、全产业链闭环交易

横跨供需两端,覆盖全流程。据万物新生公众号,历经十年实践,万物新生集团在行业内率先打通一体化平台,将供给端、处理端和销售端的能力进行串联与融合,形成飞轮效应。通过“爱回收+拍机堂+拍拍”的业务组合,公司业务横跨产业链供需两端,服务覆盖从回收、检测、评级、

定价到再销售的全流程，同时服务商家和消费者，打通 C2B+B2B+B2C 的全产业链闭环，推动行业的规模化、规范化和效率化发展，带来便捷、规范、高效的二手交易渠道。

图31:公司全产业链闭环结构



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

供给端：“线上+线下”全渠道获取货源

- 爱回收货源：公司通过线上渠道和线下门店多渠道采购消费电子设备。
 - 1) 线上渠道包括：爱回收手机 APP、微信官方小程序和公众号、爱回收网站、电子商务合作平台（京东）、内容社区平台（快手）以及合作的消费电子品牌在线平台（苹果、小米、华为等）。对于在线访问的消费者，爱回收会按如下流程提供服务：对设备状态进行一系列问题的问答；中央数据库依据市场需求、折旧、设备情况等因素自动生成预估价格；如消费者确认销售或“以旧换新”，从去爱回收线下店、安排爱回收在指定地点检查取货和快递设备到运营中心三种交易方式中选择一种进行交易；公司收到设备后依据定价模型向消费者最终报价；消费者若同意报价，公司将付费并删除储存在设备中的所有数据。
 - 2) 线下渠道包括：主要在一二线城市的自营店，以及主要在低线城市的联合经营合作店；自主回收站等。对于自营店，公司主要开设在热门购物中心，租赁物业，雇用店员并完全控制日常运营。对于合作店，公司主要提供培训和智能操作系统，以支持店内运营人员和商店管理。截至 2024 年一季度，公司已在中国 256 个城市开展业务，通过线下 1428 家爱回收商店触达消费者。

➤ 第三方货源

公司开放拍机堂和拍拍平台给第三方商家和消费电子产品零售商来销售产品。1) 拍机堂平台 (B2B): 由于高效的拍卖交易模式，为商家提供了更快的周转时间。2023 年拍机堂平台上分发的所有设备中，76.1%在公司的运营中心进行了检查，其余设备则由第三方商家根据公司的认证和评级标准进行检查。公司一般会向拍机堂的卖家收取佣金，包括卖家服务费，

物流服务费，质检费和仓储费。2023 年四季度，拍机堂注册商家数达到 59.6 万，同比增长 46.2%，2023 年全年整体收费率达到 6.17%，同比提升 189 个基点。2) 拍拍平台 (B2C)：由于产品直接销售给终端用户，允许商家享受更高的零售利润。拍拍平台的第三方商家以两种模式销售产品：a) 寄售模式，即通过公司运营中心进行设备认证，并提供参考交易价格；b) POP 模式，即设备不通过运营中心，卖方可以完全控制定价，并将公司的定价建议仅作为参考。2023 年，随着公司将战略重点从寄售模式转向直接零售，拍拍平台上的大部分产品都以 POP 模式为主。

图32:爱回收货源



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

处理端：标准化质检、定级、定价

公司拥有先进的后端自动化处置能力，采用全流程数字化管理手段和全新的自动化设备，在输送、分拣、质检、存储等环节，进一步实现降本增效，助力二手 3C 行业向智能化、系统化、规模化、低碳化运营升级。截至 2023 年底，公司在东莞、常州、武汉、成都、天津、沈阳、西安和香港运营了 8 个集中运营中心，配备了专有的数据驱动处理技术。在常州和东莞的集中运营中心实现了完全自动化，其中，东莞运营中心在检查精度、运营效率和存储容量等多方面都更为先进。此外，公司还运营了 15 个市级运营站，作为这些集中运营中心的补充，以提高客户的服务可及性。

公司共有 38 个质检标准，包括三个关键步骤：首先，外部检查，如划痕检查；其次，硬件检查，如蓝牙检查和触摸屏检查；第三，内部检查，如水损坏检查。完成检查或认证后，系统会自动生成一份全面、标准化的报告。2023 年，在拍机堂平台分发的设备中，约有 76.1% 在运营中心通过了公司的专有检查流程，其余设备由第三方进行检查。

图33:运营中心检测步骤



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图34:常州/东莞全自动运营中心



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

需求端：高效订单履约

公司主要通过拍机堂、拍拍以及其他渠道来销售商品和向商家和消费者提供服务产生 GMV（商品交易总额）。2023 年，在公司平台上交易的所有设备中，36.8%通过拍拍市场分发，50%通过 PJT 市场分发，其余 13.2%通过其他渠道分发。

- **拍机堂：**平台主要面向的是向下游零售商销售设备的小型企业和、向最终消费者销售设备的零售商以及为员工购买设备以供商业使用的中小型企业。与线下购买相比，拍机堂上的买家可以通过更少的中间商购买设备以降低成本，并获得更多样化的选择以及质量保证服务。另外，拍机堂共有暗拍、明拍、一口价三种模式，其中，采用平台主流的暗拍模式，仅显示待售设备的信息，隐藏卖方和其他投标人的信息以及其他参与投标人的投标价格，可以显著提高竞价效率并激励更多商家参与。

图35:拍机堂服务亮点



资料来源：拍机堂APP，甬兴证券研究所

图36:拍机堂竞拍模式



资料来源：拍机堂APP，甬兴证券研究所

- **拍拍：**平台的买家主要针对关注性价比的消费者。这些消费者主要来自京东平台的拍拍门户。买家在拍拍上有丰富的产品类别选择，但大部分的销售订单为消费类电子产品。如果买家对从拍拍旗舰店和第三方商家以代卖模式购买的产品不满意，消费者可以在收到后七天内申请退货并提供一年的质量保修政策。

表5:拍拍售后政策

股东名称	7天无理由退货	1年质保
拍拍严选商品	是	是(拍拍维修)
第三方店铺(代卖模式)	是	是(第三方维修)
第三方店铺(POP模式)	第三方店铺决定	第三方店铺决定

资料来源: 京东拍拍门户, 甬兴证券研究所

图37:拍拍有 70+品类


资料来源: 京东拍拍门户, 甬兴证券研究所

2、技术创新解决行业痛点

二手电商上交易的产品由于具有“非标品”性质，行业缺乏统一的标准，因此商家难以对定价做出合理判断。公司为了解决这一痛点问题，通过自主研发的交易平台技术、大数据智能定价技术、自动化检测技术，实现自动化的高精度质检和交易流程，为行业制定标准，为商家赋能。目前，依托技术创新，公司建立了36个质检等级，手机质检精准度可达99%。技术实力方面，公司打造了自动化运营体系建设，包括：为前端质检推出了智能验机工具“机大侠”、MTA手机自助回收机、数据隐私清除软件“爱清除”等；为后端自动化处置研发了“拍照盒子”系统、“007”系统、“X-Ray”系统等环节进一步实现降本增效，二手3C行业向智能化、系统化、规模化、低碳化运营升级提供助力。

- **机大侠**：公司为广泛中小商家提供的新型便携式验机工具。设备大小与移动电源相近，帮助小商家检查手机部件是否更换、手机功能、电池寿命及二手设备的诸多关键功能，数据回传后提供即时报价，帮助商家实现高效的质检与定价，促进回收交易。
- **MTA手机自助回收机**：自助回收机手机回收界的“ATM”。用户可根据设备提示流程，将手机放入MTA自助回收机中进行回收，操作便捷，2分钟内可以完成质检与估价。外观检测完毕后，MTA手机自助回收机即会显示旧机回收价，待用户确认后即可完成回收获得回收款。这

些自助回收机大多分布于合作的手机品牌经销商门店，将自助回收机直接铺设于新机销售场景，赋能品牌商升级“以旧换新”服务。

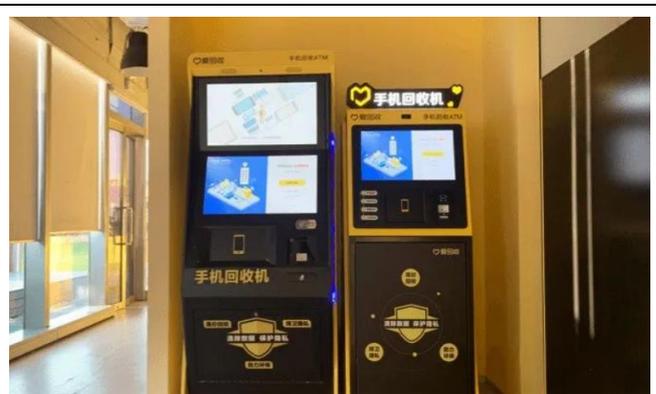
- 爱清除：针对用户隐私易泄露的行业痛点，公司自主研发隐私清除系统，通过多次数据擦写、“无用数据”覆盖、最后进行恢复出厂设置再次还原的方式，杜绝在流通过程中发生用户数据被恶意恢复的情况，达到有效避免用户隐私泄露的目的。
- 拍照盒子：针对非标二手 3C 电子产品外观人工检测质检速度较慢、精准度相对较低的痛点，公司 2022 年自主研发的手机外观智能检测设备“拍照盒子 3.0”。其内部搭载了多个高精度视觉仪器，并融入 AI 人工智能算法，仅需 20 秒即可精准定位并检测出一台手机 30 余种不同类型的外观缺陷，准确率达到 99% 以上，质检时间相比人工减少 90%。

图38:机大侠



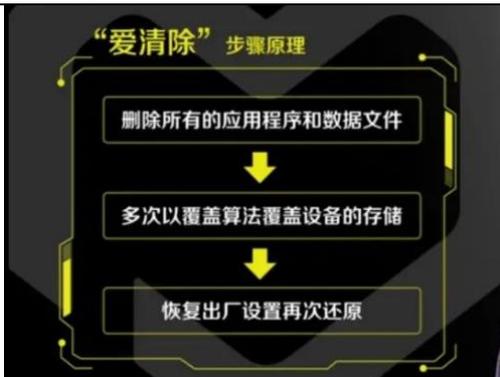
资料来源：万物新生新鲜发布公众号，甬兴证券研究所

图39:MTA 手机自助回收机



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

图40:爱清除步骤原理



资料来源：万物新生新鲜发布公众号，甬兴证券研究所

图41:拍照盒子



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

3、拓展多品类回收

为了服务用户多品类回收变现的需求，据公司公告，公司从 2022 年 6 月起进一步扩大回收业务的产品类别，包括二手奢侈品、黄金、名酒、鞋服，以及其他高价值消费品。当前公司主要依托现有的 1428 线下门店和爱回收 APP 获取货源，并通过与具有丰富行业经验的第三方服务商合作来对新产品类别提供检验、分级和定价服务。2023 财年公司多品类业务已在全

国 252 家核心店铺开，全年多品类回收 GMV 超 10 亿元。2024 年一季度 GMV 达 6 亿元。从回收品类来看，用户将黄金等高值闲置商品带到爱回收变现的热情较为高涨。

图42:多品类回收



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

4、优质战略合作伙伴

公司通过与京东、快手以及苹果/华为/荣耀/小米等品牌的战略合作，拓宽货源供给与销售渠道，并加速渗透下沉市场。

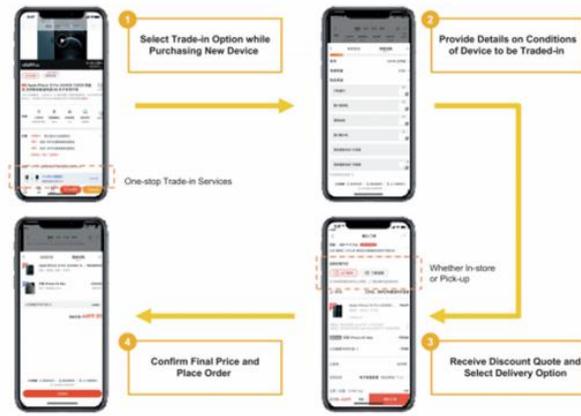
- 京东战略合作：京东是公司第一大股东，公司从 2015 年开始为京东提供回收和以旧换新服务。自京东投资万物新生起，公司与京东逐渐开始了大规模、深度合作。在投资方面，公司从京东收购了 B2C 拍拍平台，并与京东签订了为期五年的业务合作协议（简称 BCA），协议涵盖用户流量、营销、研发、佣金分成、供应链物流、客户服务和售后服务等领域的合作。根据 BCA，京东集团授权公司运营，而公司则为其闲置库存提供销售服务，这也为拍机堂和拍拍补充了供应来源。另外，京东集团还同意对某些产品类别做出为期五年的竞业禁止承诺。作为公司战略合作伙伴关系的一部分，京东集团为公司提供了嵌入在京东移动应用程序、京东网站和京东微信小程序中的访问门户，这些门户可以为公司引入京东平台上的消费者流量。通过新机销售与旧机回收实现双赢，公司与京东形成了高度战略协同。2023 年京东以旧换新业务同比增长 100%。

表6:公司与京东合作进程

时间	事项
2015年	公司为京东提供回收和以旧换新服务; 京东投资公司 C 轮融资
2016年	京东投资公司 D 轮融资
2018年	京东投资公司战略融资
2019年	公司从京东收购 B2C 平台拍拍; 京东投资公司战略融资, 签订 5 年业务合作协议
2020年	京东投资公司 E 轮融资, 转让“万物新生”品牌名给公司
2021年	京东投资公司 F 轮融资

资料来源: 招股说明书, 36 氪, 投中网, CVSource, 甬兴证券研究所

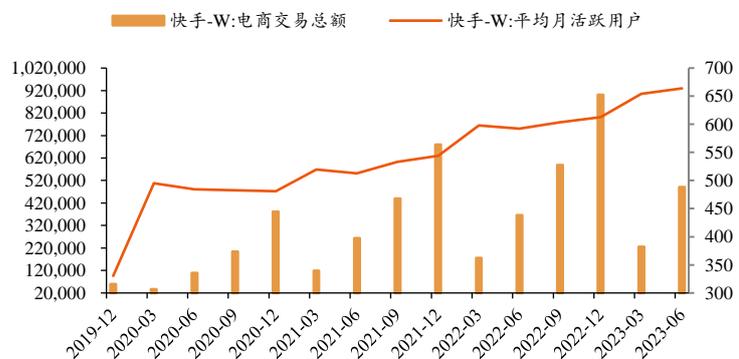
图43:京东以旧换新交易步骤



资料来源: 公司年报, 甬兴证券研究所

- 快手合作框架协议: 2021年, 公司与快手的中国附属公司签订了业务合作框架协议, 以增强公司的二手设备采购能力。此次战略合作提供了快手应用内快手商店的专属指定接入点, 使公司能够通过其平台处理二手手机的回收和以旧换新交易; 此外, 此次合作有望极大地扩大公司的 2C 消费者销售范围, 通过差异化访问快手数亿日活跃用户, 加速渗透下沉市场人群。

图44:快手月活和电商交易总额



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

- 品牌合作: 公司与部分全球知名的消费电子制造商签订了业务合作协议, 合作范围涵盖用户流量、营销和佣金分享等领域, 通常期限为 1-

3 年。品牌合作伙伴在其官方网站、移动应用程序和微信小程序上为公司提供接入点和流量支持，作为交换，公司向客户提供回收和以旧换新服务，预期这将加强公司回收供应链方面的能力，并提高在一二线城市的回收渗透率。23 年 6 月，爱回收正式登录苹果中国内地的线上官网与线下官方旗舰店体系，成为苹果在中国内地第二家“以旧换新”服务商。23 年 11 月开始，公司取得了苹果主流代际产品的回收资格。用户可以在苹果直营渠道用 iPhone13、iPhone14 等型号回收换新，旧机由苹果完成前端履约后，交给爱回收处置，这一定程度上体现了苹果对万物新生供应链能力的认可。

图45:部分品牌合作伙伴



资料来源：京东拍拍门户，甬兴证券研究所

3.2. 闲鱼

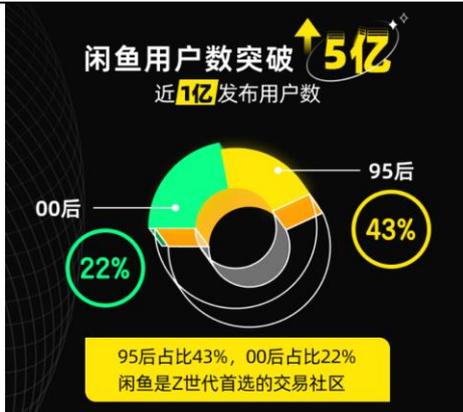
背靠淘宝，强化社区交友概念。闲鱼是阿里巴巴集团旗下业务，是面向中国的 C2C 社区及市场平台，消费者可以通过闲鱼寻找品类丰富的二手、回收、翻新、出租产品及其他长尾产品。同时，倾力打造的兴趣社区为闲鱼做好用户存量打好地基，对于用户来说，闲鱼不仅是交易，也是交友，“社交化”成为闲鱼发展的“主心骨”。社区文化不仅带动用户日常活跃，也提升交易双方信任，实现流量与口碑的双赢。闲鱼主要采用 2 种销售模式：1) C2C：闲鱼基于 C2C 的模式加强卖家与买家间的交流与互动，减少中间环节；2) 加码 C2B2C 模式，引入第三方回收宝作为鉴定服务商，提供质检、估价等服务。据新华网，闲鱼发布最新数据，2024 年平台日均交易额已突破 10 亿元。过去一年，超过 1 亿人在闲鱼挂出闲置物品，每天有 400 万件闲置物品在闲鱼上发布。2023 年 5 月，闲鱼用户数量突破 5 亿人，从用户画像上来看，“95 后”是闲鱼用户中的活跃分子、占比 43%，“00 后”占比 22%。

闲鱼品牌升级：围绕提升信任向商业化转型

在 2020 年闲鱼进行品牌战略升级时，阿里巴巴集团副总裁汤兴指出，闲鱼品牌升级的一切行动，都围绕提升信任展开，在标品做好信任交易、在非标品做实信任关系、在线下做好信任场域。在 2023 年产品升级发布会上，除了“年轻化”和“有趣鲜活”外，夯实“信任”基建被再次重申。

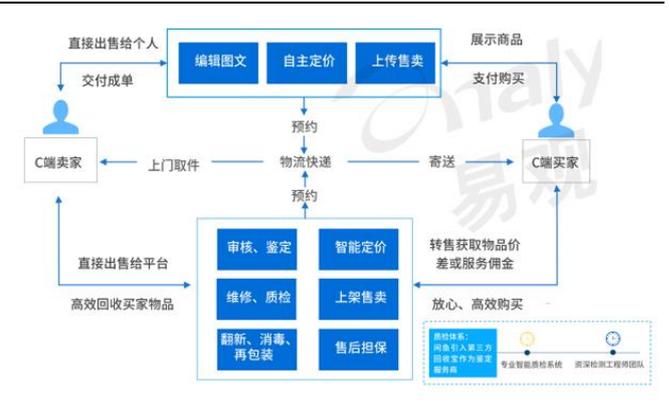
针对“信任”问题，闲鱼不断推出各种举措：1) 2020年重磅推出了“无忧购”服务，据央广网，这是由第三方服务商提供回收、鉴定服务，平台严把质量关和客服关，让闲鱼作为平台方的同时也充当信用中介的角色，为卖家提供信用背书；2) 2022年10月生效了《闲鱼社区七天无理由退货规范》，据南方都市报，此项规范要求经营性卖家，在售卖部分品类的全新商品时，必须提供七天无理由退货服务，这也可视为闲鱼允许了职业卖家的存在，是闲鱼商业化迈出的第一步；3) 2023年5月上线了新的信任交易系统“鱼力值”，通过内部身份认证、芝麻信用授权、第三方关联认证等构建多维信用分，来更全面的展示个人信用等级。4) 于2023年6月6日正式生效的针对“高频且高额交易”收费，即卖家在一个月内产生的成交订单数量大于等于10件且累计成交金额大于10000元的，对超出部分的每笔订单实际成交额的1%收取服务费。闲鱼在构建更完善信用体系的同时，将二手交易做到更透明、更严谨、更规范。

图46: 闲鱼 2023 产品升级发布会发布的用户结构



资料来源：闲鱼微信公众号，甬兴证券研究所

图47: 闲鱼交易模式

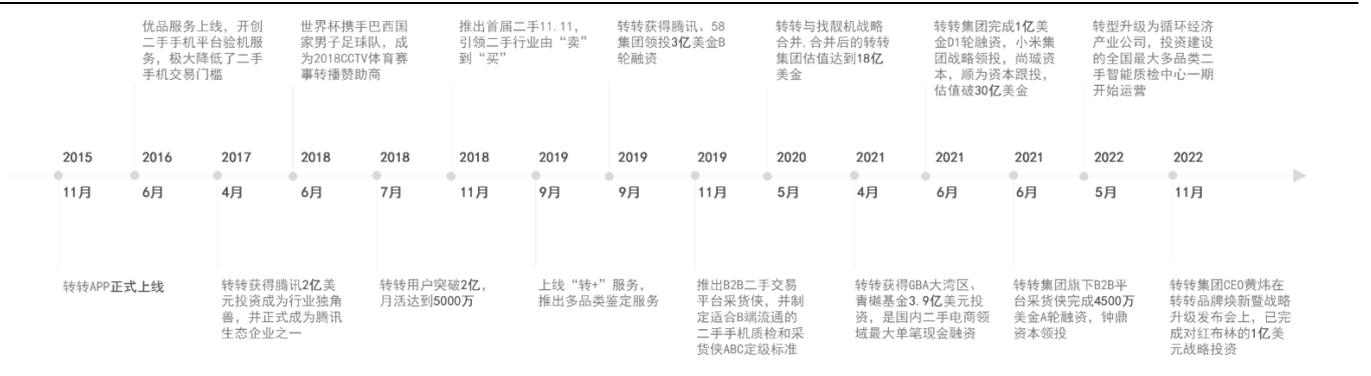


资料来源：易观分析，甬兴证券研究所

3.3. 转转

背靠腾讯和 58 集团，由聚焦 3C 向全品类市场发展，旗下拥有转转、找靓机和红布林等多个二手电商品牌。转转集团成立于 2015 年底，成立之初主打 C2C 全品类二手交易。2020 年 5 月 6 日，转转合并找靓机成为转转集团，开始聚焦二手 3C 这一垂直品类；2021 年 2 月，转转集团获得 GBA 大湾区基金、青樾基金共计 3.9 亿美元投资；2021 年 6 月，转转集团完成 1 亿美元 D1 轮融资，由小米集团领投，尚珣资本、顺为资本跟投，是国内二手电商领域唯一一家短期内获得两轮大规模现金融资的公司。目前，转转有 4 亿用户，二手交易品类覆盖手机、图书、3C 数码、奢侈品、服装鞋帽、母婴用品、家具家电、游戏等三十余种。公司致力于打造标准化的服务，开创了二手手机的验机和质保服务，为广大用户提供可靠、便捷的二手交易，2017 年通过与富士康开展合作，推动二手 3C 市场标准化，逐步向 C2B2C 模式倾斜。目前转转已经建立可覆盖全国范围的质检团队，

施行“一物一验”不同品类有不同的检验方式。公司希望到 2025 年服务超过 5000 万交易用户，实现 2001 亿闲置价值的流转。

图48:转转发展进程


资料来源：转转官网，甬兴证券研究所

转转品牌升级：转型循环经济

据电商报，自 2022 年初转型循环经济产业公司后，转转致力于打造数字化的履约服务平台，通过供应链建设以及上门回收、品牌门店等线下服务有机融合，打通二手交易信任的最后一公里，推动更多闲置资源流转；与此同时，优化和完善多品类业务和服务处置能力，并已完成对国内知名循环时尚生活方式平台——红布林的 1 亿美元战略投资。目前，转转线上品牌已涵盖超 30 种品类；线下拥有超 200 家门店，覆盖 50 座城市；拥有 700 人上门回收工程师团队，覆盖超 150 座城市。

转转入局金融业务：上线“趣租机”以租代购

2023 年转转上线了自营的免押租机产品“趣租机”，这是转转集团打造的一个电子设备租赁服务，为消费者提供 3C 数码租赁服务。货源除了官方直采的全新商品，还有经过转转官方质检的二手商品，租期结束后可选择买断、续租和归还，但提前归还会产生违约金，且续租期满后只可选择归还或买单，不支持再次续租，所以这项业务本质上还是消费贷购买手机的服务。据蓝鲸财经，早在 2019 年前后，转转就上线分期商城，为购买手机的用户提供分期付款服务。此外，转转还上线了贷款超市，为有钱花、携程金融、乐享借、好享借等平台提供导流服务。可以看到，近年来转转一直在二手产业的基础上拓展金融业务，展现了其多元化发展的战略意图，但考虑到当前市场环境，转转的金融业务转型和变现之路还有待进一步探索和验证。

表7：“趣租机”方案

方案	事项
买断	一键买断，支付买断尾款，永久拥有
续租	原订单完结后继续租用，但续租期满后只可选择归还或买单，不支持再次续租
归还	寄回商品，通过平台质检后归还完成，支持提前归还但可能产生违约金

资料来源：转转APP，甬兴证券研究所

4. 风险提示

行业竞争加剧：循环电商行业逐步进入白热化，如果竞争进一步加剧可能会带来佣金价格战，导致营收下滑；

业务拓展不及预期：如果下沉市场开拓不及预期，会给二手电商交易规模带来冲击；

政策趋严风险：如果政府进一步加强对平台的监管，一定程度上会制约二手电商平台的发展。

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，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，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。