证券研究报告 行业研究

行业深度

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

甬兴证券 YONGXING SECURITIES

增持(维持)

行业： 商贸零售

日期： 2024年07月17日

■ 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等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、 、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。

近一年行业与沪深 300 比较



资料 ：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

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 ，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　：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　：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：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：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

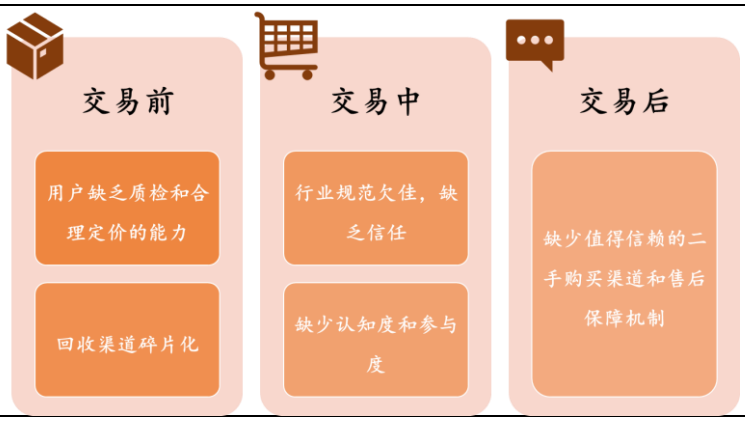
和巨大的低收入人群，对有质量保障的二手电子产品有旺盛的需求，但对二手电商缺少认知度和参与度。

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



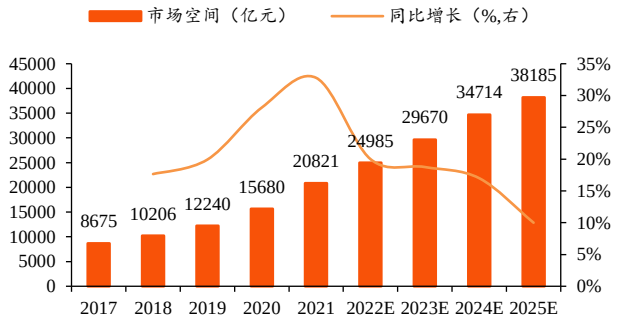
资料：，万物新生官网，甬兴证券研究所

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。

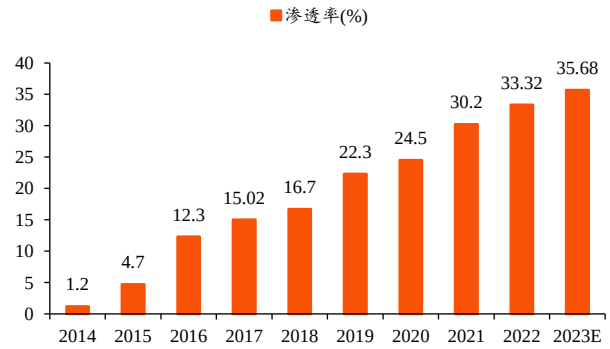
图4:循环电商市场空间



资料　　：亿欧智库，甬兴证券研究所

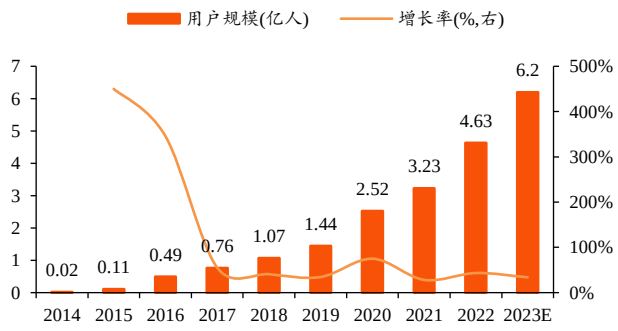
循环电商行业渗透率和用户规模持续增长。据易观分析，国内二手电商市场交易规模与用户规模逐年攀升，引来巨头和资本纷纷入局，从目前的资本市场的热度与行业格局的竞争来看，综合二手电商和垂直二手电商格局基本稳定，行业开始向标准化，规范化发展。在此环境下，二手电商活跃用户规模将持续攀升，据“电数宝”电商大数据库显示，预计 2023 年行业渗透率为 35.68%，同比增长 2.36pct；二手电商用户规模达 6.2 亿人，同比增长 33.9%，增速较为稳定。

图5:循环电商行业渗透率



资料　　：电数宝，网经社，甬兴证券研究所

图6:循环电商用户规模



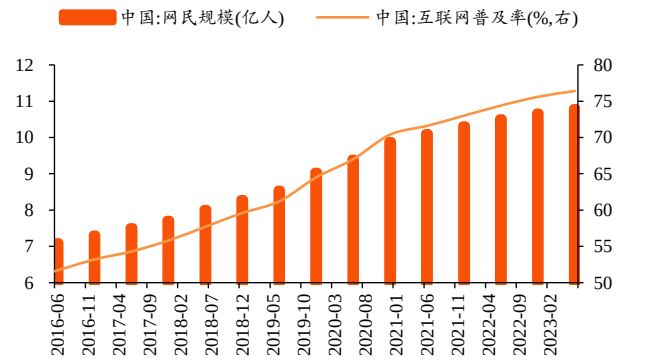
资料　　：电数宝，网经社，甬兴证券研究所

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

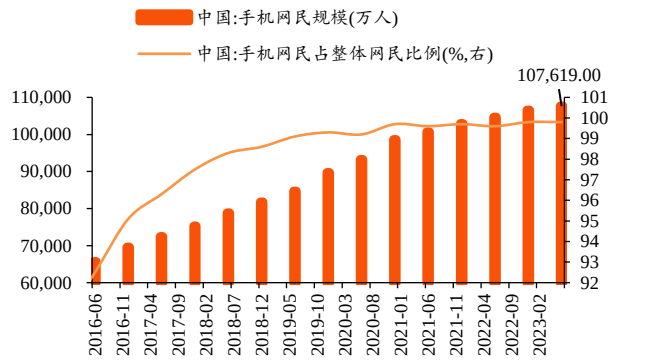
移动端网民规模持续扩大，互联网渗透率持续提高，或将为二手电商平台获取用户流量打下基础。

图7:中国网民规模及互联网普及率



资料　　：Wind，甬兴证券研究所

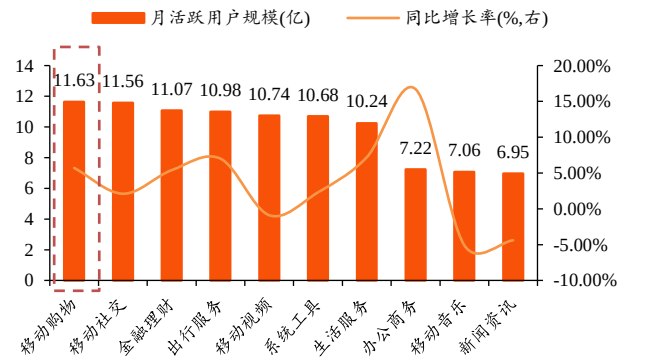
图8:中国手机网民规模及其占网民比例



资料　　：Wind，甬兴证券研究所

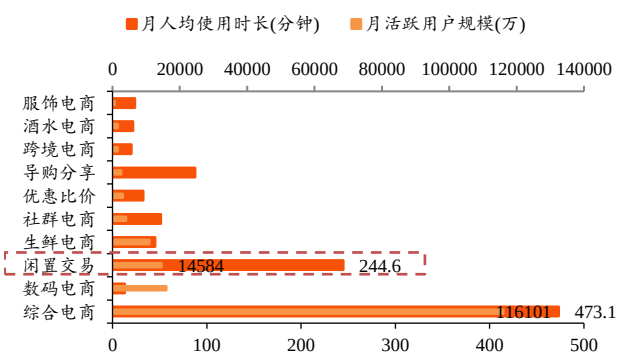
网络购物习惯的养成为线上闲置物品再交易提供基础。随着移动互联网的快速普及，头部行业用户规模超过 10 亿量级，流量增长速度放缓，部分行业进入存量经济时代。据 QuestMobile 数据显示，2022 年 9 月，共有 7 个一级行业活跃用户规模达到 10 亿，其中移动购物成为流量最高的行业，活跃用户规模增至 11.6 亿。伴随用户对各类型电商平台的使用粘性不断提高，网络购物习惯为线上闲置物品再交易提供良好的基础，移动购物行业中，闲置交易月活跃用户规模为 14584 万，月人均使用时长为 244.6 分钟，同比增长 11.7%，位列移动购物二级行业第二位。据央视网数据，2024 年 5 月，全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



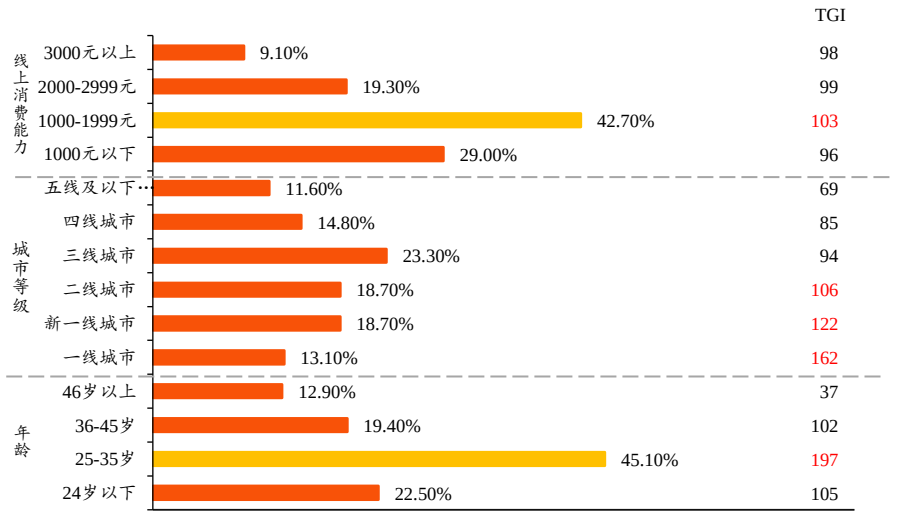
资料　　：QuestMobileTRUTH 中国移动互联网数据库，甬兴证券研究所

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　：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　，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　。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　。据头豹研究院，二手电商个人卖家出售商品所获职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。

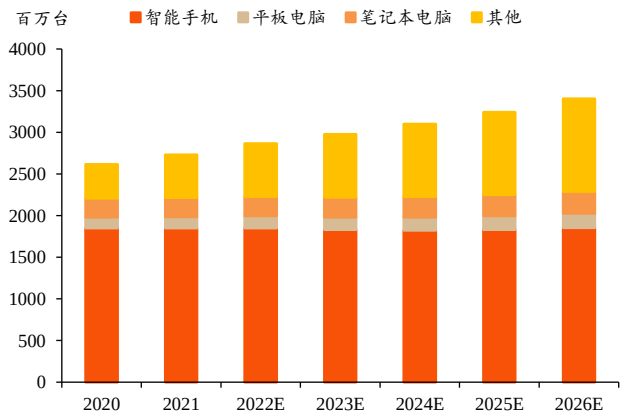
用户运营策略由增量向存量转变，回收再利用市场空间巨大。据易观分析，对于二手电商来说，交易的商品是持续的增量，但用户增长却存在天花板，在流量红利逐渐消失的环境下，针对用户运营的策略也应该由增量向存量转变。从产品剩余价值更容易被市场认可的 3C 来看，据 CIC 灼识咨询，随着中国智能手机用户规模触顶，新品手机消费需求正在向存量替换模式转型，用户换机周期变短、频率加快，产生的回收需求推动了二手交易用户规模增长。到 2026 年，中国消费电子设备的保有量将达到 34.04 亿台，其中智能手机占比 54.49%，保有量达 18.55 亿台，居于首位。我们认为，基于回收再利用市场空间的巨大，二手电商应通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

图13:中国消费电子保有量



资料　：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 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品台；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、阅邻等。

图14:二手电商图谱



资料 ：网经社，甬兴证券研究所

图15:二手电商规模梯队分布



资料 ：网经社，甬兴证券研究所

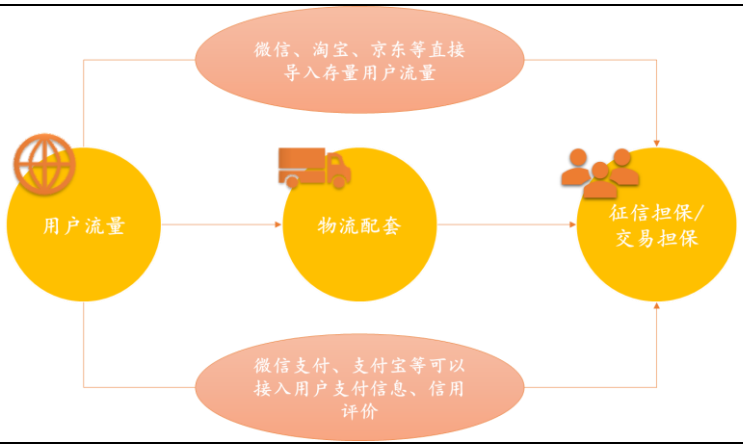
三超多强，巨头整合作用凸显。据头豹研究院，经历 10 余年的发展，二手电商行业逐渐向闲鱼、转转、万物新生这些头部平台集中。三家企业背靠互联网巨头，通过原有资金优势、物流优势、用户流量优势建立领先地位的同时，针对行业痛点问题不断优化平台服务，提升用户体验。我们认为，这些头部平台是具有长期投资价值的稀缺企业资源。

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 ：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 ：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、、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：公司公告，公司官网，甬兴证券研究所

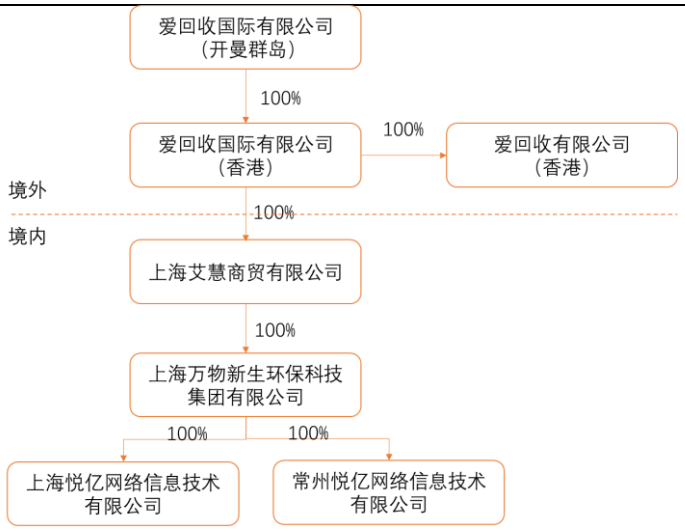
京东集团是公司第一大股东。公司成立至今经历过多轮融资，据中华网，京东从 2015 年的 C 轮融资开始投资，目前已成为公司第一大股东，持股 32.18%；五源资本（原晨兴资本）次之，从 2012 年 A 轮开始投资，共计持股 12.30%；公司创始人兼 CEO 陈雪峰持股 10.83%。

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 ：Wind，甬兴证券研究所

图18:集团架构



资料 ：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 ：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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/478011076102006113