

2021 年 01 月 28 日

掘金万亿闲置经济，二手电商快速崛起

看好

——二手电商行业迎来黄金发展期

相关研究

本期投资提示：

- **闲置经济崛起，催生广阔的二手电商市场。**2019 年中国闲置市场规模达 8834 亿元，同比增长 19%，预计 2020 年市场规模将超万亿，达到 10409 亿元。庞大的闲置物品处置需求，使其成为了电商领域的新蓝海，预计 2020 年二手电商交易规模将达到 3745.5 亿元，同比增长 44%，用户数量将达 1.82 亿人。目前，二手电商市场不断整合，逐渐向头部集中。
- **在经济、理念双重催化与疫情影响下，二手经济加速发展。**庞大的社会消费品零售额和网络购物习惯为线上闲置物品交易提供基础，2019 年社会消费品零售总额达 41.16 万亿元，同比增加 8%，消费者手中快速增长的闲置物品急需专业高效的流通市场盘活。高线城市房价走高，一线城市房价 10 年增长超过 100%，闲置物品占用空间的代价不断上升，租房率提升加大人口流动，共享经济理念普及使人们更倾向于将家中闲置物品出售转让。购物平台与二手平台的天生具有互补性，大量购物刺激消费欲望，不便退换的商品通过二手电商盘活，2019 年 7 月闲鱼转转合计 MAU 为 10688 万人，而 11 月上升至 13422 万人，月活用户增加 2734 万人。受疫情影响，居民可支配收入下降，消费者信心降低，人们转向二手市场消费。
- **消费分级大环境下，二手商品在各线城市间盘活。**对标日本，我国整体上仍处于消费升级的第三消费时代，但不同线城市间出现消费分级。高线城市正从“第三消费时代”向“第四消费时代”过渡，消费观念上更加注重产品本身的品质，生活观念上断舍离开始兴起，是二手电商用户的主要组成。中低线城市消费新生代处于消费升级趋势，在有限收入下追求高品质，二手商品成为一种普遍选择，闲鱼中 Z 世代（95 后）占平台用户的 35%，一线城市好物有 31%流向四线城市。
- **二手电商领域综合平台寡头对峙，垂直平台圈地精耕，C2C 与 C2B2C 模式并存的格局。**综合型平台闲鱼和转转占据二手电商 90.9%的市场份额，渗透率分别达到 72.9%和 33.1%。垂直型平台在细分市场精耕。C2C 模式连接个体买卖双方，交易过程皆由用户协商完成。C2B2C 模式平台干预交易，为买卖双方提供回收、鉴定、物流及售后等服务，有效解决信息不对称问题，实现二手商品再标准化。闲鱼通过主打 C2C 模式，培养了活跃的社交属性，对非标品品类深耕垂直关系链，对于标品品类物品，推出 C2B2C 为补充，并积极布局线下。转转则逐渐从全品类转为专攻潜力巨大的二手 3C 数码，从供应链发力打造核心竞争力。
- **我们认为国内的二手电商现在还处于快速提升的阶段，国内更多的闲置经济将通过二手电商的渠道进行交易，从现在的趋势来看，头部企业的集中度会愈发提升，综合类平台的优势将更加凸显。**依靠淘宝天猫的购物流量支持，闲鱼的市场地位以及 GMV 将会进一步巩固，模式也将以 C2C 和 C2B2C 并重；依靠腾讯的社交流量支持的转转也将在二手电商中获取较大的市场份额；爱回收则依靠京东强大的供应链以及 3C 数码品类支持，叠加众多的线下门店资源，在垂直细分领域将做大做强。**我们看好三个主流的二手电商平台：闲鱼、转转、爱回收。**

证券分析师

罗贤飞 A0230520040001
luoxf@swsresearch.com

联系人

罗贤飞
(8621)23297818×转
luoxf@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号



每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享 3+最新重磅报告；
- 2、每日分享技能地图 2+技能地图
- 3、每周分享读书笔记

行研报告均为公开版，权利归原作者所有，分发只做内部学习。

扫一扫下方二维码或者直接微信搜索【huobancom】添加客服进群



企业数字化转型，提升工作效率，访问伙伴云官网：www.huoban.com 获取解决方案

投资案件

结论和投资建议

二手电商的头部集聚效应会越来越强，我们看好三个主流的二手电商平台：闲鱼、转转、爱回收。

原因及逻辑

我们认为国内的二手电商现在还处于快速提升的阶段，国内更多的闲置经济将通过二手电商的渠道进行交易，从现在的趋势来看，头部企业的集中度会愈发提升，综合类平台的优势将更加凸显。依靠淘宝天猫的购物流量支持，闲鱼的市场地位以及 GMV 将会进一步巩固，模式也将以 C2C 和 C2B2C 并重；依靠腾讯的社交流量支持的转转也将在二手电商中获取较大的市场份额；爱回收则依靠京东强大的供应链以及 3C 数码品类支持，叠加众多的线下门店资源，在垂直细分领域将做大做强。

有别于大众的认识

大众认为二手电商是一个非常小的领域，但我们认为二手电商是一个将浪费变为消费，将库存变为供给的重要举措，而且符合国家提倡的绿色消费理念，而随着国内电商的快速发展，二手电商在万亿闲置经济中的占比会快速提升，将会成为电商领域重要的一个玩家。

目录

1. 闲置经济崛起，催生广阔的二手电商市场	6
1.1 闲置市场规模超万亿.....	6
1.2 二手电商将浪费变消费，头部愈发集聚	7
2. 二手电商驱动因素及主要客户群	9
2.1 高房价、购物节等多重因素催化二手电商快速发展.....	9
2.2 消费分级大环境下，二手商品在各线城市间盘活.....	14
3. 二手电商行业的模式变革	17
3.1 综合 V.S. 垂直，C2C V.S. C2B2C	17
3.2 闲鱼深化社交属性，转转转攻 3C 数码	20
4. 关键结论与投资建议.....	22

图表目录

图 1：预计 2020 年国内闲置市场达万亿规模（亿元）	6
图 2：2015-2020 年二手电商交易规模（亿元）	6
图 3：二手电商用户数逐年提升（亿人）	7
图 4：二手电商领域融资情况（亿元）	7
图 5：我国二手电商发展历程	8
图 6：价值差驱动二手消费	8
图 7：社零总额及实物商品网络销售额（万亿元）	9
图 8：各线城市近十年房价走势（元/平方米）	10
图 9：中国共享经济规模（亿元）	10
图 10：房价走高推动二手商品流动	10
图 11：天猫、京东购物节 GMV（亿元）	11
图 12：2020.11.1 天猫第一小时十大爆款	11
图 13：双十一前后二手电商 MAU 显著提升（万人）	11
图 14：不同折旧程度二手 iPhone XR 价格对比（元）	12
图 15：2018-2020Q3 居民可支配收入及同比增速（元）	12
图 16：2018-2020Q3 消费者信心及预期指数	12
图 17：2019-2020.10 闲鱼、转转 MAU（万人）	13
图 18：2019-2020.10 闲鱼、转转月人均使用时长（分钟）	13
图 19：2019-2020.10 闲鱼、转转人均单日使用次数（次）	13
图 20：日本消费时代阶段与二手电商发展（万美元）	14
图 21：Mercari 2014-2020 财年 GMV（亿日元）	15
图 22：全体居民人均消费支出居住占比	15
图 23：全体居民人均消费支出衣着与教育、文化和娱乐占比	15
图 24：高线城市二手电商渗透率远超其他地区（万人）	16
图 25：政策促进垃圾分类和社会共享	16
图 26：2019.8 主流二手电商用户城市分布情况	16
图 27：截止 2020.6 中国网民个人月收入结构	17
图 28：二手电商用户年龄分布情况	17

图 29：二手电商领域竞争格局	18
图 30：闲鱼、转转占据 90%以上的市场	18
图 31：各平台在二手电商领域渗透率	18
图 32：C2C 二手平台模式	19
图 33：C2B2C 平台模式	19
图 34：闲鱼、转转、爱回收概况梳理	20
图 35：闲鱼通过垂直关系链与 C2B2C 模式提升信任	21
图 36：2015-2019 年中国手机出货量（百万部）	21
 表 1：二手电商行业部分重大投资事件	 7

1. 闲置经济崛起，催生广阔的二手电商市场

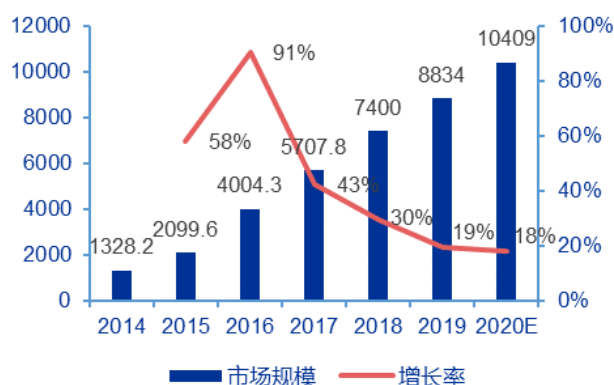
二手电商区别于一手电商，是针对“非第一次转手的交易行为”的电商平台。从交易形式来看，主要包含二手买卖、二手置换、二手回收和二手捐赠；从类目来看，商品几乎涵盖所有消费品，包括二手数码、二手服装、二手奢侈品、二手图书（但由于二手车和二手房等大件物品拥有独立的市场规则，一般讨论二手电商时不包含此类平台）。

1.1 闲置市场规模超万亿

闲置经济崛起，催生广阔的二手电商市场。闲置经济指交易或分享者通过在二手市场上买卖、租赁、交换、拍卖、回收或捐赠自己不再使用的闲置物品，据统计，2019 年中国闲置市场规模达 8834 亿元，同比增长 19%，预计 2020 年市场规模将超万亿，达到 10409 亿元。

二手电商规模快速增长。相比于一手电商的蓬勃发展，二手电商起步较晚，但近几年人们庞大的闲置物品处置需求，使其成为了电商领域的新蓝海，2019 年国内二手电商交易规模达 2596.9 亿，预计 2020 年将达到 3745.5 亿元，同比增长 44%，约占闲置市场总额的 36%，在闲置市场中的渗透率逐年提升。

图 1：预计 2020 年国内闲置市场达万亿规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

图 2：2015-2020 年二手电商交易规模（亿元）

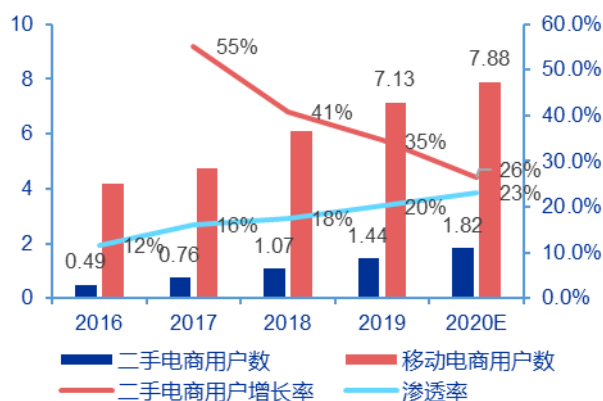


资料来源：网经社，申万宏源研究

二手电商用户数快速提升。根据艾媒咨询数据，2016 年二手电商用户数仅为 0.49 亿人，而 2019 年增长至 1.44 亿人，2020 年预计将达 1.82 亿人，同比增长 26%，在移动电商用户数中的渗透率从 2016 年的 12% 逐年上升至 2020 年的 23%，更多用户接纳二手电商。

近几年行业融资额迅速提升，单笔融资金额不断增加。2016 年起行业融资额持续增加，2018 年二手电商领域发生 45 起融资，融资额达 92.02 亿元，2019 年发生 26 起融资，融资额达 100.54 亿元。其中，回收宝在 2017 年获得 3 亿元人民币的融资，爱回收在 2018 年、2019 年及 2020 年分别获得 1.5 亿美元、5 亿美元和 1 亿美元的融资，转转在 2019 年获得 3 亿美元融资。单笔融资金额的快速提升也意味着行业的头部集中度愈发集聚。

图 3：二手电商用户数逐年提升（亿人）



资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

图 4：二手电商领域融资情况（亿元）



资料来源：it 桔子，申万宏源研究（截至 2020 年 12 月 11 日）

表 1：二手电商行业部分重大投资事件

时间	融资标的	融资金额	轮次	投资机构
2015	爱回收	6000 万美元	C 轮	天图资本
2016	回收宝	近亿元人民币	A 轮	成为资本，中信资本
2017	回收宝	3 亿人民币	B 轮	海峡资本
2018	享物说	6500 万美元	B+ 轮	红杉资本中国
2018	爱回收	1.5 亿美元	战略投资	老虎基金，京东
2018	胖虎	1 亿人民币	A 轮	三行资本
2019	只二	数千万美元	B 轮	赫斯特资本
2019	漫游鲸	2000 万人民币	Pre-A 轮	联想之星
2019	爱回收	5 亿美元	战略投资	京东，晨兴资本，清新资本
2019	熊猫格子	1000 万人民币	Pre-A 轮	鼎晟投资
2019	转转	3 亿美元	B 轮	腾讯，58 同城
2020	爱回收	1 亿美元	E 轮	京东，国泰君安
2020	胖虎	1.75 亿人民币	B 轮	达晨创投，渫策资本
2020	找靓机	亿元以上人民币	并购	转转

资料来源：it 桔子，投资界，申万宏源研究

1.2 二手电商将浪费变消费，头部愈发集聚

我国二手电商约起步于 2002 年，早期主要是传统线下行业寻求信息化和分类信息网站提供二手交易服务，例如传统的旧书行业结合互联网而搭建的 C2C 平台孔夫子旧书网、转转的前身 58 同城-二手频道。随着用户增多和巨头切入，行业进入细分试错阶段，多个垂直类平台涌现，包括数码类的爱回收、回收宝及找靓机、奢侈品类胖虎和只二、服饰类的衣二三及旧爱穿搭、母婴类的贝贝网闲置和花粉儿、书籍类的阅邻、多抓鱼和漫游鲸，同时巨头旗下的综合类平台切入，2014 年闲鱼成立，2016 年 58 同城推出转转，2017 年京东推出拍拍二手。目前，二手电商市场不断整合，逐渐向头部集中，综合类平台占据主流，2020 财年，闲鱼 GMV 突破 2000 亿元，同比增长超过 100%。

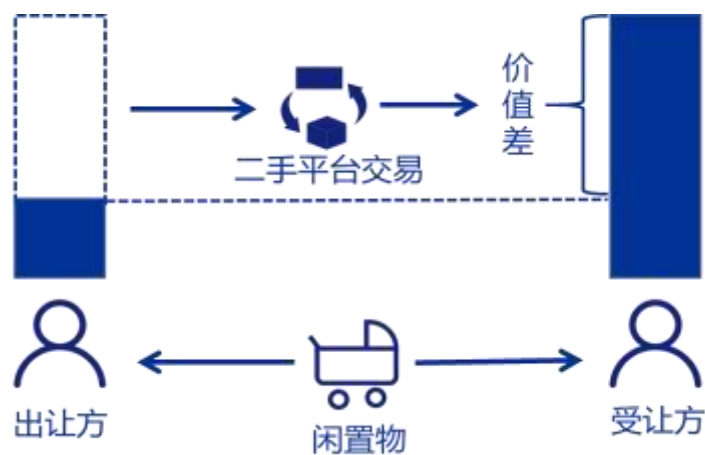
图 5：我国二手电商发展历程



资料来源：MobData，申万宏源研究

闲置经济将浪费变为消费，将库存变为供给。“闲置”即消费剩余，包括物品、知识或时间有所盈余才可能分享；“经济”则指向交易，出让方和受让方对物品效用的评价差是驱动二手消费的本质，“汝之闲置，彼之珍藏”，通过二手平台交易，这部分潜在的价值差得以被实现。在目前消费品的平均使用寿命远远低于其设计寿命的情况下，闲置经济的本质是一种存量经济，是对物品不同生命阶段的共享，并非是刻意创造闲置，而是合理消化闲置，是将有限资源服务于更多群体。

图 6：价值差驱动二手消费



资料来源：申万宏源研究

2. 二手电商驱动因素及主要客户群

2.1 高房价、购物节等多重因素催化二手电商快速发展

庞大的社会消费品零售额和网络购物习惯为线上闲置物品交易提供基础。2019 年社会消费品零售总额达 41.16 万亿元，同比增加 8%，庞大的社会消费品零售额增量形成了巨大的存量市场，消费者手中快速增长的闲置物品需要专业高效的流通市场盘活起来。而得益于电商平台十多年的发展渗透，实物商品网络零售额占社会消费品零售总额比重已经超过 20%，且渗透率逐年上升，2020 年前三季度达 24.3%，消费者已培养了通过电商平台进行购物的习惯，为二手电商的发展提供了基础。

图 7：社零总额及实物商品网络销售额（万亿元）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

高线城市房价走高与共享经济理念普及使人们更倾向于将家中闲置物品出售转让。根据百城住宅价格指数，一线城市房价 10 年增长超过 100%，每平方米的价格由 2010 年 6 月的 20800 元涨至 2020 年 6 月的 42145 元，二线城市也从 2010 年 6 月的 8638 元/平方米涨至 2020 年 6 月的 14286 元/平方米，增长超 65%，高线城市房价的持续走高使得闲置物品占用空间的代价不断上升。高房价同时也使得租房率不断上升，根据《租房消费行为调查报告》，一线和部分新一线城市租赁人群的比例或超 40%，人员流动性较大，租客更多选择二手平台购买或出售室内用品等。共享经济和二手经济的本质都是盘活闲置资源，提高资源利用率，而共享理念的崛起在很大程度上推动了这一行业的发展。在过去几年，“共享经济”的概念风靡一时，出现共享出行、共享住宿等一系列衣食住行的新形式，根据国家信息中心发布的报告，2016 年中国共享经济规模达到 34520 亿元，尽管目前其热度有所退去，但真正的共享理念已逐步深入人心，人们普遍意识到，闲置的商品本身是有价值的，是可以交易的。因此，在房价更高和共享理念更为深入的一、二线城市，二手电商的用户数目远远超过低线城市。

图 8：各线城市近十年房价走势（元/平方米）



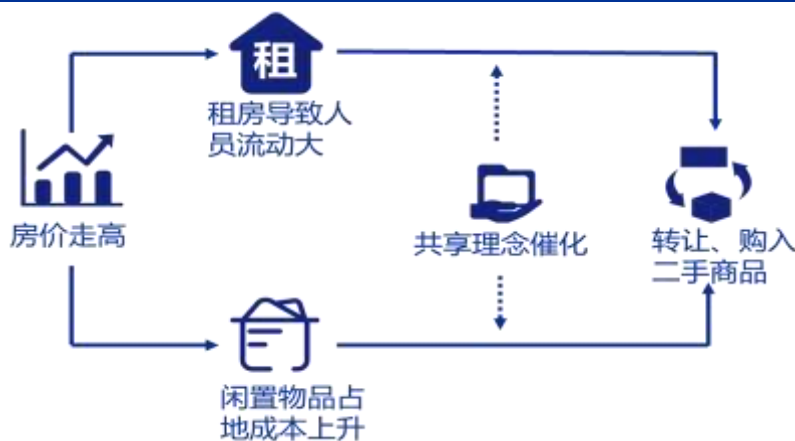
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：中国共享经济规模（亿元）



资料来源：国家信息中心，网经社，申万宏源研究

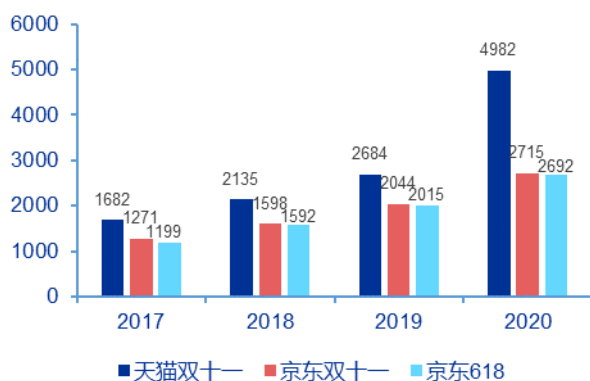
图 10：房价走高推动二手商品流动



资料来源：申万宏源研究

购物平台与二手平台的天生具有互补性，大量购物节刺激消费欲望，不便退换的商品通过二手电商盘活。“618”、“双十一”等购物狂欢节成交额逐年增加，2020 年天猫 618GMV 达到 6982 亿元，双十一 GMV 为 4982 亿元，同比增长 85.6%，京东 2020 年 618GMV 达 2692 亿元，双十一 GMV 为 2715 亿元。通过补贴、满减、直播等营销方式，购物节加强了消费者的购买欲望，创造出更多的闲置物品交易基础。电子数码、护肤美妆和服饰是电商平台最为热门的品类，购物节中销量最大的品类多为护肤美妆和数码产品类，在 2020 年 11 月 1 日天猫第一小时的前十大爆款中，护肤品和手机占据其中 7 款，由于拆封后不便退换，将其低价放在二手电商平台出售成为一种有效的解决方式，另外，在直播间抢购后反悔将已付定金的商品转售、拼单凑满减后将多余商品或小样转售、美妆产品体验后转售也占据相当一部分比例。左手新品消费，右手旧物出清，“天猫购物、闲鱼回血”，已成为一种组合。

图 11: 天猫、京东购物节 GMV (亿元)



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

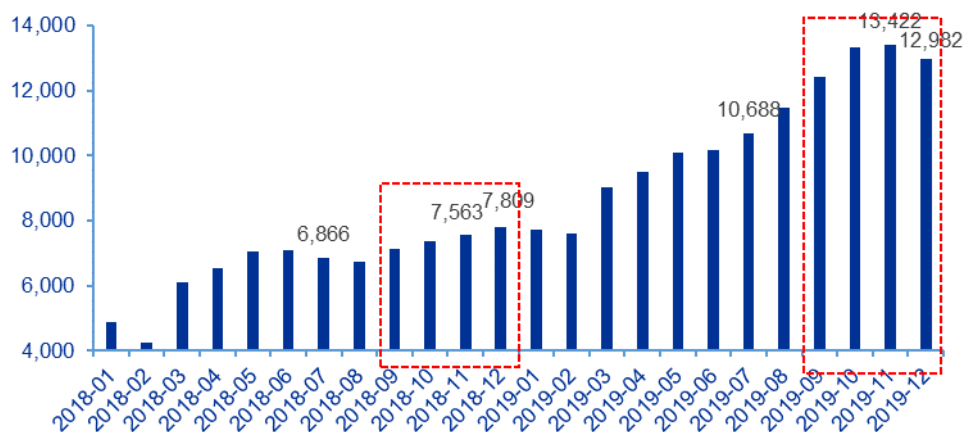
图 12: 2020.11.1 天猫第一小时十大爆款

排名	爆款名称
1	iPhone11
2	Whoo后护肤7件套装
3	华为Mate40Pro
4	雪花秀护肤礼盒
5	雅萌ACE美容仪
6	科沃斯扫地机器人
7	TriPollard美容仪
8	资生堂红腰子精华
9	雅诗兰黛小棕瓶眼霜
10	娇兰帝皇蜂姿复原蜜

资料来源: 天猫, 申万宏源研究

双十一前后电商平台活跃用户数呈现显著提升。根据 QuestMobile 数据, 2018 年 7 月占据二手电商市场 90%以上份额的闲鱼和转转 MAU 仅为 6866 万人, 而同年 11 月升至 7563 万人, 12 月为 7809 万人; 同样地, 2019 年 7 月 MAU 为 10688 万人, 而 11 月上升至 13422 万人, 月活用户增加 2734 万人。

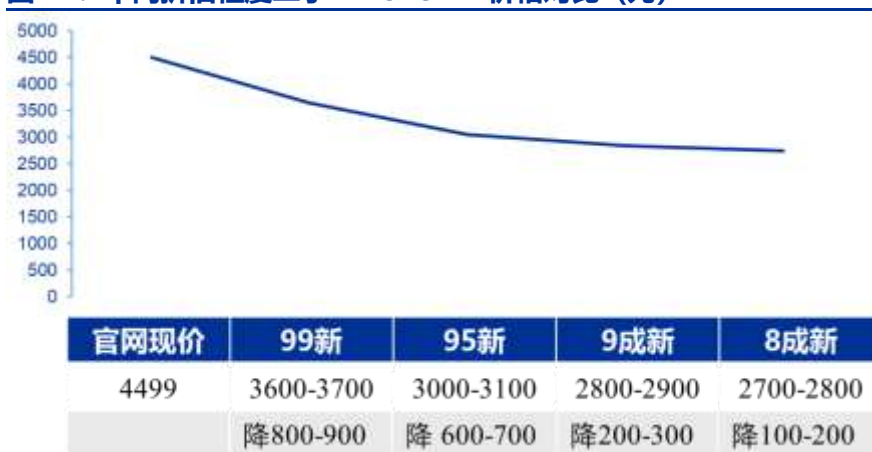
图 13: 双十一前后二手电商 MAU 显著提升 (万人)



资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究 (备注: 图为闲鱼、转转的合计 MAU)

新品购后前期价格下降较快, 促使人们尽快出售闲置物品。Apple 官网中 128g 的 iPhone XR 价格为 4499 元, 而根据转转官方严选价格, 99 成新的同型号手机价格比全新下降 800-900 元至 3600 元左右, 95 成新的价格继续下降 600-700 元, 而从 95 新到 9 成新仅下降 200-300 元。快速下跌的价格促使消费者尽快将其出售, 2019 年有 1.4 亿件淘宝商品被“一键转卖”到闲鱼, 而其中近 4 成用户会转卖一个月内买入的物品。

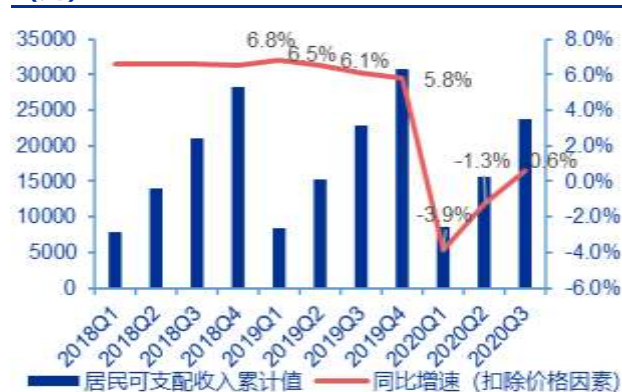
图 14: 不同折旧程度二手 iPhone XR 价格对比 (元)



资料来源: Apple 官网, 转转, 申万宏源研究 (备注: 二手价为转转官方严选普遍价格)

受疫情影响, 居民可支配收入下降, 消费者信心降低, 加速二手市场发展。2020 年第一、二季度居民可支配收入扣除价格影响后分别同比下降 3.9%和 1.3%, 第三季度回升至 0.6%, 但相较于 2019 年同时期, 增速下降了 5.5pct。同时, 消费者信心指数也呈现下降走势, 2020 年第二季度下滑至 115, 消费者预期指数下滑至 118。消费者由于收入减少和对未来预期收紧, 在消费支出时更加谨慎, 相比于高溢价的新品, 更倾向于选择二手商品。

图 15: 2018-2020Q3 居民可支配收入及同比增速 (元)



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

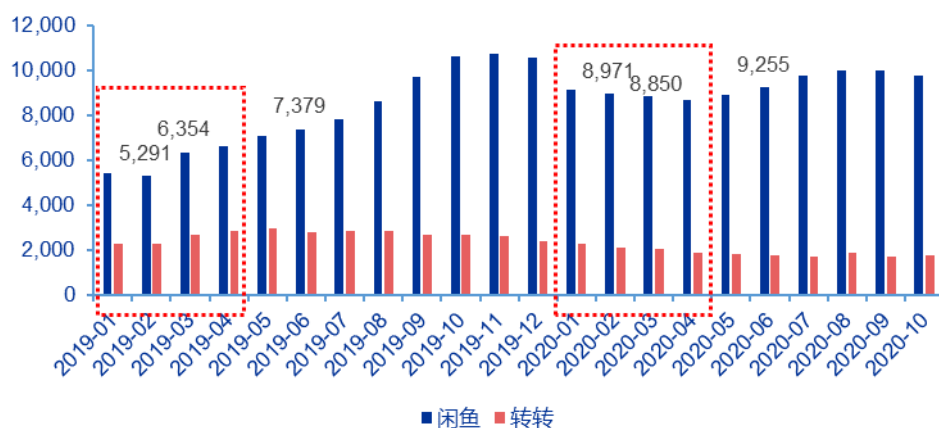
图 16: 2018-2020Q3 消费者信心及预期指数



资料来源: Wind, 申万宏源研究

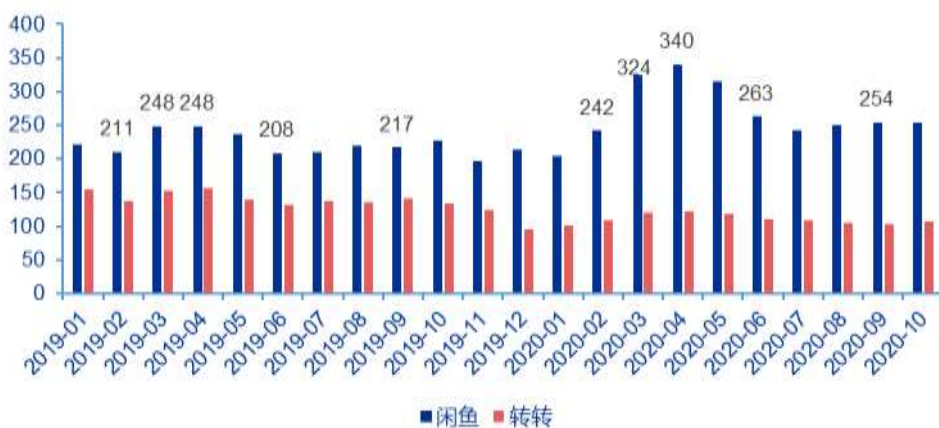
疫情期间及之后二手电商月活跃用户数及用户活跃程度激增。2020 年 3 月闲鱼 MAU 达 8850 万人, 较去年相比增长 39%, 6 月 MAU 为 9255 万人, 同比增长 25%。二手电商平台用户活跃度在疫情期间和后期有显著提升, 2020 年 3 月和 6 月闲鱼月人均使用时长分别为 324 分钟和 263 分钟, 相较于去年分别同比增长 30.6%和 26.4%, 人均单日使用次数从 2019 年 3 月的 8 次增加至 2020 年 3 月的 9.8 次。

图 17: 2019-2020.10 闲鱼、转转 MAU (万人)



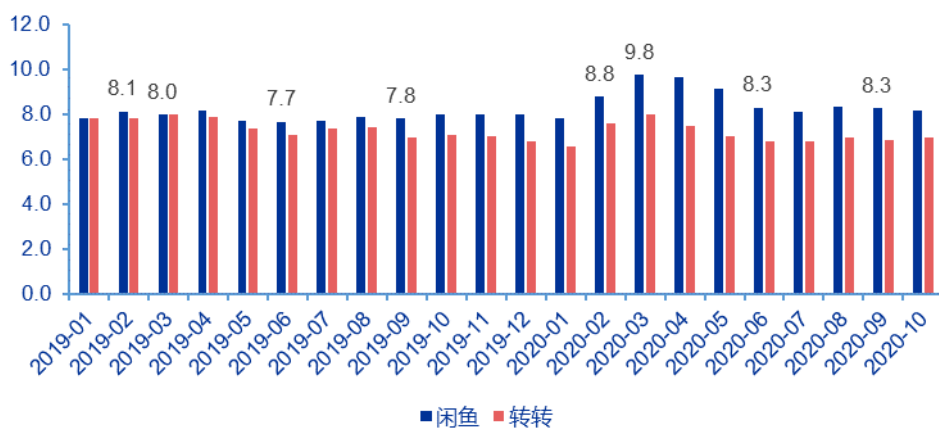
资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究

图 18: 2019-2020.10 闲鱼、转转月人均使用时长 (分钟)



资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究

图 19: 2019-2020.10 闲鱼、转转人均单日使用次数 (次)

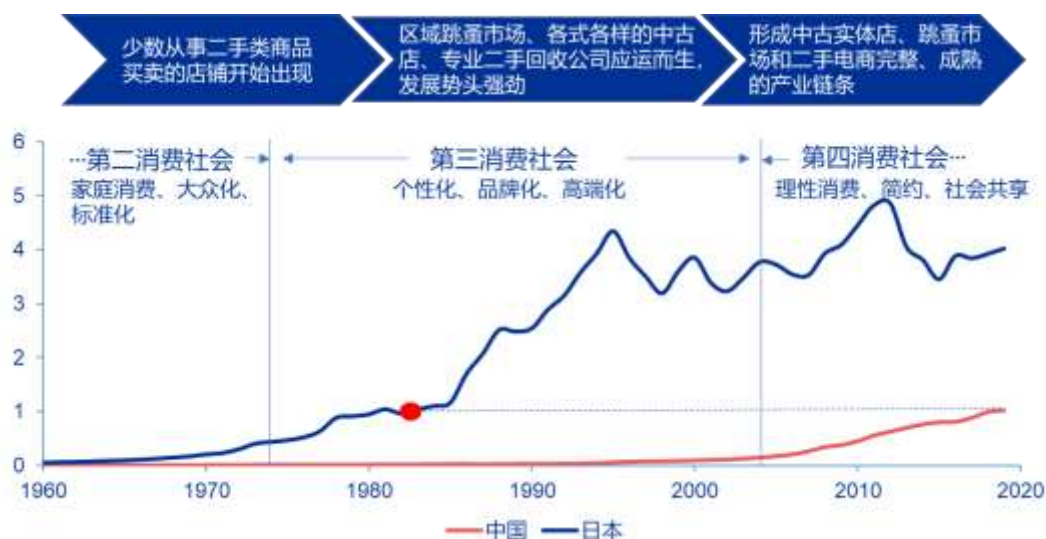


资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究

2.2 消费分级大环境下，二手商品在各线城市间盘活

对标日本，我国整体上仍处于消费升级的第三消费时代，但不同线城市间出现消费分级，一方面，消费升级如火如荼地进行；另一方面，消费升级结构分化，逆消费升级现象频频出现，尤其体现在生活消费品领域。自 1912 年至今，日本居民的消费文化发展大体上经历了四个阶段，即所谓的“四个消费时代”，自 1912 至 1941 为第一消费时代；自 1945 至 1974 为第二消费时代，家庭消费兴起，人们并不刻意去追求商品的设计与个性，而是崇尚“越大越好，越多越好”，二手市场进入萌芽期；自 1975 至 2004 为第三消费时代，消费单位由家庭转向个人，个性化、品牌化、高端化、体验式消费快速增长，二手市场迅速发展；2005 年至今为第四消费时代，消费回归理性，去品牌化、高性价比的简约消费和共享意识备受推崇，二手市场也趋于成熟。我国 2019 年人均 GDP 为 1.03 万美元，与日本 1981 年的 1.04 万美元较为接近，同时 65 岁以上老人占比 12.4%，与日本 1991 年 12.3% 接近，因此，我国整体上处于第三消费时代，依然处于注重品牌化、个性化的消费升级阶段。

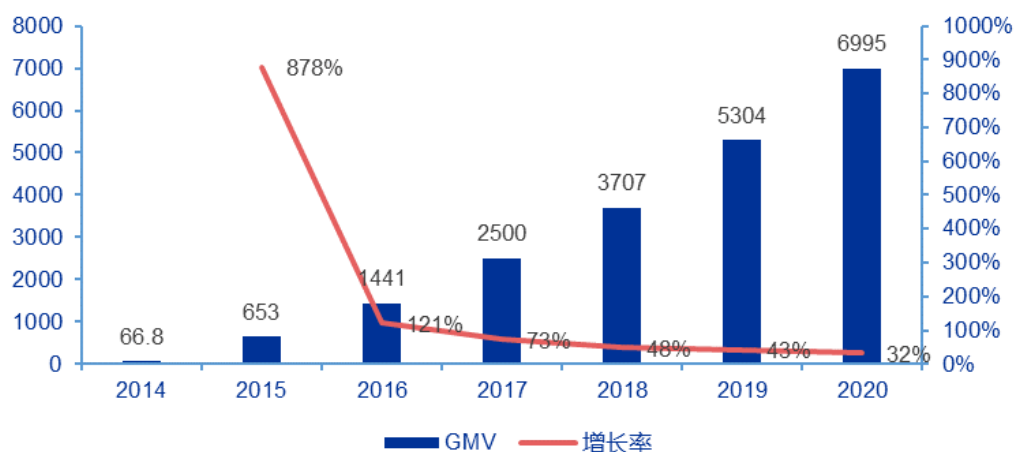
图 20：日本消费时代阶段与二手电商发展（万美元）



资料来源：Wind，三浦展《第四消费时代》，易观数据，申万宏源研究

日本国内的二手交易市场已具备规模且相对成熟，消费者存在着持续的购买需求。2018 年日本国内的二手交易市场份额突破 2 兆日元（约 1260 亿人民币），根据日本 Recycle 通信公司的预测，不包含二手汽车市场，日本 2025 年二手交易市场的份额将会达到 3.25 兆日元（约 2048 亿人民币）。日本二手电商独角兽公司 Mercari 自 2013 年创立以来迅速成长，在 2020 年 GMV 达 6995 亿日元（约 442 亿元人民币）。

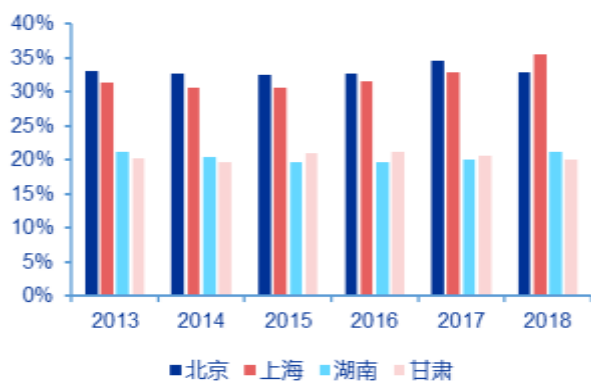
图 21: Mercari 2014-2020 财年 GMV (亿日元)



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

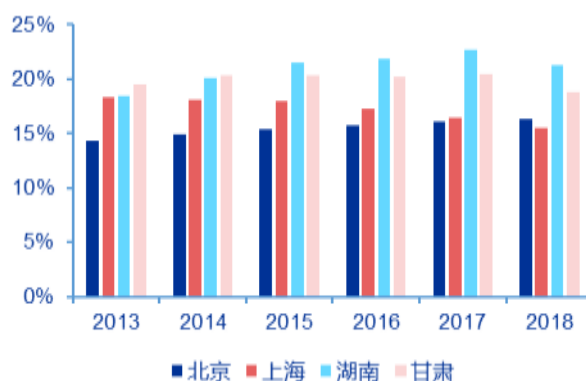
我国高线城市受经济和理念双重影响, 正从“第三消费时代”向“第四消费时代”过渡, 是二手电商用户的主要组成。通过比较北京、上海与人均可支配收入中部和底部的湖南与甘肃, 一线城市居住支出占比超过 30%, 且有不断增加的趋势, 而湖南省和甘肃省均只有 20%左右, 而一线城市居住的高占比使得相对非必需的支出, 如衣着与教育、文化和娱乐占比下降。北京、上海二手电商活跃用户均超 500 万人, 占全网活跃用户的 18%, 对比之下, 湖南省的渗透率为 9%, 甘肃省仅为 4.5%。

图 22: 全体居民人均消费支出居住占比



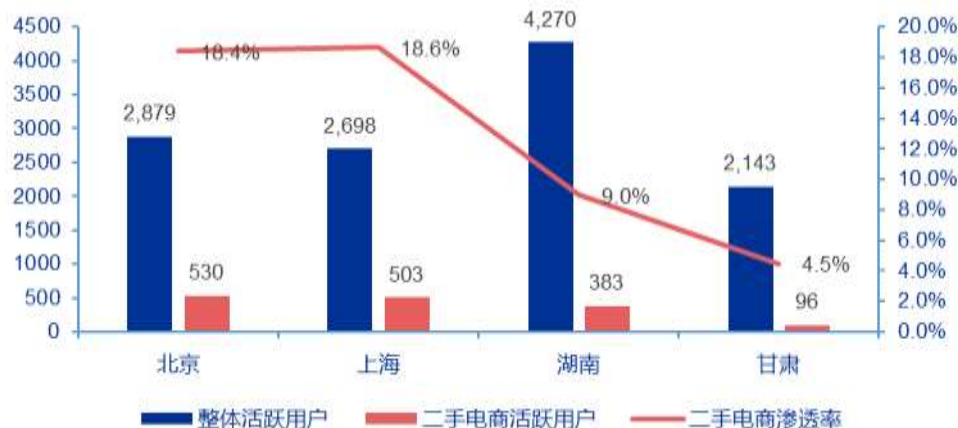
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 23: 全体居民人均消费支出衣着与教育、文化和娱乐占比



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 24：高线城市二手电商渗透率远超其他地区（万人）



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究（备注：二手电商活跃用户仅包括闲鱼和转转）

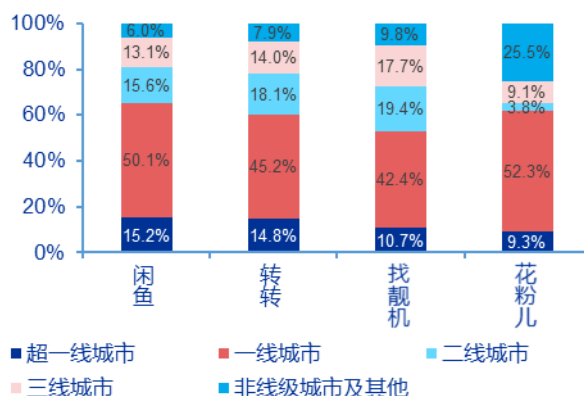
同时，与日本九十年代一样，循环经济开始在国内兴起，大量垃圾分类、共享经济政策出台推动，而高线城市则是首要推广试点地区，理性消费、社会共享的概念逐渐深入人心。在经济和概念的双重影响下，高线城市开始从“第三消费时代”向“第四消费时代”过渡，其消费观念上剥离了营销光环，更加注重产品本身的品质，生活观念上断舍离开始兴起。而新旧程度可接受且价格更低的二手商品成为一种高性价比的选择，同时在平台上出售闲置物品进行变现也更加普遍，根据易观数据，闲鱼、转转、找靓机和花粉儿的超一线城市和一线城市用户占比分别为 65.3%，60%，53.1%和 61.6%，是二手电商主要的用户组成。

图 25：政策促进垃圾分类和社会共享

2016	《关于促进绿色消费的指导意见》
2016	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》
2017	《生活垃圾分类制度实施方案》
2017	《关于促进分享经济发展的指导性意见》
2018	《关于加快推进部分重点城市生活垃圾分类工作的通知》
2018	《关于做好引导和规范共享经济健康良性发展有关工作的通知》
2019	《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》
2019	《上海市生活垃圾管理条例》

资料来源：中国政府网，申万宏源研究

图 26：2019.8 主流二手电商用户城市分布情况

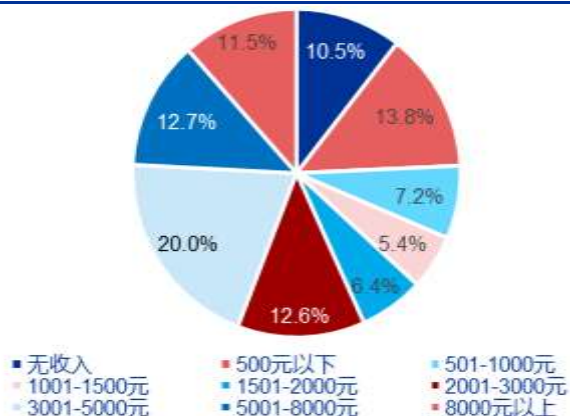


资料来源：易观数据，申万宏源研究

中低线城市消费新生代处于消费升级趋势，在有限收入下追求高品质，二手商品成为一种普遍选择。二、三、四线城市年轻消费者生长于数字化时代，居住成本较低，空闲时间较多，对高品牌、高体验的消费追求越来越多，逐渐成为不可忽视的消费群体。而同时，根据中国互联网信息中心数据，中国网民的收入水平相对较低，在当前 9.4 亿网民规模中，

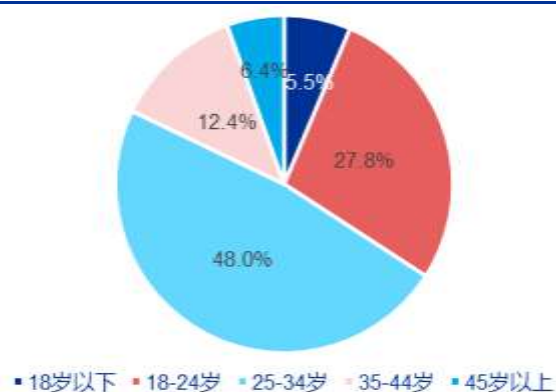
月收入在 2001-5000 元的网民群体占比仅为 32.6%，而在 2000 元及以下的网民群体占比则达到了 43.3%。中低线年轻消费者在有限收入下追求高品质的消费习惯，使得二手商品尤其是高品牌属性的电子数码、护肤美妆产品成为一种普遍选择，二手电商用户中，35 岁以下的人群占比 81.2%，其中 25-34 岁占比达 48%，而根据闲鱼披露，Z 世代（95 后）占平台用户的 35%，一线城市好物有 31% 流向四线城市。

图 27：截止 2020.6 中国网民个人月收入结构



资料来源：中国互联网络信息中心，申万宏源研究

图 28：二手电商用户年龄分布情况



资料来源：MobData，申万宏源研究

3. 二手电商行业的模式变革

3.1 综合 V.S. 垂直，C2C V.S. C2B2C

从经营品类来看，目前二手电商领域形成综合平台寡头对峙，垂直平台圈地精耕的竞争格局。根据 MobData 数据，综合型平台闲鱼和转转拥有绝对优势，占据二手电商 90.9% 的市场份额，渗透率分别达到 72.9% 和 33.1%。垂直型平台占据较小份额，在电子产品、二手书、二手时尚、奢侈品等细分领域，通过将经营范围缩小到一个足够小的利基市场精耕。

闲置物品二手电商平台与瓜子、优信的二手车、二手房领域有本质区别。作为标品，二手车、二手房，平台可以从中间赚取服务费用及后期的金融服务费用。但转转、闲鱼上的个人闲置物品多为非标品，相对价格较低，且处于电商中的长尾位置，平台较难从中获取利润，导致该领域依旧是拥有流量、物流和信用保障的巨头的游戏。

图 29：二手电商领域竞争格局

	综合	二手电子产品	二手书	二手时尚	二手奢侈品
第一梯队	闲鱼 转转				
第二梯队	拍拍 转转 爱回收 享物说	柠檬 可乐优品 找靓机	孔夫子	爱回收 享物说 爱回收 爱回收	心上 猫眼
第三梯队	转转	转转 淘好货 转转 转转	转转 转转		心上 猫眼

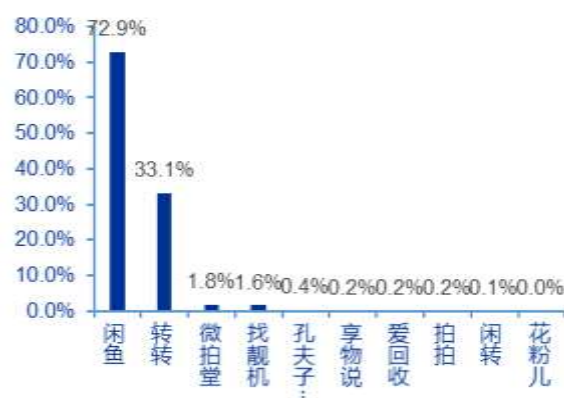
资料来源：MobData，申万宏源研究

图 30：闲鱼、转转占据 90%以上的市场



资料来源：MobData，申万宏源研究

图 31：各平台在二手电商领域渗透率

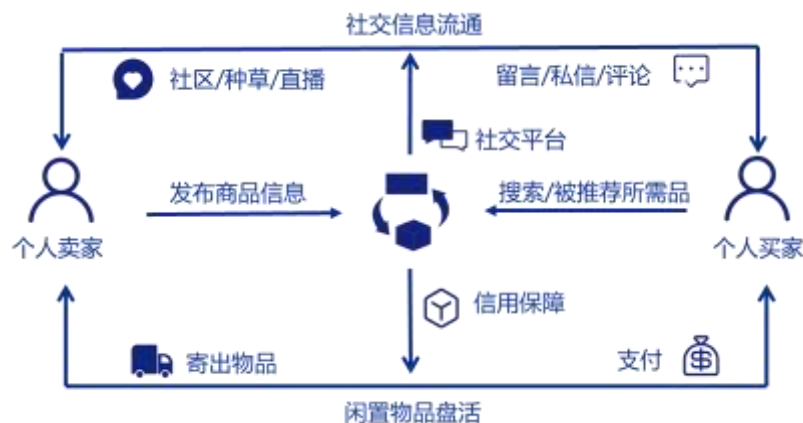


资料来源：MobData，申万宏源研究

从商业模式来看，目前行业以 C2C 和 C2B2C 为主。C2C 模式较轻，连接个体买卖双方，更多作为平台提供交易工具，营造社交氛围，不参与具体交易及质检、物流等各种服务，交易过程皆由用户协商完成。C2B2C 模式较重，平台干预交易，为买卖双方提供交易全程服务。

C2C 模式中，二手电商是买卖双方物品交易和社交信息流通的平台，适用于非标品转让。个人卖家通过图片、视频、文字在平台上发布商品信息，并以社区、种草或直播的营销方式获得更大的曝光率，个人买家通过搜索或算法推荐获取所需品，在下单前双方通常会以留言、私信的方式进行品质、价格、邮费、退换等方面的磋商，协商一致后，由卖家自行邮寄物品。C2C 模式下，由于买卖双方为直接连接，交易更加灵活，买家卖家双向选择，社交氛围浓厚，但同时存在着较大的信用问题和时间成本，因此多为较低价的非标品转让，如服饰类、小众圈层兴趣类、日用品等。

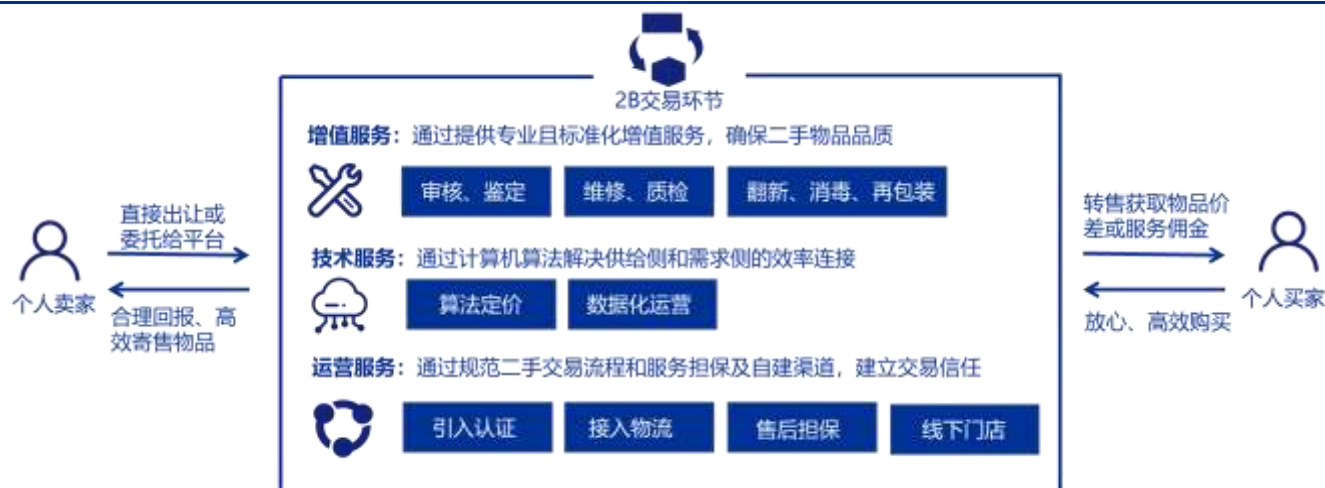
图 32：C2C 二手平台模式



资料来源：申万宏源研究

C2B2C 模式有效解决信息不对称问题, 实现二手商品再标准化。实现根据阿克洛夫“柠檬市场”的理论, 在严重信息不对称的条件下, 买家会出于潜在问题的考虑报低价, 而好货的卖家总不愿接受报价, 凡是愿意按照报价卖的, 物品的质量都不值该价格, 于是买家报价不断降低, 优质的卖家不断出局, 在这种“逆向选择”过程下, 整个市场逐渐萎缩。因此, 相比于一手交易, 二手交易中的信息不对称问题更加严重, 使得二手交易电商发展相对滞后。消除信息不对称的需求催生了 C2B2C 模式, 闲置商品的所有者先将其出让或委托给平台代收, 平台在回收商品之后, 经过一定的维修、检测, 再将它们重新出售给消费者, 赚取价差或服务佣金。这种模式有效地将原本非标准化的二手商品重新实现标准化, 让信息不对称的程度大为降低, 从而大幅提升 2C 端的交易效率。但 C2B2C 模式也是平台承担了巨大的回收商品成本, 更适用于数码产品等残值较大的标品, 且对企业供应链和服务能力要求较高。

图 33：C2B2C 平台模式



资料来源：易观数据，申万宏源研究

3.2 闲鱼深化社交属性，转转转攻 3C 数码

在二手电商行业的主要玩家中，闲鱼、转转和爱回收布局各有侧重。综合类平台闲鱼采用 C2C 为主，加码 C2B2C 为补充的模式。转转逐渐从覆盖全品类转型为 3C 电子，相应的，模式由 C2C 转向 C2B2C。以 3C 数码起家的爱回收依旧主攻该垂直赛道，由于在线上获得的流量有限，爱回收将布局转向线下，截至 2020 年 12 月共在全国建立 700 多家线下门店，线上与线下的总流量比例达到 4:6。

图 34：闲鱼、转转、爱回收概况梳理

			
布局平台	淘宝天猫	58同城	京东
品类	综合类	综合类 → 3C 电子	3C 数码
商业模式	C2C + C2B2C	C2C → C2B2C	C2B2C
经营模式	重点为个体用户提供交易平台，同时提供自营商品	重点为自营商品，同时为个体用户提供交易平台	自营商品
提供服务	个体自由交易平台；省心卖（估价，取件，帮卖）；无忧购（包真验货，包邮，包退，售后）	个体自由交易平台；省心卖（估价，取件，帮卖，售后）；官方严选（验机，包邮，包退，售后）	线上评估邮寄回收；免费上门回收；线下门店回收
闲置来源	用户发布，淘宝“一键转卖”，省心卖	用户发布，转转优品快卖	用户发布，京东商城一键转卖
交易保障	芝麻信用	微信关系链，芝麻信用	京东小白信用，专业质检商
优势	成熟的交易体制；安全专业的交易制度；完善的信用交易制度；淘宝实现引流	3C 产品统一质检标准；购买链条短	标准化手机回收处理流程；引用国防级 Blancco 数据安全；布局线下门店

资料来源：前瞻产业研究院，联商网，申万宏源研究

通过主打 C2C 模式，闲鱼依靠商品交易产生了活跃的社交属性，对非标品品类深耕垂直关系链。闲鱼拥有大量的年轻用户，在目前 3 亿的用户达中，约 61% 的用户是 90 后，35% 为 95 后，为打造社交提供了良好的人群基础。闲鱼上有大量的非标品，与标品相比更依赖垂直关系链和圈子关系链以加强信任，闲鱼通过曾经的兴趣鱼塘、地理位置鱼塘加深基于兴趣或 LBS 的社交关系链，通过会玩和闲鱼直播开发达人-粉丝社交关系链。用户、社区、交易形成的独有交易闭环使得闲鱼成为了一个自由度和活跃度极高的个人交易市场，2020 财年闲鱼总交易额突破 2000 亿元。

对于标品品类物品，推出 C2B2C 为补充，并积极布局线下。“省心卖”为卖家提供估价、取件、48 小时帮卖服务，“无忧购”聚焦奢品、手机数码、潮鞋潮玩、美妆四大高净值的垂直品类，由专业服务商提供回收、鉴别服务，并提供“包真、包退、包邮”三包服务；闲鱼基地、闲鱼小站与闲鱼集市则提供线下服务场景，提高用户的交易信心。

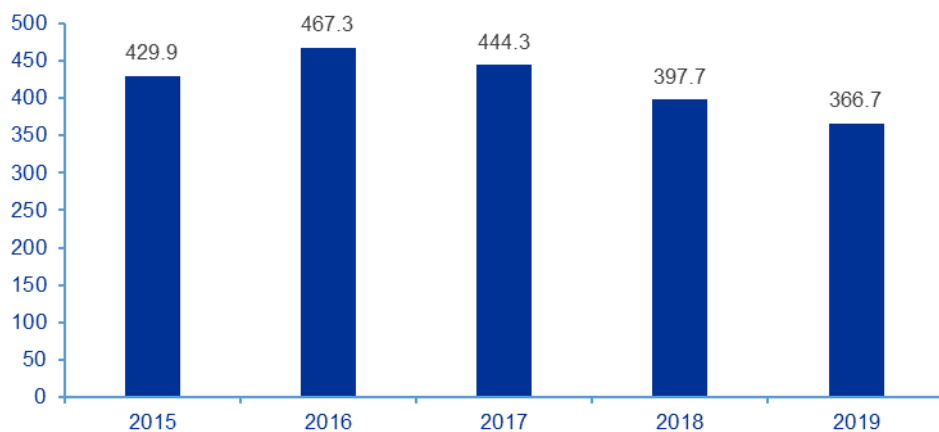
图 35：闲鱼通过垂直关系链与 C2B2C 模式提升信任



资料来源：闲鱼 APP，申万宏源研究

转转则逐渐从全品类转为专攻二手 3C 数码，从供应链发力打造核心竞争力。二手机单价较高，基数庞大，2019 年中国手机出货量达 366.7 百万部，据工信部数据，2018 和 2019 年国内手机的淘汰量达到了 4.61 亿台和 4.99 亿台，随着 5G 大规模商用，年废旧手机数量将增至 5.24 亿台，二手手机市场显示出巨大的潜力。供给方面，转转推出针对二手 3C 质检的体系，提供 7 天无理由退货和质保服务；在定价体系搭建中，转转基于平台的二手商品成交、发布和浏览数据，对商品的价格进行合理估价和动态定价。2020 年 5 月转转与找靓机合并后，全面协同业务，手机 C2B 业务较去年增长 171.69%。

图 36：2015-2019 年中国手机出货量（百万部）



资料来源：IDC，申万宏源研究

4. 关键结论与投资建议

我们认为国内的二手电商现在还处于快速提升的阶段，国内更多的闲置经济将通过二手电商的渠道进行交易，从现在的趋势来看，头部企业的集中度会愈发提升，综合类平台的优势将更加凸显。依靠淘宝天猫的购物流量支持，闲鱼的市场地位以及 GMV 将会进一步巩固，模式也将以 C2C 和 C2B2C 并重；依靠腾讯的社交流量支持的转转也将在二手电商中获取较大的市场份额；爱回收则依靠京东强大的供应链以及 3C 数码品类支持，叠加众多的线下门店资源，在垂直细分领域将做大做强。我们看好三个主流的二手电商平台：闲鱼、转转、爱回收。

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。