掘金优质中概系列：万物新生（爱回收）（RERE）深度报告

“逆行”的贝塔，二手交易高增

2024 年 09 月 13 日

分析师 易永坚
执业证书： S0100523070002
邮箱： yiyongjian@mszq.com

➢ **深耕二手交易，万物新生是 3C 二手交易平台龙头。**爱回收成立于 2011 年，经过 13 年的发展已成为中国领先的二手 3C 产品交易和服务平台之一。公司通过“爱回收”、“拍机堂”和“拍拍”为品牌矩阵，打通从回收到销售的 C2B2B&C2B2C 的全链路交易，提供二手 3C 产品回收业务及影像器材、箱包、腕表、黄金、名酒、鞋服等多品类回收业务，同时提供以旧换新等增值服务。

➢ **营收稳健增长，盈利能力持续获得提升。**2019-2023 年，万物新生营收由 39.32 亿元增长至 129.66 亿元，CAGR 约为 48.8%，2024H1 公司营收 74.28 亿元，同比增长 27.3%。从盈利能力来看，公司自 2022 年经调整经营利润全面转正以来，经调整经营利润率持续攀升，24H1 经调整经营利润率为 2.3%。

➢ **股东禀赋+政策支持，二手交易习惯持续促进；消费者信任+价格透明度，公司运营优势有望持续提升。**截至 2023 年底，京东持股 34%，公司背靠京东巨大的电子产品消费群体和精准的流量，收获消费者品牌与购买信任。通过线下优势和价格透明优势，公司全平台交易品类持续增长。2023 年包括拍机堂、拍拍及其他渠道在内的所有销售渠道交易量达 3230 万，其中大部分为二手手机，较 2022 年仍有增长，同年全国新出货手机的渗透率为 12%。截至 2024H1，公司已拥有 1516 家线下门店，覆盖全国超 260 座城市，线下门店优势增强消费者信任度；价格上来看，回收端和销售端，对比转转和闲鱼平台，公司均有一定优势，消费者偏好有望进一步提升。

➢ **在手现金丰富，回购增强股东回报。**2024H1 公司现金及现金等价物+受限资金+短期投资+第三方支付平台账户余额为 27.69 亿元。2024 年以来，公司于 3 月 12 日宣布在 12 个月内回购最多 2000 万美元的股份，6 月 21 日宣布回购增加到 5000 万美元，并将有效期限延长至 2025 年 6 月 27 日。2024 年 6 月 21 日公司市值约为 4.89 亿元，公司静态股东回报率达 10.22%。

➢ **核心观点：**我们认为万物新生作为国内 3C 二手交易龙头，1）受益于国家以旧换新政策支持，随消费者二手交易习惯渗透率提升，3C 直营业务有望进一步增长；2）撮合业务模式成本较低，多品类业务有助于公司规模效应的进一步展开。根据彭博一致性预期，万物新生 2023/2024/2025 年的经调整 PE 分别为 12/10/5 倍，我们建议积极关注。

➢ **风险提示：**消费不及预期的风险；消费电子换机周期拉长的风险；二手消费习惯普及不及预期的风险；行业竞争格局加剧的风险。

二手交易行业重点关注个股

代码	简称	股价	EPS（美元）			PE（倍）		
			2023A/FY2024A	2024E/FY2025E	2025E/FY2025E	2023A/FY2024A	2024E/FY2025E	2025E/FY2026E
REAL	The RealReal	2.50	-0.87	-0.45	-0.29	/	/	/
4387.T	Mercari	2410.00	0.55	0.65	0.96	30	26	18
RERE	万物新生	2.36	0.20	0.25	0.43	12	10	5

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院；（注：Real 和 RERE 收盘价均为 2024 年 9 月 12 日收盘价，股价单位为美元；Mercari 收盘价均为 2024 年 9 月 12 日收盘价，股价单位为日元；9 月 12 日汇率：1USD=7.1199CNY=142.91JPY；Mercari 的财年和自然年不一致，FY2024 财年为 2023 年 7 月 1 日-2024 年 6 月 30 日，数据采用 Bloomberg 一致预期）

目录

1 公司概览：多品牌，打造二手 3C 交易龙头平台 3
1.1 公司历史：以“爱回收”为核心，横纵拓宽回收业务模式 3
1.2 商业模式：深耕二手 3C 行业，打造全链路布局 4
1.3 股权结构：创始人为公司控股股东，京东为公司大股东 5
1.4 财务分析：业绩稳健增长，亏损大幅收窄 6
2 行业概览：二手消费拉动增长，多品类拓展新内容 9
2.1 消费电子换机周期拉长，二手消费是行业增长新方向 9
2.2 二手消费平台，3C 经验赋能全品类交易 12
3 公司业务：打通 C2B+B2B+B2C，形成全产业链闭环 17
3.1 自营电商+撮合业务 17
3.2 京东禀赋加持，万物新生是独家渠道 21
4 公司看点：消费者信任偏好，国内渗透仍有空间 22
4.1 用户信任，透明竞价促进交易 22
4.2 知日鉴中，中国二手消费市场仍有较大空间 24
5 核心观点 26
5.1 万物新生业绩拆分 26
5.2 估值分析 27
6 风险提示 28
插图目录 29
表格目录 29

1 公司概览：多品牌，打造二手 3C 交易龙头平台

1.1 公司历史：以“爱回收”为核心，横纵拓宽回收业务模式

爱回收成立于 2011 年，经过 13 年的发展已成为中国领先的二手 3C 产品交易和服务平台之一。公司以线上回收二手 3C 产品为起点，不断扩大业务覆盖范围。截至 2024H1，公司已拥有 1516 家线下门店，覆盖全国超 260 座城市，提供二手 3C 产品回收业务及影像器材、箱包、腕表、黄金、名酒、鞋服等多品类回收业务，同时提供以旧换新等增值服务。2014 年公司首次布局线下“爱回收”门店，并于 2015 年与京东、小米等品牌开展合作，打造全渠道以旧换新网络。公司于 2017 年和 2019 年分别推出“拍机堂”B2B 交易平台和“拍拍”B2C 平台。2020 年，公司品牌升级为万物新生，打通线上线下一体化平台，同时开展海外业务“AHS DEVICE”。2021 年 6 月，万物新生（爱回收）于纽交所上市。2022 年启动并重点推进“多品类“回收战略，以平台模式服务用户箱包、腕表、黄金等品类商品的回收需求。2023 年万物新生成为苹果官方在中国内地的第二家“以旧换新”服务商。

图1：公司历史发展图

资料来源：公司官网，民生证券研究院

复盘股价：业绩支撑下的小而美。

2021 年 6 月-2022 年 3 月：公司于 2021 年 6 月上市，受当期 PCAOB 对中概股的审查节奏拖累，公司自上市以来股价呈现下滑趋势。

2022 年 3 月-2023 年 4 月：2022 年 12 月，中国证监会宣布 PCAOB 审查已经正式结束，外部影响全面解除。公司基本面来看，公司在 21Q4 财报期首次实现经调整经营利润为正，但由于 22Q2 受限于门店关闭和物流效率等因素，经调整经营利润再次为负，股价随业绩变化而有所波动。从全年来看，公司在 2022 年首次实现全年经调整经营利润转正，盈利能力获得验证。

2023 年 4 月-至今：公司自 2022 年实现经调整经营利润盈利以来，其利润率逐步提升，凭借其良好的现金流优势，万物新生于 2024 年 3 月 12 日宣布 2000 万美元的股票回购计划，推动股价进一步上涨。

图2：万物新生（RERE）股价复盘

资料来源：iFinD，公司官网，中国证监会，贝壳财经，民生证券研究院

1.2 商业模式：深耕二手 3C 行业，打造全链路布局

以电子产品 GMV 以及商家和消费者交易的设备数量计，万物新生是中国最大的二手 3C 产品交易和服务平台。公司从最早期的在线平台起家，通过线上+线下一体化的模式，并自主研发产业链技术能力，提供高质量和标准化的服务。以供给端出发，通过爱回收线上平台和线下门店，以及与京东、华为、苹果等品牌线上平台场景结合，公司从消费者端回收设备，同时，公司还通过第三方商家端回收产品；经过公司运营中心标准化质检、定级和定价流程，将货源通过拍拍和拍机堂平台分别流通向 C 端消费者和 B 端中小型商家，公司打通线上线下渠道，构筑 C2B+B2B+B2C 的全产业链闭环。

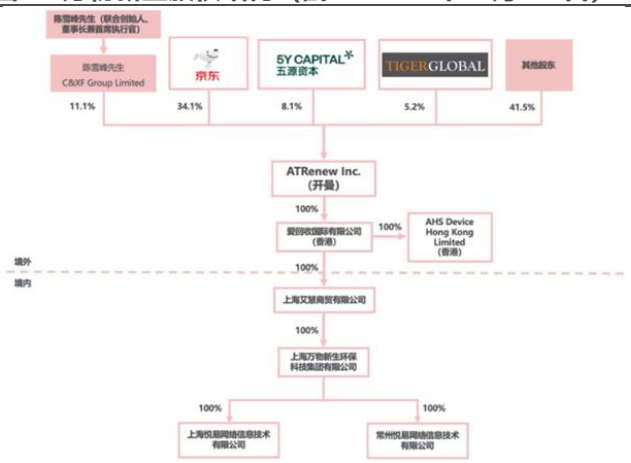
图3：万物新生线上线下一体化平台生态系统

资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.3 股权结构：创始人为公司控股股东，京东为公司大股东

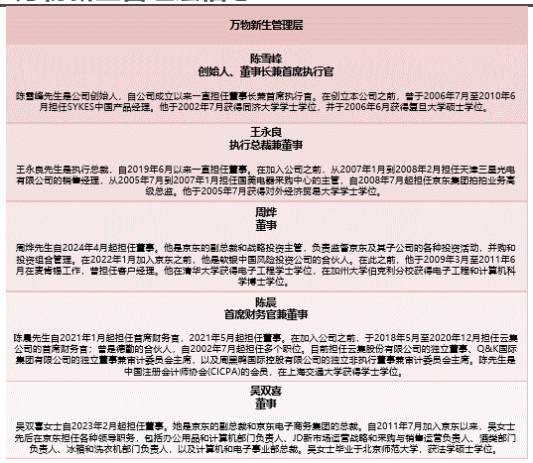
万物新生股权结构稳定，创始人为管理团队。截至 2024 年 2 月 29 日，公司团队团队陈雪峰先生为创始人（11.1%），拥有 43.2%的投票权，保障决策效率。多位董事现任或曾任京东集团职务，王永良先生担任万物新生执行总裁，曾在京东集团单人拍拍业务的高级总监；吴双喜女士现任万物新生董事，同时担任京东副总裁及京东电子事业部总裁。公司主要机构股东为京东、五源资本和老虎环球，分别持股 34.1%、8.1%和 5.2%。

图4：万物新生股权结构（截至 2024 年 2 月 29 日）



资料来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院

图5：万物新生管理层信息



万物新生管理层

陈雪峰
创始人、董事长兼首席执行官

陈雪峰先生是公司创始人，自公司成立以来一直担任董事长兼首席执行官。在创立本公司之前，曾于2006年7月至2010年6月担任SYKES中国产品经理。他于2002年7月获得同济大学学士学位，并于2006年6月获得复旦大学硕士学位。

王永良
执行总裁兼董事

王永良先生是执行总裁，自2019年6月以来一直担任董事。在加入公司之前，从2007年1月到2008年2月担任天津三星光电有限公司的销售经理，从2005年7月到2007年1月担任国美电器采购中心的主管，自2008年7月起担任京东集团拍拍业务高级总监。他于2005年7月获得对外经济贸易大学学士学位。

周晔
董事

周晔先生自2024年4月起担任董事。他是京东的副总裁和战略投资主管，负责监督京东及其子公司的各种投资活动，并购和投资组合管理。在2022年1月加入京东之前，他是软银中国风险投资公司的合伙人。在此之前，他于2009年3月至2011年6月在黄海穗工作，曾担任客户经理。他在清华大学获得电子工程学士学位，在加州大学伯克利分校获得电子工程和计算机科学博士学位。

陈晨
首席财务官兼董事

陈晨先生自2021年1月起担任首席财务官，2021年5月起担任董事。在加入公司之前，于2018年5月至2020年12月担任云集公司的首席财务官；曾是德勤的合伙人，自2002年7月起担任多个职位。目前担任云集股份有限公司的独立董事、Q&K国际集团有限公司的独立董事兼审计委员会主席，以及周黑鸭国际控股有限公司的独立非执行董事兼审计委员会主席。陈先生是中国注册会计师协会(CICPA)的会员，在上海交通大学获得学士学位。

吴双喜
董事

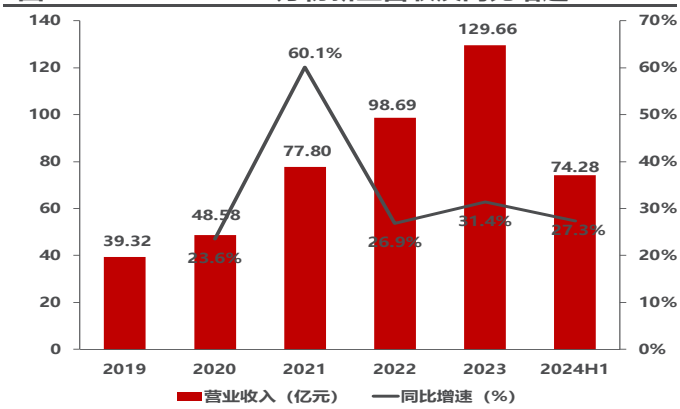
吴双喜女士自2023年2月起担任董事。她是京东的副总裁和京东电子商务集团的总裁。自2011年7月加入京东以来，吴女士先后在京东担任各种领导职务，包括办公用品和计算机部门负责人、JD新市场运营战略和采购与销售运营负责人、服装部门负责人、冰箱和洗衣机部门负责人，以及计算机和电子事业部总裁。吴女士毕业于北京师范大学，获法学硕士学位。

资料来源：公司招股说明书，公司官网，iFinD，民生证券研究院

1.4 财务分析：业绩稳健增长，亏损大幅收窄

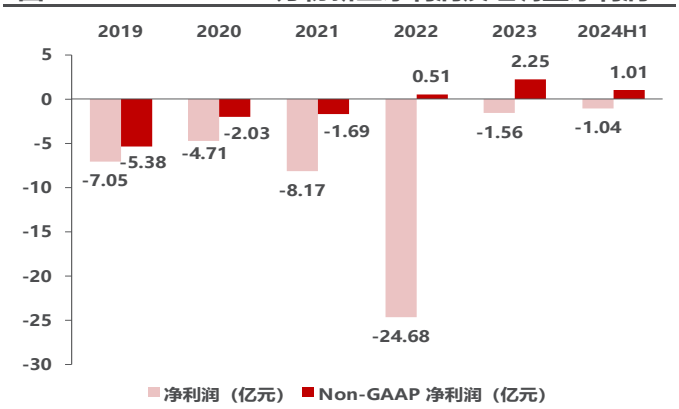
2019-2024H1 公司营收和净利润稳健增长，2022 年起公司实现 Non-GAAP 层面盈利。营收方面，2019-2023 年，万物新生营收由 39.32 亿元增长至 129.66 亿元，CAGR 约为 34.8%，2024H1 公司营收 74.28 亿元，同比增长 27.3%；净利润层面，2023 年万物新生净亏损 1.56 亿元，实现亏损大幅收窄，主要得益于成本管控有效，盈利能力得到提升。2024H1 取 Non-GAAP 净利润为 1.01 亿元。

图6：2019-2024H1 万物新生营收及同比增速



资料来源：公司招股说明书，公司公告，iFinD，民生证券研究院

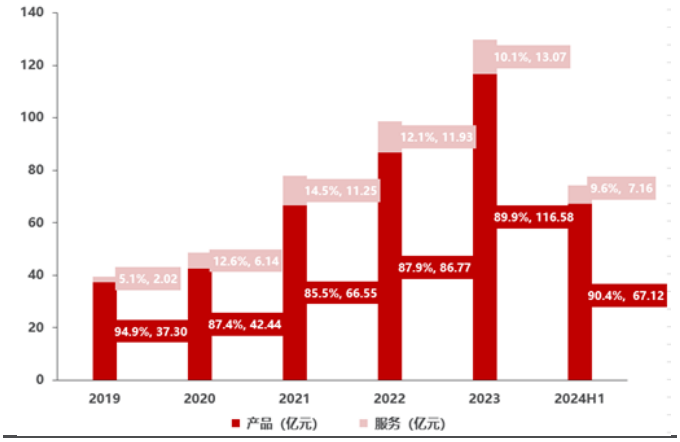
图7：2019-2024H1 万物新生净利润及经调整净利润



资料来源：公司招股说明书，公司公告，iFinD，民生证券研究院

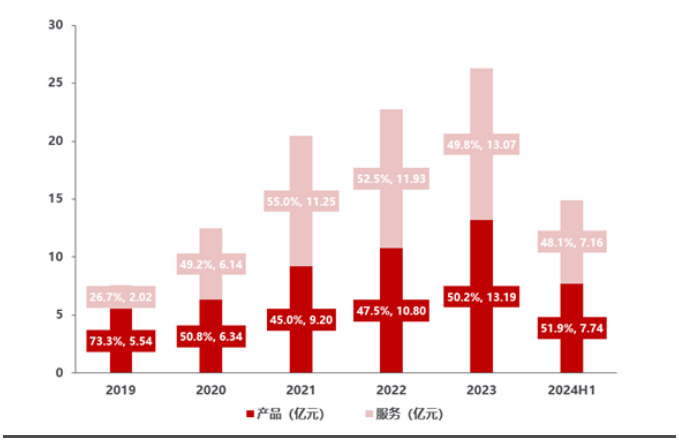
公司以产品销售为主要收入来源，服务业务贡献毛利。产品收入即直营销售收入，公司在爱回收门店回收 3C 产品，后通过拍机堂、拍拍或海外平台售出以赚取差价；服务收入即佣金收入，公司允许第三方商家在平台上销售产品，通过平台业务提升规模和经济性，万物新生提供质检、评级、定价等增值服务。按收入来看，2019-2024H1 产品业务收入贡献占比均超 85%，2019-2021 年服务收入占比由 5.1%增长至 14.5%，随后有所回落，2024H1 服务业务收入占 9.6%。尽管 2020 年以来，公司产品收入贡献均在 90%左右比例波动，但 2020-2024H1 公司产品业务毛利贡献仅在 50%左右波动。

图8：2019-2024H1 万物新生各业务营收及占比



资料来源：公司招股说明书，公司公告，iFinD，民生证券研究院

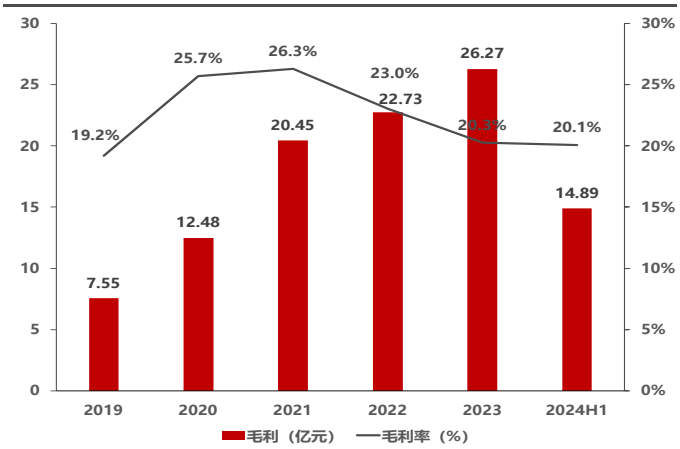
图9：2019-2024H1 万物新生各业务毛利及占比



资料来源：公司招股说明书，公司公告，iFinD，民生证券研究院

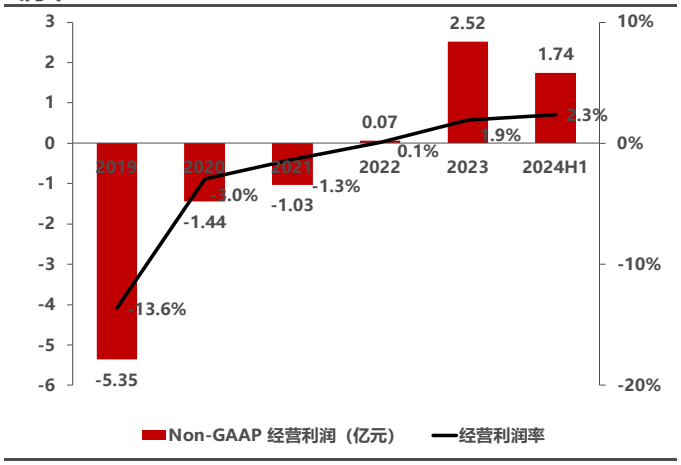
公司毛利率因业务收入比例变化有所下降，经调整经营利润率持续攀升。2019-2023 年毛利随营收逐年增长，由 7.55 亿元增至 26.27 亿元。公司毛利率自 2021 年下滑，主要原因是：1）公司战略性侧重 1P（产品销售）业务，抓住以旧换新机会，直接服务京东和苹果官方回收，毛利率较低的 1P 业务收入占比提升；2）受 23H2 苹果负毛利率业务影响，海外业务和门店以旧换新业务等低毛利率业务占比增加，1P 业务毛利率也略有下滑，导致公司整体毛利率下滑。2024H1 毛利为 14.89 亿元，毛利率为 20.1%。从盈利能力来看，公司自 2022 年经调整经营利润全面转正以来，经营利润率持续攀升，24Q1 和 Q2 分别为 2.2% 和 2.5%，24H1 综合为 2.3%。尽管部分低毛利业务（如苹果官方以旧换新）由于成本结构简单，经过回收报价和销售渠道优化后，利润率的增长仍然可期。

图10：2019-2024H1 万物新生整体毛利及毛利率



资料来源：公司招股说明书，公司公告，iFinD，民生证券研究院

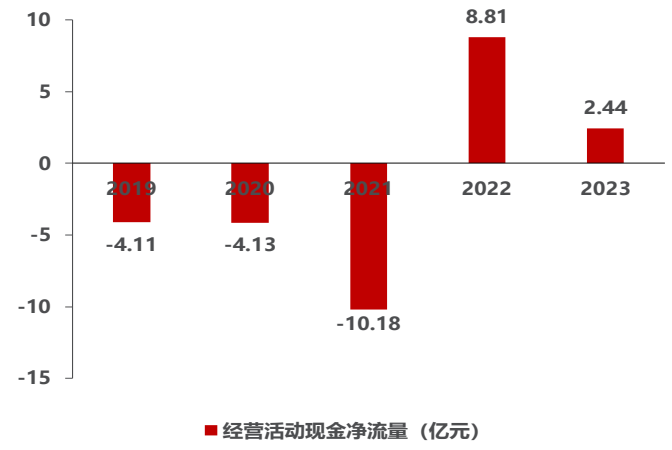
图11：2019-2024H1 万物新生经调整经营利润及利润率



资料来源：公司招股说明书，公司公告，iFinD，民生证券研究院

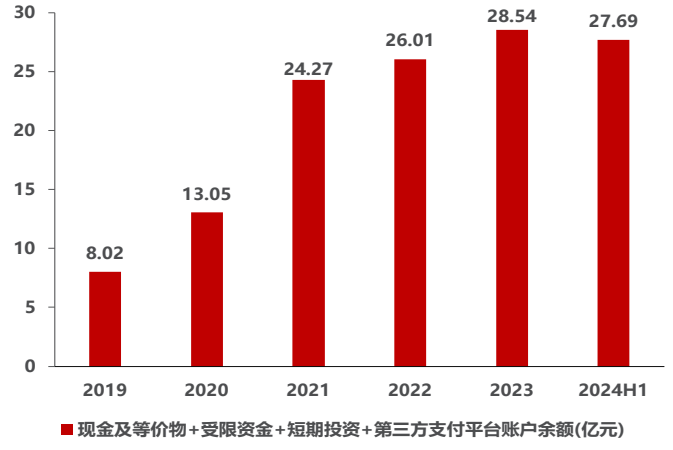
账面现金充足，股东回报可有效实施。2022 年起公司经营活动现金实现净流入，2023 年取得 2.44 亿元的经营活动现金净流量；2019-2023 年现金及现金等价物余额逐年增长，2024H1 公司现金及现金等价物+受限资金+短期投资+第三方支付平台账户余额为 27.69 亿元。2021 年 12 月 28 日万物新生宣布在 12 个月内回购最多 1 亿美元的股份，2022 年 12 月 9 日宣布将回购计划再延长 12 个月；2024 年 3 月 12 日宣布在 12 个月内回购最多 2000 万美元的股份，6 月 21 日宣布回购增加到 5000 万美元，并将有效期限延长至 2025 年 6 月 27 日，充足的现金保障公司股票回购计划的顺利实施。

图12：2019-2024H1 万物新生经营活动现金净流量



资料来源：公司招股说明书，公司公告，iFinD，民生证券研究院

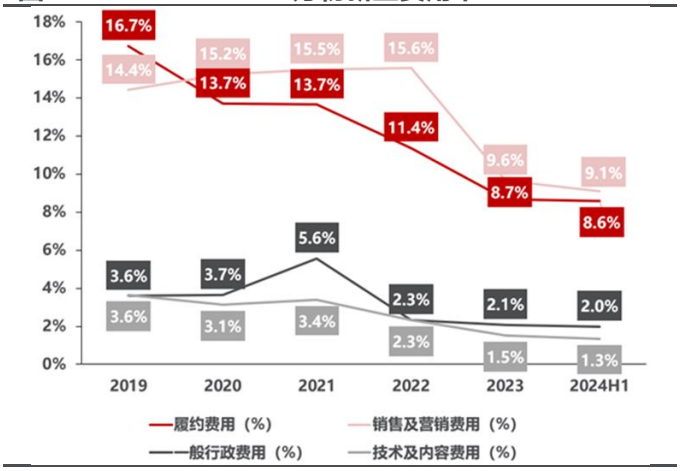
图13：2019-2024H1 万物新生现金及等价物+受限资金+短期投资+第三方支付平台账户余额



资料来源：公司招股说明书，公司公告，iFinD，民生证券研究院

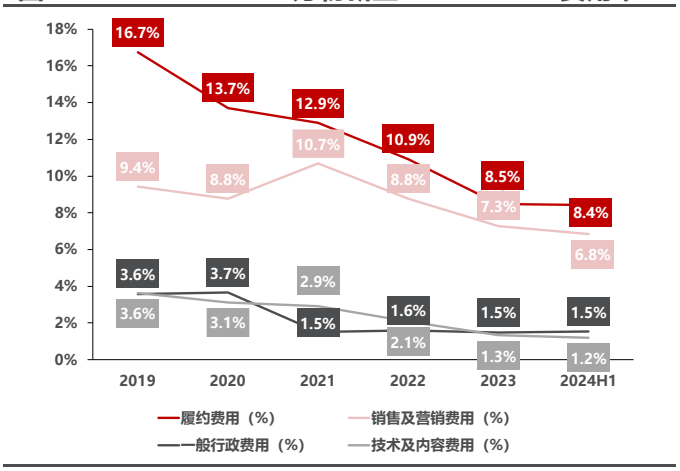
费用管控有效，规模效应促进各项费率均下降。1）履约费用主要包括平台运营、运营站、线下爱回收门店和仓储运营发生的费用及发货运费，公司通过自动化和团队提效等手段，把履约费用率从 2019 年的 16.7%下降到 2024H1 的 8.6%；2）销售及营销费用主要包括平台推广费用、渠道佣金、以及参与营销活动的人员的工资和相关费用，公司销售及营销费用率从 2019 年的 14.4%下降到 2024H1 的 9.1%；3）一般行政费用主要包括一般公司职能的人事相关费用，公司相关费率从 2019 年的 3.6%下降到 2024H1 的 2.0%；4）技术及内容费用主要包括设计、开发和维护技术平台，大数据和云技术等技术和内容员工的相关费用以及技术基础设施成本，技术及内容费用率从 2019 年的 3.6%下降到 2024H1 的 1.3%。

图14：2019-2024H1 万物新生费用率



资料来源：公司招股说明书，公司公告，iFinD，民生证券研究院

图15：2019-2024H1 万物新生 Non-GAAP 费用率



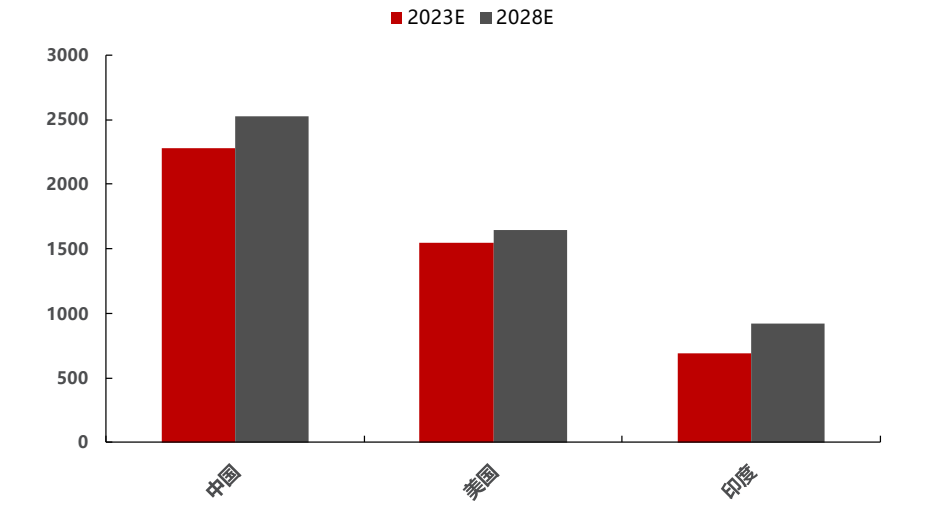
资料来源：公司招股说明书，公司公告，iFinD，民生证券研究院

2 行业概览：二手消费拉动增长，多品类拓展新内容

2.1 消费电子换机周期拉长，二手消费是行业增长新方向

中国是全球消费电子最大市场，未来 5 年复合增速为个位数。根据 Daxue 咨询，预计 2023 年中国市场消费电子收入将达到 2283 亿美元，并在 2028 年增长至 2526 亿美元，年复合增速约为 2.04%；预计 2023 年美国市场消费电子收入将达到 1550 亿美元，并在 2028 年增长至 1644 亿美元，年复合增速约为 1.18%。

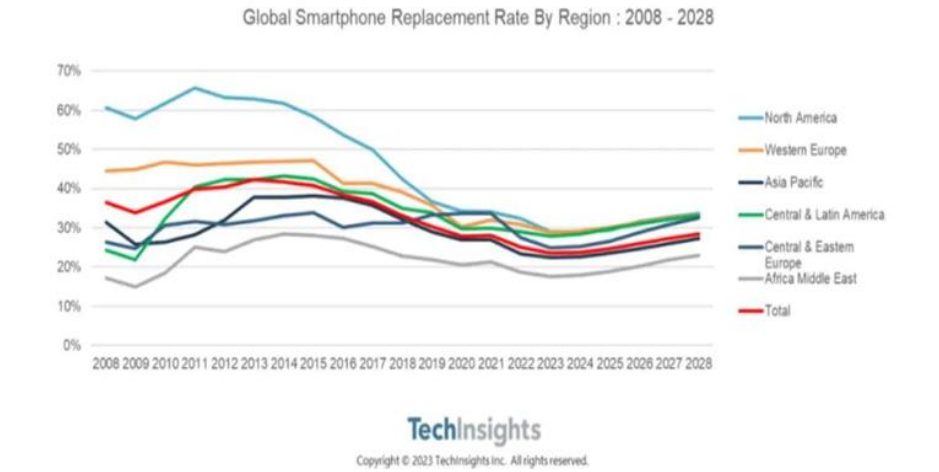
图16：2023 年和 2028 年电子消费前三大市场预估（单位：亿美元）



资料来源：Daxue 咨询，民生证券研究院

增速较低，主要是由于换机周期拉长。据 Techinsights 数据，由于部分市场的补贴减少、低收入预付费用户的增加以及智能手机质量的提高，2023 年全球消费者的换机周期延长至自 2008 年以来历史最长的 51 个月，相当于每个人平均 4 年多才换一次手机。中国消费者的平均换机周期也超过了 40 个月，很多人至少 3.5 年才会更换一次手机。这一趋势反映了消费者日趋理性的消费习惯逐步形成。

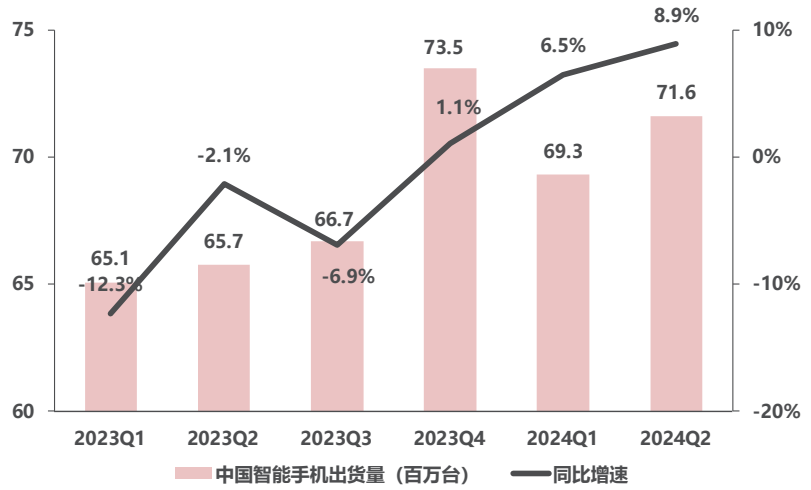
图17：2008-2028 全球智能手机换机率变化情况



资料来源：Techinsights，民生证券研究院

从智能手机来看，AI 设备有望提振新品出货量。根据 IDC 数据，在 2023 年低基数之上，2024 年国内手机出货量迎来增长，2024 年上半年，国内智能手机总出货量达 1.4 亿台，同比增长 7.7%；全球智能手机出货量同比增长 6.5%至 2.9 亿台。2024 年作为 AI 手机发展元年，未来几年有望随渗透率的提升，开启新的换机周期，拉动新品出货量。

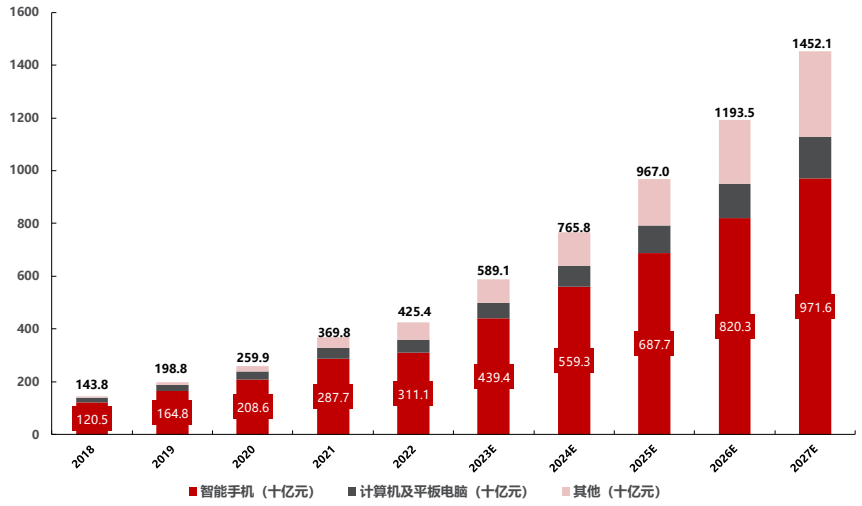
图18：2023Q1-2024Q2 中国智能手机出货量



资料来源：IDC，民生证券研究院

理性消费驱动下，二手消费电子增长为行业新方向。根据闪回科技的招股说明书，2018-2022 年中国二手消费电子产品市场规模（包括回收、终端销售、B2B 流转、二手商品卖家与终端买家直接交易的全部形式在内的所有流转环节的加总交易金额）从 1438 亿元增至 4254 亿元，年复合增速达 31.1%；其中，手机占据了大部分市场份额，2022 年的占比约为 73%，2018-2022 年 CAGR 为 26.8%，2022-2027 年的年复合增速预计为 25.6%。

图19：2018-2027E 中国二手消费电子产品交易市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，闪回科技招股说明书，民生证券研究院

近年来，中央关于循环经济的政策持续推出，为二手消费电子市场的发展提供了有力的支持。2021-2024 年，国务院、发改委、财政部等各部门不断细化以旧换新的政策，健全循环经济的政策基础。通过政策的推动，二手消费电子市场将进一步规范化和扩大化，消费者和企业均能从中受益。

表1：国家支持二手经济政策

时间	机构	名称	主要内容
2021 年 2 月	国务院	《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》	提出要完善绿色低碳循环的生产、交易和消费体系，为二手消费电子交易市场创造良好的政策环境。
2021 年 7 月	国家发展和改革委员会	《“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，规范二手商品流通秩序和交易行为。
2022 年 1 月	国家发展和改革委员会	《关于加快废旧物资循环利用体系建设的指导意见》	到 2025 年，废旧物资循环利用政策体系进一步完善，资源循环利用水平进一步提升。丰富二手商品交易渠道，鼓励“互联网+二手”模式发展，促进二手商品网络交易平台规范发展，提高二手交易效率。
2022 年 12 月	国家发展和改革委员会	《“十四五”扩大内需战略实施方案》	加快构建废旧物资循环利用体系。
2024 年 2 月	国务院	《关于加快构建废弃物资循环利用体系的意见》	加强再生资源高效利用，引导二手商品交易便利化规范化。
2024 年 3 月	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	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。
2024 年 7 月	国家发展和改革委员会&财政部	《关于加大支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	中央财政安排 75 亿元，采取“以奖代补”方式继续支持废弃电器电子产品回收处理工作。

资料来源：国务院，国家发展和改革委员会，国务院办公厅，民生证券研究院

2.2 二手消费平台，3C 经验赋能全品类交易

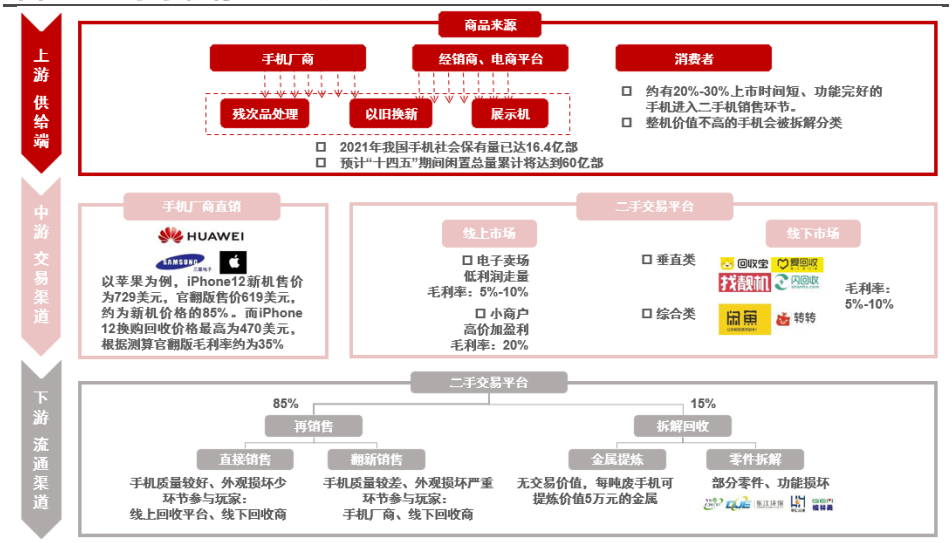
我国二手电商自 2022 年开始探索线上化，2021 年开始进入高速发展期。为解决信息不对称等问题，我国二手电商从 2002 年的二手书 C2C 平台起步，2011 年爱回收成立，2014 年淘宝二手改名为闲鱼，2015 年 58 同城二手升级为转转，随后红布林、找靓机等一系列垂类电商相继成立，二手电商行业渐具规模。

图20：二手电商发展历程

资料来源：网经社，民生证券研究院

以二手手机行业为例，上游为产品供给端，中游为交易端，下游为产品流通渠道，其中中游议价能力最高。从供给端来看，参与主体为手机厂商、经销商、电商平台和个人卖家；通过手机厂商直销和二手交易平台两种渠道；最终通过再销售或拆解回收等形式实现资源的循环，其中成色较好的大多直接出售或从零售商出售给个人消费者，损坏较多的或卖给批发商进行翻新销售。

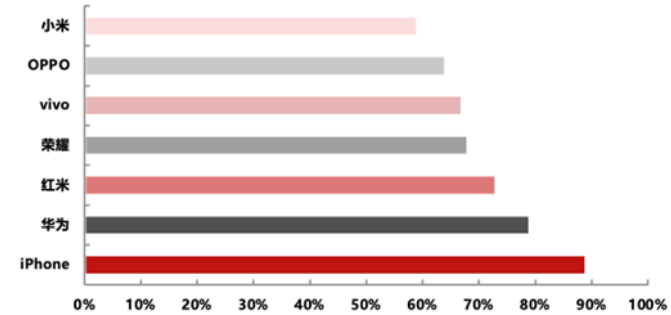
图21：二手手机行业产业链



资料来源：头豹研究院，民生证券研究院

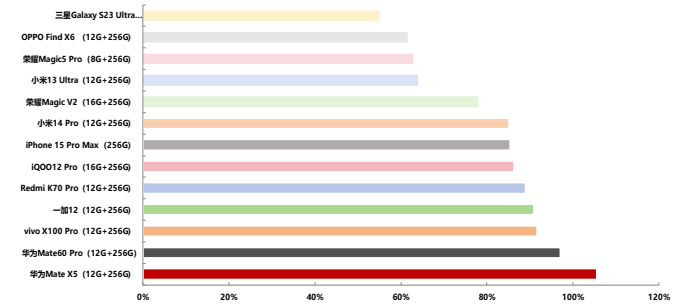
从二手手机市场主力品牌手机平均保值率来看，iPhone 的保值率保持高位，国产安卓手机保值率有所提升。根据转转的数据，在二手交易平台上，2022Q1 主力品牌二手手机平均保值率为 72%，其中保值率最高的品牌是苹果，达 89%，排名第二的是华为手机，二手手机保值率达到 79%。到 2023Q4，保值率前十的机型有 9 个都是国产品牌。

图22：2022Q1 主力品牌二手手机保值率



资料来源：转转，中国旧货业协会，民生证券研究院

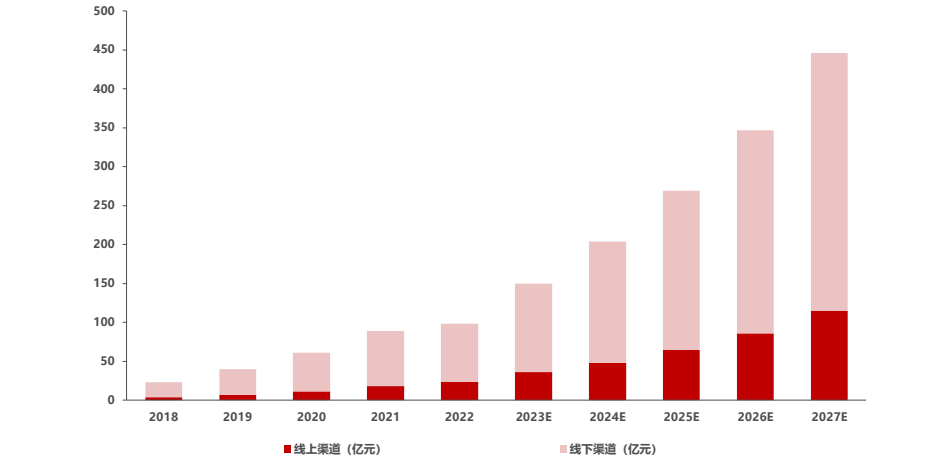
图23：2023Q4 二手手机机型保值率排行榜



资料来源：转转，中国旧货业协会，民生证券研究院

从二手手机以旧换新渠道来看，线上渠道增速更快。根据闪回科技的招股说明书， 2018-2022 年中国以旧换新手机回收交易额从 23 亿元增至 98 亿元，年复合增速达 43.7%，尽管线下渠道是主要形式，2022 年的占比约为 76%。2018-2022 年线上渠道的 CAGR 为 56.5%，超过线下渠道的 40.5%的年复合增速；2022-2027 年的年复合增速预计为 36.8%，超过线下渠道的 34.9%CAGR。

图24：2018-2027E 中国二手消费电子产品交易市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，闪回科技招股说明书，民生证券研究院

中国的二手消费电子头部平台大多有线下门店来辅助业务。具体来看：

万物新生：旗下 C2B 爱回收为京东的独家二手交易平台，主要采用 C2B、B2B 和 B2C 的商业模式，核心品类为 3C 产品（计算机、通信和消费类电子产品）。京东通过其强大的供应链和物流网络，确保产品的质量和快速配送。其二手业务通过严格的质检和完善的售后服务，为消费者提供可靠的购物体验。截至 2024H1，万物新生已有门店超过 1500 家。

闲鱼：闲鱼是阿里巴巴旗下的二手交易平台，主要采用 C2C 模式，涵盖所有品类。根据 QuestMobile 截至 2023 年 5 月，闲鱼的注册用户数就已突破 5 亿，2024 年 3 月的日均 GMV 已突破 10 亿元。闲鱼的优势在于其庞大的用户基数和便捷的交易体验，但由于主要依赖用户之间的交易，产品质量和售后服务的保障相对较弱。2024 年 7 月 26 日闲鱼发布公告，宣布于 2024 年 9 月 1 日起面向全体卖家统一收取 0.6%的基础软件服务费（单笔最高收取 60 元）。同时，针对高频、高额卖家（产生成交订单数量大于 10 件且累计成交金额大于 1 万元的卖家，下同），收取当月超出后的每一笔订单实际成交额的 1%收取软件服务费。

转转：转转是由腾讯支持的二手交易平台，最初以 C2C 模式为主，现逐渐向 C2B2C 模式倾斜，既允许个人用户之间的交易，也逐步引入了商家参与，提供更多经过检测的二手产品。全品类经营，但对 3C 产品特别重视。转转提供专业的检测服务和售后保障，通过平台的质检服务确保产品质量。转转拥有约 500 家线下门店，以加盟店为主要形式，为用户提供便捷的交易和售后服务。

闪回科技：闪回科技专注于手机回收和再销售，采用 S2B2C 的商业模式。公司通过线下门店和线上平台相结合的方式，提供从回收到销售的全流程服务。闪回科技拥有先进的检测和分级系统，确保产品质量，并与小米、三星、荣耀、vivo 等主要手机品牌以及中国移动、中国联通等运营商深度合作。根据其招股说明书，截至 2022 年底，公司的业务覆盖全国 31 个省市，合作门店超过 10 万家。

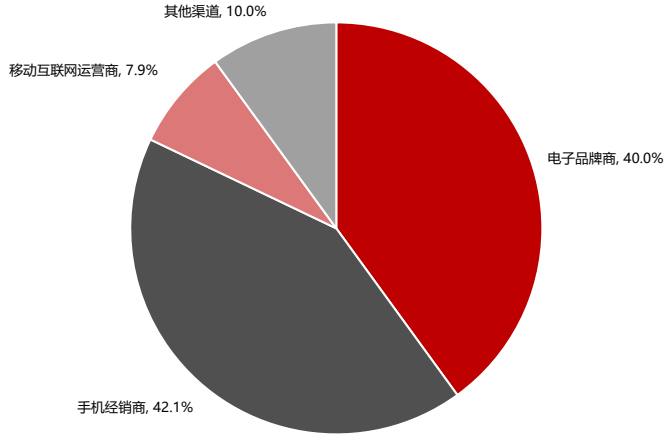
表2：中国主要二手交易与服务平台

主要公司	万物新生 ATRENEW	闲鱼	转转	闪回科技 shanhs.com
重要股东	京东	阿里巴巴	腾讯+58	小米
成立时间	2011 年	2014 年	2017 年	2016 年
商业模式	C2B+B2B+B2C	C2C 为主	C2C 为主，向 C2B2C 倾斜	S2B2C
核心品类	做重 3C 产业链，发展更多品类回收	全品类	全品类，向 3C 倾斜	手机
线下门店数量	1500+	<10	500+	<10

资料来源：公司招股说明书，公司官网，人民网，金融界，民生证券研究院

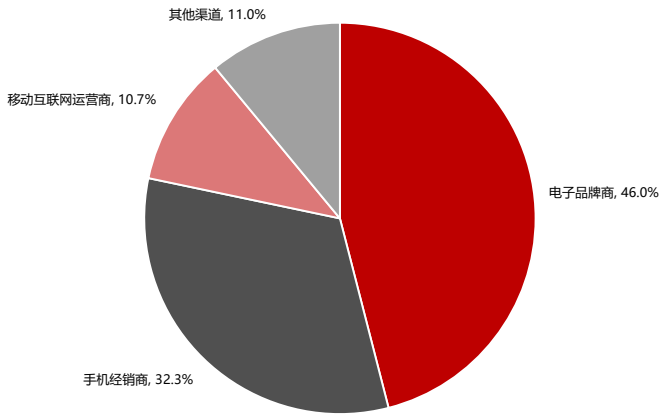
细拆以旧换新手机回收的线下渠道，品牌商和手机经销商是主要渠道。根据闪回科技招股说明书，2022 年手机品牌商及手机经销商（包括综合零售商）在现下以旧换新形式的的渠道占比分别为 40%和 42%，其他渠道包括二手平台的线下专柜或门店，约占市场的 10%。预计到 2027 年，品牌自营的以旧换新渠道占比将有所提升至 46%，其他渠道也将提升 1pct 至 11%市占率。

图25：2022 年线下渠道以旧换新手机回收交易额的渠道划分



资料来源：弗若斯特沙利文，闪回科技招股说明书，民生证券研究院

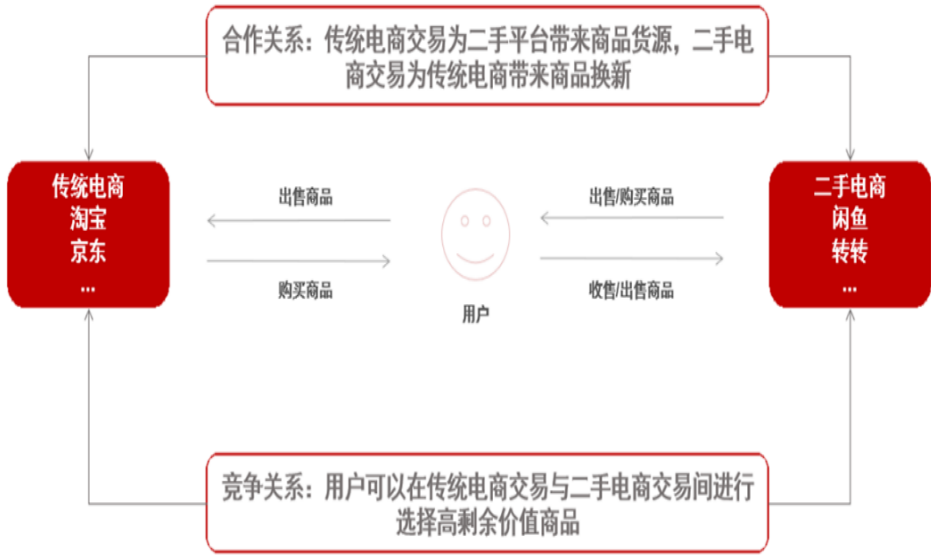
图26：2027 年（预估）线下渠道以旧换新手机回收交易额的渠道划分



资料来源：弗若斯特沙利文，闪回科技招股说明书，民生证券研究院

从传统电商渗透，交易品类可从消费电子向全品类拓展。二手电商的交易群体和内容以存量市场为渗透，传统电商为二手平台带来商品货源，因而电商平台内全品类商品皆有成为二手交易主体的可能性，尤其是高剩余价值的商品。

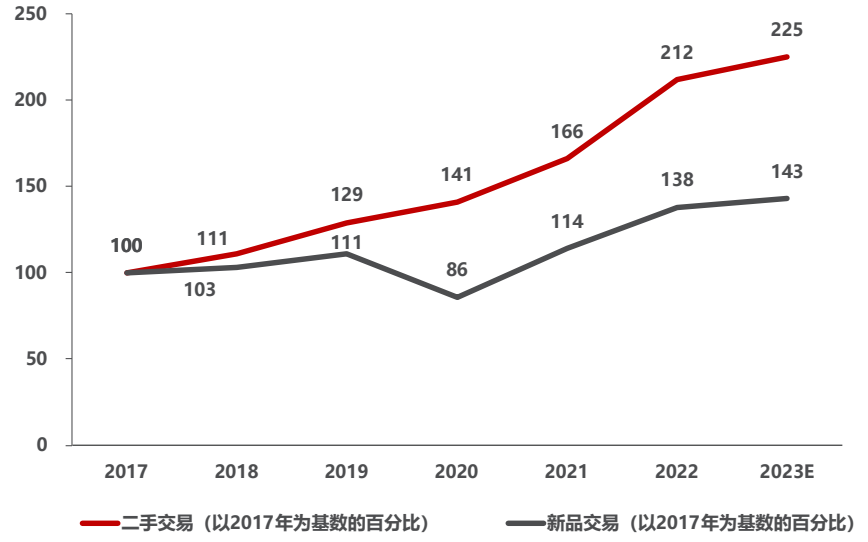
图27：传统电商和二手电商的竞合关系



资料来源：易观分析，民生证券研究院

以奢侈品消费为例，二手奢侈品市场稳健增长。根据贝恩咨询的报告，2023 年全球二手奢侈品市场消费约为 450 亿欧元，增速约为 6%，二手渗透率达约 12.4%。2017-2023 年全球二手奢侈品销售年复合增速预计为 14.5%，远超新品销售 6.1%的 CAGR，二手奢侈品消费市场增速更为客观。

图28：2017-2023E 全球奢侈品市场以 2017 年为基数的增长系数



资料来源：贝恩，民生证券研究院

3 公司业务：打通 C2B+B2B+B2C，形成全产业链闭环

3.1 自营电商+撮合业务

万物新生以科技驱动的供应链能力，链接广泛小 B 从业者。传统二手交易行业缺乏质检定价标准，交易层级多、商家分散导致交易周转效率低，万物新生打造商家生态系统与行业基础设施，通过“拍机堂”为国内广泛的手机电子产品买卖商家打造高效的二手交易平台。拍机堂分为暗拍、明拍和一口价专区，为不同品类产品设置不同的售卖场次，满足不同潜在买家的消费需求。截至 2023 年 12 月 31 日，万物新生拥有 8 个区域级运营中心，实现货品跨区域流通，改变了过去二手 3C 产品统货、现货、依赖经验的交易方式，极大提高了二手 3C 产品流通效率。在质检方面，拍机堂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，为商家赋能。

对比闲鱼、转转等传统二手电商以 C2C 交易模式为主，爱回收创新采用为用户提供多品类回收代理服务的 C2B 交易模式，为用户提供快速便捷的奢侈品、腕表、黄金、首饰、名酒等商品回收服务，通过平台模式开展不承担商品库存，提升用户交易效率和体验。

图29：拍机堂精选场次及付费规则

拍机堂精选

开场时间：全天开放

场次货品：1、手机平板，定价销售，单台售卖，拍货确定性高；
2、精选靓机：成色佳，可直接零售售卖；单台定价销售，补货更便捷；
3、精选成色机：货源严格把关，平台质检，质量有保障；单台定价销售，补货更便捷。

场次入口：

买家付款

生成订单后，请务必在时效内完成支付，逾期将取消订单。支付时效请关注系统页面提示。

APP端支付：快捷支付、转账支付、微信支付

PC端支付：快捷支付、转账支付

支付方式	可用时间	手续费	到账时间
快捷支付	周一到周日全天	0.23%	预计30分钟内
转账支付	100万以下：7*24小时 100万以上：工作日 8:30–17:15	0.038%	预计30分钟内
网银支付	100万以下：7*24小时 100万以上：工作日 8:30–17:15	个人账户：0.13% 企业账户：15元/笔	预计30分钟内
微信支付	周一到周日全天	0.60%	预计30分钟内

注意：支付方式遵循平台支付规则，具体方式以系统显示为准。

资料来源：“拍机堂”公众号，民生证券研究院

对 C 端消费者来说，万物新生的购买渠道简易。传统二手 3C 产业链复杂、缺少质量标准，万物新生 B2C 模式主要通过“拍拍”运营，其中拍拍严选为万物新生自营电商，在质量保障方面，公司为严选商品提供一年质保、7 天无理由退货、质检提供“一机一图”验机报告等服务为用户提供优质的二手 3C 购买体验。在用户流量方面，线上公司基于京东、抖音、快手大规模获客，线上公司在已有全国门店体系的到店服务能力构建下，实现拍拍上门交付，有效承接公域用户的最优履约体验，同时沉淀用户至私域长期转化运营。

图30：拍拍界面

资料来源：拍拍严选，民生证券研究院

图31：爱回收的快手与抖音的数据（截至 2024 年 7 月 24 日）

资料来源：快手、抖音 APP，民生证券研究院

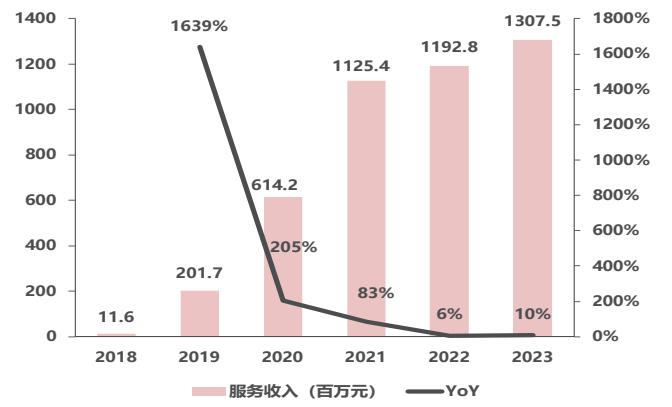
公司的 3P 撮合策略通过提供一个连接买家、卖家和外部商家的平台，增强了交易服务能力。在自营电商之外，公司承接京东商城二手销售的代卖体系。通过代卖公司为没有质检能力的商家提供质检服务，并负责交易撮合和报价制定。通过这些服务，公司不仅促进了商家的活跃度，通过拍机堂和拍拍平台从第三方卖家和客户那里收取佣金收入。

图32：万物新生 3P 业务撮合策略

资料来源：公司公告，民生证券研究院

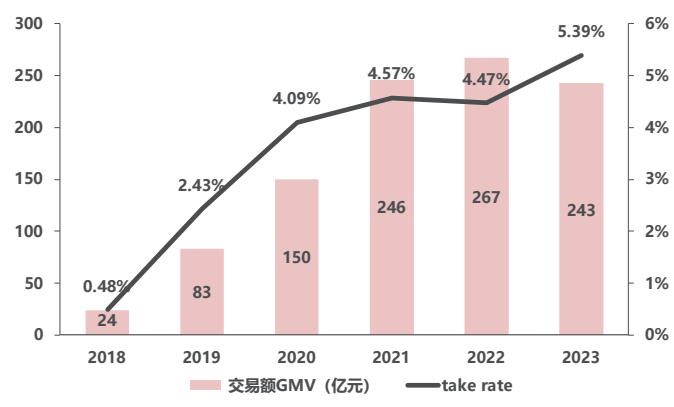
多品类业务带动公司平台盈利能力提升，服务收入持续增长。2023 年公司 3P（撮合）业务的服务收入达到 13.1 亿人民币，同比增长 9.6%。2022 年，万物新生集团在核心的手机 3C 回收业务之外，增加了影像器材、箱包、腕表、黄金、名酒、鞋服等品类的回收服务，此类二手商品的流动性通常较低。考虑到风险性和流动效率，公司仅选择作为平台来进行撮合服务。2023 年公司的佣金率提升 5.4%左右。

图33：万物新生 3P（撮合）业务服务收入及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

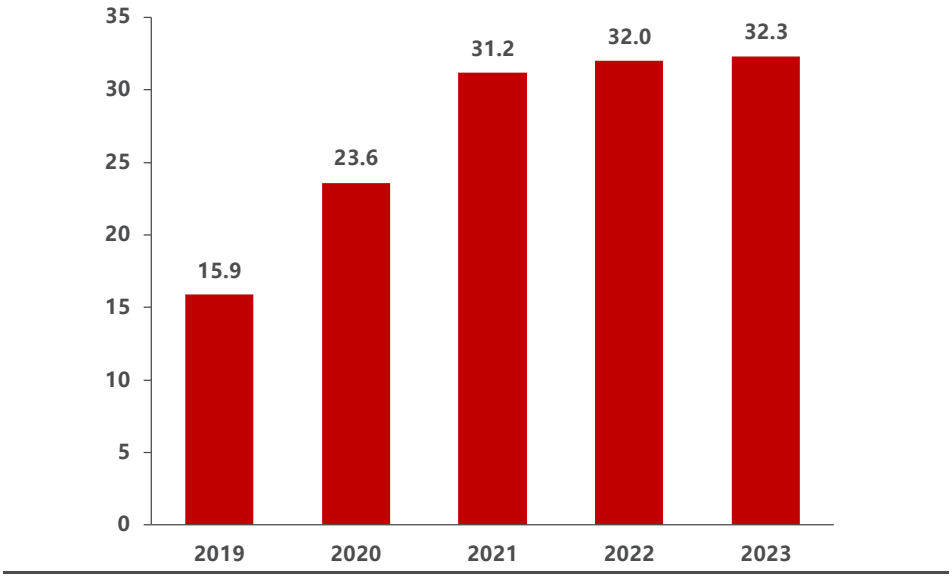
图34：万物新生 3P（撮合）业务 GMV 及 take rate



资料来源：公司公告，民生证券研究院

万物新生全平台消费品交易数量持续增长，公司实现全链路交易渠道。根据 IDC 数据，2023 年全年中国智能手机市场出货量为 2.7 亿台，同比下降 5%，根据万物新生财报，包括拍机堂、拍拍及其他渠道在内的所有销售渠道，2019-2023 年公司全平台交易的消费品销售数量实现稳健增长，2023 年达 3230 万个消费品，其中大部分为二手手机，较 2022 年仍有增长，占同年全国新出货手机的比例为 12%。

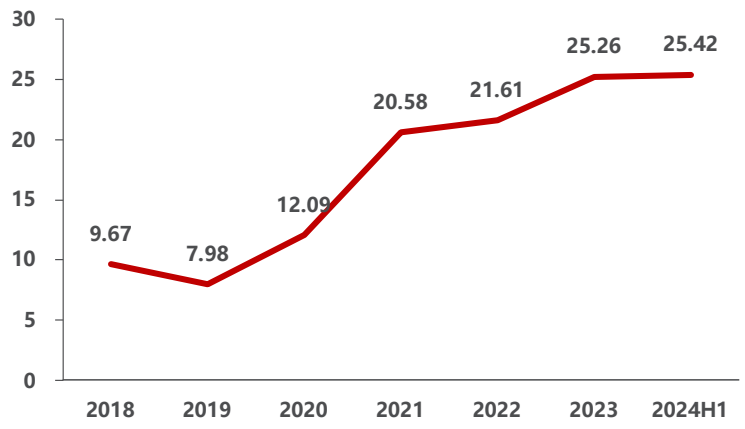
图35：2019-2023 年万物新生含拍机堂、拍拍及其他（不含爱回收）消费品销售数量（单位：百万单）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

结果来看，万物新生周转率较高。公司通过实施自动化质检系统和大数据算法优化仓储物流方案，万物新生显著减少了质检失误和履约费用，受益于 B 端客户的贡献，公司的存货周转天数始终保持在较好水平。2024 年上半年，万物新生的存货周转天数平均为 25.42 天。

图36：万物新生 2018-2024H1 存货周转天数

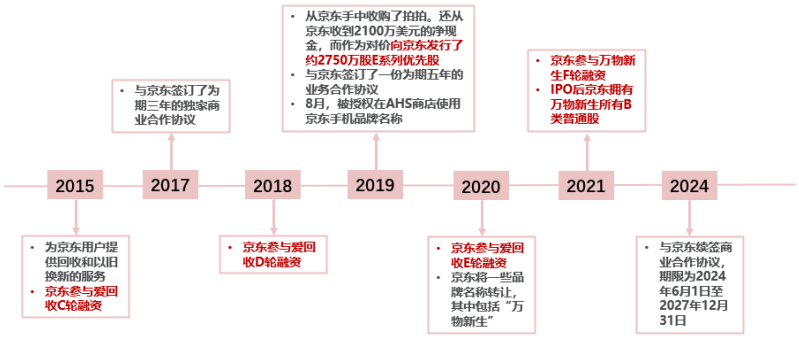


资料来源：iFinD，民生证券研究院

3.2 京东禀赋加持，万物新生是独家渠道

股东禀赋加持业务，京东介入公司历史较早。自 2015 年起，京东参与了万物新生 C-F 多轮融资，2021 年万物新生 IPO 后京东持有万物新生所有的 B 类普通股，对公司重要事务具有相当大的影响力。而从 2015 年双方开展合作后，2017、2019、2024 年双方又签署了商业合作协议，在用户流量、营销、研发、佣金分成、供应链和物流、客户服务和售后服务等领域的开展广泛合作。

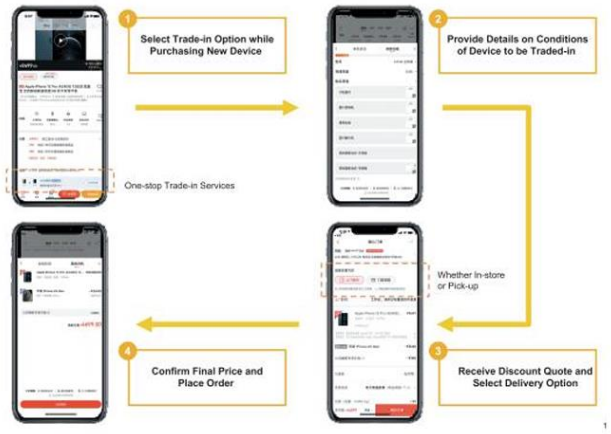
图37：万物新生与京东合作时间线



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司是京东渠道独家二手 3C 回收和以旧换新供应链伙伴。背靠京东巨大的电子产品消费群体和精准的流量，万物新生收获品牌与购买信任，为集团带来了显著的业务增长和市场扩展机会。2024 京东 3C 数码发布“以旧换新”专项扶持计划，未来 3 年将整合 30 亿元加码以旧换新补贴，作为京东独家二手 3C 回收和以旧换新供应链合作伙伴，万物新生将受益于京东对回收业务的重视及力度的加强。从 GMV 角度来看，2023 年爱回收从京东各平台手机的二手消费电子产品的 GMV 占公司 GMV 的 11.6%。

图38：京东以旧换新交易



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图39：京东是多数消费者以旧换新首选平台

资料来源：21 世纪经济报道，民生证券研究院

4 公司看点：消费者信任偏好，国内渗透仍有空间

4.1 用户信任，透明竞价促进交易

万物新生在用户信任方面表现卓越。公司通过严格的质检流程和自动化系统保证产品质量，并采用大数据优化服务，隐私政策完善。通过广泛的门店覆盖、专业客服团队和优质售后服务。公司积极参与环保和公益活动，践行高标准的商业道德。这些因素共同构成了万物新生稳固的信任基础。

图40：万物新生门店

资料来源：公司官网，民生证券研究院

针对用户数据泄露的行业痛点，万物新生集团自主研发了信息清除系统“爱清除”。通过对回收产品多次覆盖擦写与处理，实现清除过程可追溯、清除结果可保证、清除程度更彻底、清除效率更高，杜绝产品在流通过程中用户数据可能遭到的恶意恢复，有效防止用户隐私泄露及数据隐私安全事件的发生。该系统获得了国际知名的数据清除与数据安全专业认证机构 ADISA 的专业认证，万物新生是国内二手 3C 交易平台中率先拿到该认证的公司。

图41：万物新生信息清除系统“爱清除”获得 ADISA 证书

ADISA

PRODUCT CLAIMS TESTING CERTIFICATE

CLAIM NUMBER: ADPC0129 MADE BY: KEVIN ZHANG OF: ATRENEW INC.

ADISA CERTIFIES THAT

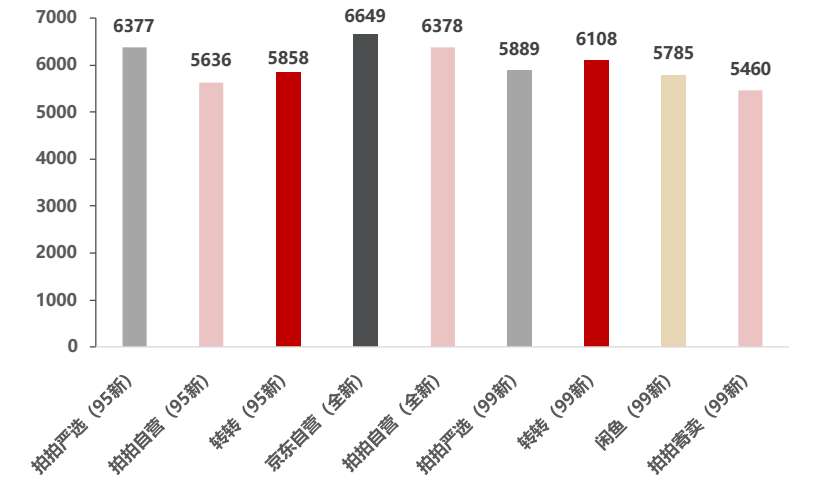
ATRENEW 1.7.2

TESTING	DATE	VALID UNTIL	RESULT
Test Level 1	09.12.2021	09.12.2024	PASS

资料来源：“拍拍二手”公众号，民生证券研究院

销售端来看，以 iPhone15Pro 128G 为例：95 新的二手机，转转的售价为 5858 元，低于拍拍严选的 6377 元，高于拍拍自营的 5636 元；99 新的二手机，转转的价格为 6108 元，高于拍拍严选的 5889 元，闲鱼价格最低为 5785 元；以全新机来看，拍拍自营的售价为 6378 元，低于京东自营的 6649 元折后价。

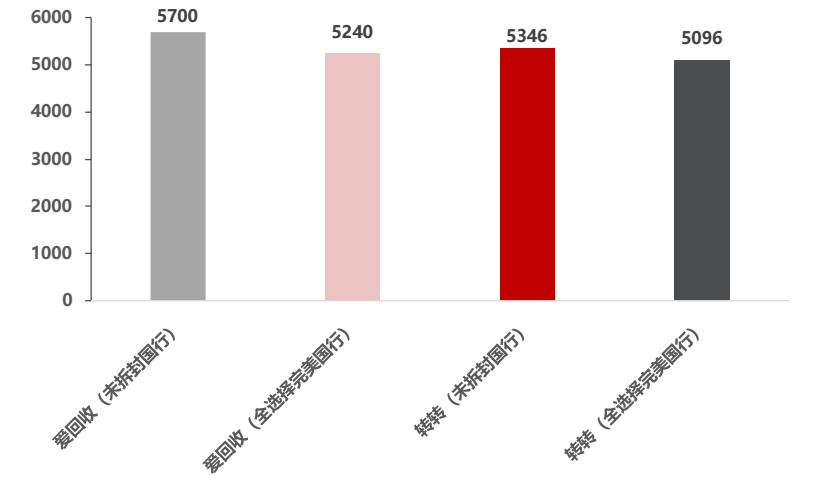
图42：iPhone15 Pro 128G 销售价格（2024 年 9 月 10 日）



资料来源：京东 APP，转转微信小程序，闲鱼 APP，民生证券研究院

回收端来看，以 iPhone15Pro 128G 为例：若选择全新未拆封国行版，爱回收的回收价为 5700 元（包括 600 元平台券），转转的回收价为 5346 元（包含 816 元平台券）；若每一个选项均选择完美的国行版，爱回收的回收价为 5240 元（包括 580 元平台券），转转的回收价为 5096 元（包含 778 元平台券）.

图43：iPhone15 Pro 128G 回收价格（2024 年 9 月 10 日）

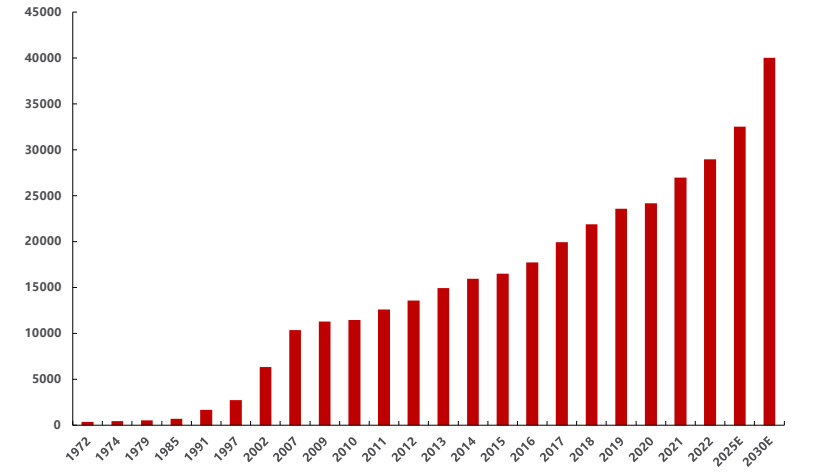


资料来源：京东 APP，转转微信小程序，民生证券研究院

4.2 知日鉴中，中国二手消费市场仍有较大空间

日本中古市场发展至较高水平并持续增长。据日本环境省《二手市场规模调查报告书》显示，2018 年，日本国内的二手交易市场份额正式突破了 2 万亿日元，并一直保持着较高的增长率。日本 2022 年二手经济市场规模已达 2.89 万亿日元，2025 年预计达 3.5 万亿日元，CAGR 达 7.7%，至 2030 年将达到 4 万亿日元。日本国内的二手交易市场已经具有了相当大的规模，并且还在快速发展中。

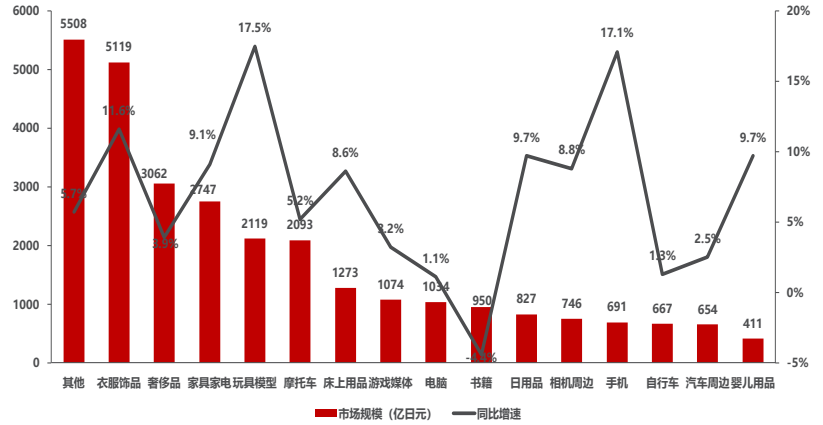
图44：日本中古市场规模变化（单位：亿日元）



资料来源：日本环境省《二手市场规模调查报告书》，民生证券研究院

从消费类型来看，日本中古市场的消费结构多样。根据日本环保省的数据表明，除二手电器、服装、家具、书籍和汽车等交易类型外，2022 年日本市场的玩具及模型类别销量大幅增长，增幅达 17.5%至 2000 亿日元；服装及配饰销售额同比增长 11.6%，达到 5119 亿日元。2022 年日本二手交易市场，手机智能手机市场同比增长了 17.1%，达 691 亿日元，尽管目前占比规模仍相对较小，仅为 2.4%，但是随着新设备价格的上涨，其市场规模未来有望持续增长。

图45：2022 年日本中古市场消费结构及同比增速



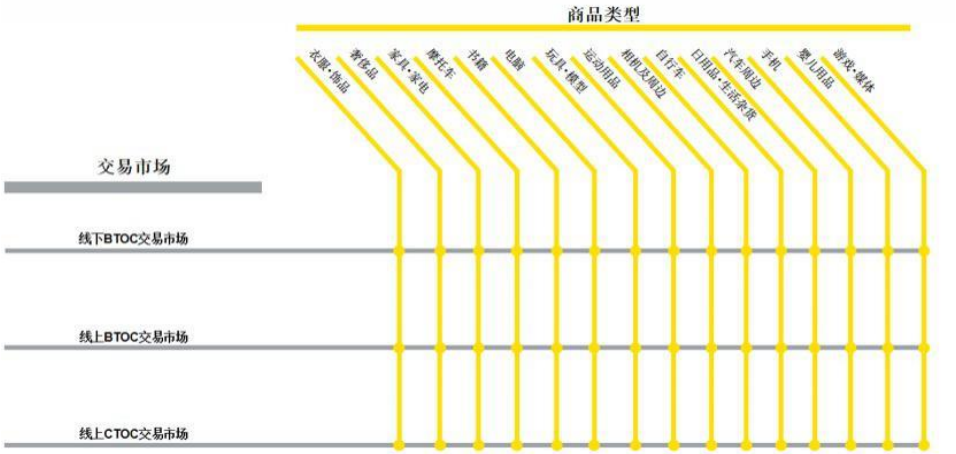
资料来源：日本环境省《二手市场规模调查报告书》，民生证券研究院

在日本，二手商品交易市场目前可以分为三大类：以 GEO 和 Book Off 为代表的线下 B2C 二手市场，以 Mercari 为代表的线上 C2C 二手市场，以及以亚马逊为代表的线上 B2C 二手市场。目前这三类市场的现状可以总结为以下两点：

1）书籍和服饰类二手商品交易市场在日本的历史较长，主要以线下 B2C 形式存在。经过多年的发展，这类市场已经建立了成熟的流通和运营体系，并培养了广泛的用户基础和流通文化。

2）其他类别的二手商品市场在日本相对较晚出现，大多数仍以线上 C2C 形式为主，尚处于不断发展的阶段。

图46：日本中古市场交易结构



资料来源：日本环境省《二手市场规模调查报告书》，钛媒体驻日研究员，民生证券研究院

消费习惯来看，中国市场仍有较大空间。在日本，二手市场有着悠久的历史和深厚的文化底蕴，已然成为了一种文化现象。共享意识兴起，促使人们倾向环保主义和简约主义的消费生活方式，“断舍离”文化盛行；在“物尽其用”理念下，日本民众对于二手商品的接收度很高，认为二手商品不仅经济实惠，还有独特的历史和文化价值。对比中国消费者，长期以来的“二手羞耻”和追求品质化的消费习惯使得中国二手市场发展较缓，随法律法规的健全和鉴定环节的把控，国内二手市场具有较大的发展潜力。

表3：中日二手消费习惯和产品市场差异

	日本	中国
二手经济	历史悠久，中古文化底蕴深厚	中古新兴市场，充满活力和潜力
消费习惯	“断舍离”文化+“物尽其用”理念；共享意识较高，因而二手商品接受度高	“二手羞耻”；追求个性化、品质化消费；对二手商品逐渐提高
市场支持	二手商品质量严格把控；有较完善的法律制度保障	一手商品假冒伪劣问题严重；二手商品品质良莠不齐；法律法规尚未健全

资料来源：《从<断舍离>看日本人的极简生活理念》王菊，六合中古，日本反假冒伪劣产品分销协会，万物新生官网，民生证券研究院

5 核心观点

5.1 万物新生业绩拆分

财务指标来看：2024 年万物新生在保持营收规模持续增长的同时，持续提升盈利能力。

1） 产品收入：主要是平台直营的产品销售收入。2018-2024H1 公司始终看中 C 端销售渠道，受低毛利率的海外业务波动和 2023H2 的苹果业务影响，直营业务毛利率有所降低。2024H1 公司产品收入为 67.12 亿元，同比增长 28.8%，占营收比例为 90.4%，扣除产品成本的毛利率约为 11.5%。

2） 服务收入：撮合业务产生的佣金收入，包括 3C 产品和新增的多品类业务，拍拍的收费率是 4.1%，拍机堂的平均收费率是 6.1%。2024H1 公司服务收入为 7.2 亿元，同比增长 14.9%，占总营收比例约为 9.6%。

3）合计：受益于二手消费模式的成长性，公司营收持续增长，2024H1 总营收约为 74.3 亿元，同比增长 27.3%。从营利性来看，公司在 2022 年实现 Non-GAAP 经营利润的扭亏为盈，2024H1 公司经调整经营利润约为 1.7 亿元，经调整经营利润率约为 2.35%。

表4：万物新生营收（分业务）和集团盈利情况

		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
产品收入	营收（百万元）	3,250	3,730	4,244	6,655	8,677	11,658	6,712
	yoy		14.78%	13.77%	56.81%	30.38%	34.36%	28.78%
	总营收占比	99.64%	94.87%	87.36%	85.54%	87.91%	89.92%	90.36%
	产品成本（百万元）	2,801	3,176	3,610	5,735	7,597	10,339	5,938
	毛利率	13.80%	14.85%	14.93%	13.82%	12.45%	11.32%	11.52%
服务收入	营收（百万元）	11.60	201.65	614.18	1,125.38	1,192.75	1,307.48	716.27
	yoy		1638.83%	204.57%	83.23%	5.99%	9.62%	14.86%
	总营收占比	0.36%	5.13%	12.64%	14.46%	12.09%	10.08%	9.64%
集团	**营收（百万元）**	**3,262**	**3,932**	**4,858**	**7,780**	**9,869**	**12,966**	**7,428**
	yoy		20.55%	23.56%	60.15%	26.85%	31.37%	27.29%
	经调整经营利润（百万元）	**-233**	**-535**	**-144**	**-103**	**7**	**252**	**174**
	经调整经营利润率	-7.14%	-13.61%	-2.96%	-1.33%	0.07%	1.94%	2.35%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

5.2 估值分析

我们选取美股二手交易平台The RealReal和日股二手交易平台Mercari作为可比公司进行比较，根据彭博一致性预期，Mercari在FY2024/FY2025/FY2026的经调整PE为30/26/18倍，根据彭博一致性预期，万物新生2023/2024/2025年的经调整PE分别为12/10/5倍。

我们认为万物新生作为国内3C二手交易龙头，1）受益于国家以旧换新政策支持，随消费者二手交易习惯渗透率提升，3C直营业务有望进一步增长；2）撮合业务模式成本较低，多品类业务有助于公司规模效应的进一步展开，我们建议积极关注。

表5：二手交易行业重点关注个股

代码	简称	股价	经调整 EPS（美元）			经调整 PE（倍）		
			2023A/FY2024A	2024E/FY2025E	2025E/FY2025E	2023A/FY2024A	2024E/FY2025E	2025E/FY2026E
REAL	The RealReal	2.50	-0.87	-0.45	-0.29	/	/	/
4387.T	Mercari	2410.00	0.55	0.65	0.96	30	26	18
			平均值			**30**	**26**	**18**
RERE	万物新生	2.36	0.20	0.25	0.43	12	10	5

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院；（注：Real 和 RERE 收盘价均为 2024 年 9 月 12 日收盘价，股价单位为美元；Mercari 收盘价均为 2024 年 9 月 12 日收盘价，股价单位为日元；9 月 12 日汇率：1USD=7.1199CNY=142.91JPY；Mercari 的财年和自然年不一致，FY2024 财年为 2023 年 7 月 1 日-2024 年 6 月 30 日，数据采用 Bloomberg 一致预期）

6 风险提示

1）消费不及预期的风险：公司业务承接消费需求，消费意愿减弱，有业务发展不及预期的风险。

2）消费电子换机周期拉长的风险：公司大部分业务依靠 3C 电子更换需求，换机周期拉长有业务发展不及预期的风险。

3）二手消费习惯普及不及预期的风险：公司主要在二手交易环节经营，国内二手交易非主流消费习惯，有渗透不及预期的风险。

4）行业竞争格局加剧的风险：国内二手交易主要玩家有万物新生、闲鱼、转转和闪回科技，分别背靠京东、阿里巴巴、腾讯和小米等互联网公司，各有布局。随着消费者对二手经济的重视，二手交易行业或有竞争加剧的风险。

插图目录

图 1： 公司历史发展图 3
图 2： 万物新生（RERE）股价复盘 4
图 3： 万物新生线上线下一体化平台生态系统 4
图 4： 万物新生股权结构（截至 2024 年 2 月 29 日） 5
图 5： 万物新生管理层信息 5
图 6： 2019-2024H1 万物新生营收及同比增速 6
图 7： 2019-2024H1 万物新生净利润及经调整净利润 6
图 8： 2019-2024H1 万物新生各业务营收及占比 6
图 9： 2019-2024H1 万物新生各业务毛利及占比 6
图 10： 2019-2024H1 万物新生整体毛利及毛利率 7
图 11： 2019-2024H1 万物新生经调整经营利润及利润率 7
图 12： 2019-2024H1 万物新生经营活动现金净流量 8
图 13： 2019-2024H1 万物新生现金及等价物+受限资金+短期投资+第三方支付平台账户余额 8
图 14： 2019-2024H1 万物新生费用率 8
图 15： 2019-2024H1 万物新生 Non-GAAP 费用率 8
图 16： 2023 年和 2028 年电子消费前三大市场预估（单位：亿美元） 9
图 17： 2008-2028 全球智能手机换机率变化情况 9
图 18： 2023Q1-2024Q2 中国智能手机出货量 10
图 19： 2018-2027E 中国二手消费电子产品交易市场规模 10
图 20： 二手电商发展历程 12
图 21： 二手手机行业产业链 12
图 22： 2022Q1 主力品牌二手手机保值率 13
图 23： 2023Q4 二手手机机型保值率排行榜 13
图 24： 2018-2027E 中国二手消费电子产品交易市场规模 13
图 25： 2022 年线下渠道以旧换新手机回收交易额的渠道划分 15
图 26： 2027 年（预估）线下渠道以旧换新手机回收交易额的渠道划分 15
图 27： 传统电商和二手电商的竞合关系 15
图 28： 2017-2023E 全球奢侈品市场以 2017 年为基数的增长系数 16
图 29： 拍机堂精选场次及付费规则 17
图 30： 拍拍界面 18
图 31： 爱回收的快手与抖音的数据（截至 2024 年 7 月 24 日） 18
图 32： 万物新生 3P 业务撮合策略 18
图 33： 万物新生 3P（撮合）业务服务收入及同比增速 19
图 34： 万物新生 3P（撮合）业务 GMV 及 take rate 19
图 35： 2019-2023 年万物新生含拍机堂、拍拍及其他（不含爱回收）消费品销售数量（单位：百万单） 19
图 36： 万物新生 2018-2024H1 存货周转天数 20
图 37： 万物新生与京东合作时间线 21
图 38： 京东以旧换新交易 21
图 39： 京东是多数消费者以旧换新首选平台 21
图 40： 万物新生门店 22
图 41： 万物新生信息清除系统“爱清除”获得 ADISA 证书 22
图 42： iPhone15 Pro 128G 销售价格（2024 年 9 月 10 日） 23
图 43： iPhone15 Pro 128G 回收价格（2024 年 9 月 10 日） 23
图 44： 日本中古市场规模变化（单位：亿日元） 24
图 45： 2022 年日本中古市场消费结构及同比增速 24
图 46： 日本中古市场交易结构 25

表格目录

二手交易行业重点关注个股 1

表 1： 国家支持二手经济政策 11
表 2： 中国主要二手交易与服务平台 14
表 3： 中日二手消费习惯和产品市场差异 25
表 4： 万物新生营收（分业务）和集团盈利情况 26
表 5： 二手交易行业重点关注个股 27

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026