

互联网电商

2025 年 10 月 23 日

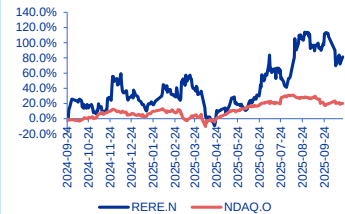
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 10 月 22 日

收盘价（美元）	4.04
纳斯达克指数	22740.40
52 周最高/最低（美元）	4.93/2.00
美股市值（亿美元）	8.9
流通股（亿股）	0.88
汇率（美元/人民币）	7.12

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

研究支持

李秀琳 A0230525070005
lixl2@swsresearch.com

联系人

李秀琳
(8621)23297818×
lixl2@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

万物新生 (RERE)

——“闲置资产”炼金，打造循环经济标杆

投资要点：

- **专注二手消费品交易，致力于打造国民第一回收品牌。**万物新生深耕二手 3C 电子产品业务 14 年，目前为中国最大的二手消费电子产品交易和服务平台。旗下设有四大核心业务线：爱回收（C2B 回收）、拍机堂（B2B 分销）、拍拍（B2C 零售）及海外业务 AHS Device，构建了 C2B+B2B+B2C 全产业链闭环。同时，公司不断拓展业务边界，形成奢侈品、名酒、黄金等多品类回收服务。2025H1 营收 96.45 亿元，Non-GAAP 净利润 1.78 亿元，已连续 12 个季度实现 Non-GAAP 经营净利润盈利，随着集团自动化处置效率进一步提升，盈利提速可期。
- **高增长低渗透赛道，平台破局重塑交易生态。**据灼识咨询及 IDC，2020-2024 年二手消费电子市场交易额 CAGR 达 12.7%，2025 年预计达 5272 亿元。国内二手手机渗透率与全球水平相比仍处低位，2024 年全球二手手机渗透率为 28.4%，2024 年中国二手电子产品（手机、平板、笔记本）渗透率仅 4.4%。随着国内以旧换新政策推进、消费者二手心智成熟，国内渗透率提升空间广阔。二手交易平台价值本质是提升交易效率和降低交易摩擦，平台通过突显二手产品性价比、平台信誉担保和标准化定价等方式，破局传统模式中用户获利有限、信息不对称等痛点，重塑了二手交易体验。
- **“场景+渠道”获取优质回收货源，自动化与数字化技术提升运营效率，打通从上游供给到下游流通渠道，产业全链路优势突出。**1) 回收端，2025Q2 公司线下门店数量达 2092 家，覆盖 291 座城市。公司独家负责京东平台上的二手及以旧换新回收业务，并于 2023 年成为苹果在内地的唯二以旧换新服务商，叠加以旧换新的精准场景，形成了行业领先的回收货源能力。2) 处理端，公司通过自动化技术赋能前端和后端标准化质检与定价，有效降低履约费用，2021/2025H1 公司 Non-GAAP 履约费用率分别为 12.9/8.7%。3) 需求端，公司依托大数据智能价格引擎，加快全链二手产品流速，实现订单的高效达成。
- **多品类构造第二增长曲线，挖掘海外业务潜力。**截止 2025Q2，多品类业务收入超过 6300 万元，采用轻资产平台模式快速增长，构造公司第二增长曲线。公司借助国补价格优势与京东出海战略挖掘海外业务潜力。
- **给予“买入”评级。**万物新生专注二手 3C 循环经济，通过线下门店扩张和线上京东“以旧换新”等精准流量入口，持续强化用户心智与渠道掌控力。伴随门店网络加密、运营效率提升及平台生态完善，看好公司长期成长潜力与盈利能力不断改善。我们预计 FY25-FY27 公司将实现营收 207.7/255.8/308.2 亿元，同比增速 27.2%/23.2%/20.5%。Non-GAAP 净利润预计为 4.21/6.49/8.34 亿人民币，对应 25-27 年 PE 分别为 16/11/8 倍，考虑到当前公司发展水平及主业经营、盈利情况，我们选取 mercari 软件作为主要参考可比公司，给予公司 2026 年可比公司估值 14x PE，对应目标价为 5.3 美元，较当前上行空间为 32%。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**二手商品需求不及预期，供应链稳定性风险，行业竞争加剧，业务合规风险。

财务数据及盈利预测

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入（百万元）	12,966	16,328	20,769	25,584	30,820
同比增长率（%）	31.4	25.9	27.2	23.2	20.5
Non-GAAP 归普净利润（百万元）	225	314	421	649	834
同比增长率（%）	342.9	39.5	34.0	54.1	28.6
调整后每股收益（元）	0.93	1.30	1.74	2.69	3.46
ROE（%）	5.9	8.5	11.1	15.8	18.0
市盈率（倍）	30.9	22.1	16.3	10.6	8.2
市净率（倍）	1.9	1.9	1.8	1.6	1.4

注：EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益，单位人民币

投资案件

投资评级与估值

万物新生专注二手 3C 循环经济，通过线下门店扩张和线上京东“以旧换新”等精准流量入口，持续强化用户心智与渠道掌控力。伴随门店网络加密、运营效率提升及平台生态完善，看好公司长期成长潜力与盈利能力不断改善。我们预计 FY25-FY27 公司将实现营收 207.7/255.8/308.2 亿元，同比增速 27.2%/23.2%/20.5%。Non-GAAP 净利润预计为 4.21/6.49/8.34 亿人民币，对应 25-27 年 PE 分别为 16/11/8 倍，可比公司平均 PE 为 59/41/31 倍，考虑到 The Realreal 尚未实现盈利，以及万物新生主业经营情况，我们选取 mercari 为主要参考可比公司，给予公司 2026 年可比公司估值 14x PE，对应目标价为 5.3 美元，较当前上行空间为 32%。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

公司持续深化与京东的战略合作关系，预计未来仍将受益于平台增长及国补的政策支持，线上业务保持扩张。同时公司作为中国最大的二手 3C 产品线下回收服务商，已建立全国门店网络。随着门店网络持续加密，线下回收能力增强，丰富二手商品有效供给，进一步带动自营业务收入扩张。我们预计 FY2025-FY2027 年公司产品收入分别达到 190.7/236.3/285.7 亿人民币，同比增速 28.5%/23.9%/20.9%，为公司核心增长引擎。

拍机堂作为国内领先二手 B2B 交易平台，商家生态成熟，拍拍依托京东生态流量协同能力强，我们预计 FY2025-FY2027 年公司平台服务收入分别为 17.0/19.5/22.5 亿人民币，同比增速 14.5%/15.0%/15.0%。

有别于大众的认识

1、市场普遍认为万物新生作为垂直领域的二手 3C 平台，消费电子存量市场下，二手需求长期增长空间有限。但我们认为，国内二手电子交易渗透率低，尚处于起步发展阶段，以旧换新等政策出台后，消费者对二手产品的消费心智不断成熟，公司通过标准化质检、定价体系及全链条闭环运营构建业务壁垒，将有效抢占市场份额。同时，公司已成功实现从“非标”到“标品”的跨越，多品类业务快速拓展，形成第二增长曲线。

2、市场认为闲鱼等流量型二手平台凭借庞大用户数量，竞争难度大。但我们认为，目前市场主流二手平台定位本质不同，闲鱼核心聚焦信息撮合平台，解决“有没有”；万物新生以重资产模式，解决“好不好”和“信不信”。在高价值商品交易中，消费者对品质、安全和售后的需求更为突出。万物新生作为京东以旧换新唯一合作伙伴，依托苹果官方合作及自营门店获取优质稳定货源，并通过拍机堂 B2B 分销与拍拍 B2C 零售双轮驱动，实现交易效率与信任机制的双重优势。

股价表现的催化剂

短期国补及“以旧换新”政策催化，直接刺激旧机回收量。中长期公司费用管控成效显著，自动化与数字化提升运营效率。随着全产业链闭环进一步优化，以及多品类、海外业务拓展深化，成长天花板不断抬升。

核心假设风险

二手商品需求不及预期，供应链稳定性风险，行业竞争加剧，业务合规风险。

目录

1. 循环经济新消费，打造国民第一回收品牌	6
1.1 万物新生深耕二手回收领域，构建全产业链闭环	6
1.2 股权结构同股不同权，管理层经验丰富	8
1.3 营收、利润与运营效率全面向好	9
2. 二手消费电子潜力释放，平台破局重塑交易生态	11
2.1 高增长低渗透赛道，头部平台成长空间广阔	11
2.2 平台破局传统二手模式痛点，重塑二手交易体验	13
3. 打通产业端到端全链路，多品类业务拓展边界	15
3.1 回收端：线下门店持续扩张，“场景+渠道”获取优质货源	15
3.2 处理端：自动化赋能质检与定价，安全管理保障隐私安全	17
3.3 需求端：实现高效率、质价比高的订单履约	19
3.4 多品类构造第二增长曲线，挖掘海外业务潜力	21
4.盈利预测与估值	22
4.1 盈利预测	22
4.2 估值分析	24
5.风险提示	25

图表目录

图 1：万物新生发展历程.....	6
图 2：万物新生全产业布局	7
图 3：爱回收渠道拆解	7
图 4：1P 和 3P 模式拆解.....	8
图 5：万物新生股权结构.....	8
图 6：万物新生营收增速连续 5 年超 20%.....	9
图 7：万物新生各类收入占比及增速	9
图 8：GAAP 及 Non-GAAP 净利润.....	10
图 9：Non-GAAP 经营利润及利润率.....	10
图 10：万物新生毛利逐年上升.....	10
图 11：万物新生费用管控有效.....	10
图 12：库存周转良好.....	10
图 13：智能手机市场接近饱和.....	11
图 14：中国二手消费电子市场交易规模快速增长	11
图 15：中国二手手机市场渗透率仍有较大增长潜力	12
图 16：二手手机回收市场格局分散.....	12
图 17：二手交易平台价值本质是提升交易效率和降低交易摩擦	13
图 18：二手手机行业产业链	15
图 19：公司超七成 GMV 来自于门店交付或上门服务	16
图 20：爱回收线下门店数量持续增长	16
图 21：爱回收线下网点覆盖全国大部分省份	16
图 22：近八成用户认可京东以旧换新	16
图 23：爱回收在京东渠道回收 GMV 占比持续提升	16
图 24：爱回收成为苹果官方以旧换新服务商.....	17
图 25：公司合作伙伴矩阵.....	17
图 26：“机大侠”智能验机工具	17
图 27：MTA 自助回收机	17
图 28：自动化运营中心机器流转流程	18
图：回收机器拍照入库.....	

图 30：自动化仓储中心与流水线	18
图 31：爱清除隐私数据清除步骤	19
图 32：爱清除提供隐私清除报告	19
图 33：各平台售卖手机价格统计（单位：元）	20
图 34：多品类业务采用轻资产平台模式.....	21
图 35：开通多品类回收业务的门店数量.....	21
图 36：多品类业务对服务收入的贡献持续提升	21
图 37：公司海外业务立足香港，链接深圳供应链和欧洲销售渠道.....	22
表 1：管理层经验丰富，教育背景出色	9
表 2：国家支持循环经济相关政策	12
表 3：三大平台的商业模式对比.....	14
表 4：万物新生收入与利润拆分简表	23
表 5：万物新生可比公司估值表	25

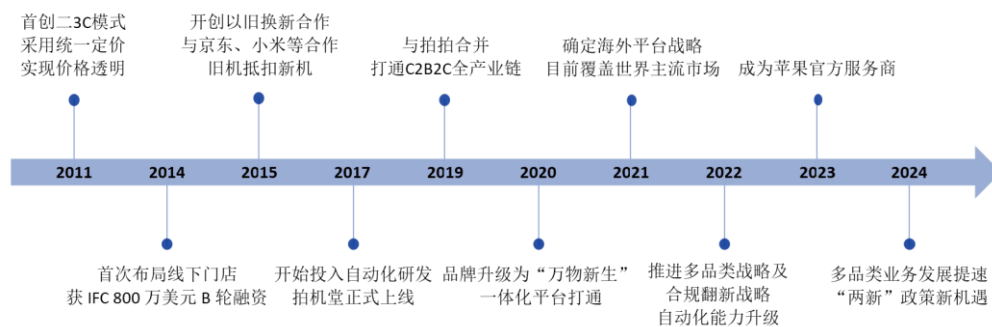
1. 循环经济新消费，打造国民第一回收品牌

1.1 万物新生深耕二手回收领域，构建全产业链闭环

万物新生成立于 2011 年，深耕二手 3C 电子产品业务 14 年，现已发展为中国最大的二手消费电子产品交易和服务平台。公司定位“互联网+环保”型循环经济企业，旗下 4 大业务线包含：爱回收、拍机堂、拍拍、海外业务 AHS Device。公司秉承“让闲置不用，都物尽其用”的使命，构建起覆盖回收、检测、再销售、环保处置的完整产业链。

自 2011 年成立以来，万物新生从最初专注于手机、笔记本等电子产品回收，逐步发展为覆盖 C2B、B2B、B2C 全产业链、多品类的循环科技集团。据公司官网、公司公告，早期公司率先布局二手 3C 回收，以线下门店拓展市场，前瞻性与京东等电商平台、品牌厂商达成以旧换新合作。2017 年后，集团加大技术投入，自主研发“拍照盒子”、“007”、“X-Ray”等自动化质检系统，同年，拍机堂上线，全面提升二手产品流通效率。2019 年“爱回收”与“拍拍”合并后，正式打通全产业链闭环，并于 2020 年品牌升级为“万物新生”。2021-2022 年万物新生开始推行海外战略和多品类战略，扩展回收品类范围及业务边界，并陆续推进合规翻新业务。2023 年公司成为苹果在中国内地第二家“以旧换新”服务商。2024 年国补政策催化，进一步强化以旧换新场景需求，实现业务的快速增长和价值链的延伸，迎来新的发展机遇。

图 1：万物新生发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

构建全产业链闭环，各环节高效流转。万物新生构建了完整的 C2B + B2B + B2C 全产业链闭环，实现从供给端到需求端“回收-分销-零售”的循环生态，为消费者和商家提供全方位服务。

1) **爱回收 (C2B)**：回收二手闲置设备，为下游 B2B 和 B2C 销售提供货源。

2) **拍机堂 (B2B)**：将回收的设备分销给中小商家，并提供商家竞价交易、设备认证、定价建议等服务。公司 25 年开设深圳拍机堂旗舰店，采用“仓卖一体”模式，实现单日近万台现货供应，商家可当日看机、当场验机、即时提货，相比传统渠道缩短 3-5 天调货周期，实现了 ToB 渠道快速流转。截至 25Q2，拍机堂注册商家数超过 116 万。

3) 拍拍 (B2C)：消费者可直接选购各类型二手电子产品设备。平台主要有 PoP 模式和入仓模式，PoP 模式中，产品不经过运营中心流转，卖家可自主定价。入仓模式，拍拍将介入商家店铺、服务及运营质检环节，提高流程把控，并降低中小商家经营难度。

图 2：万物新生全产业布局

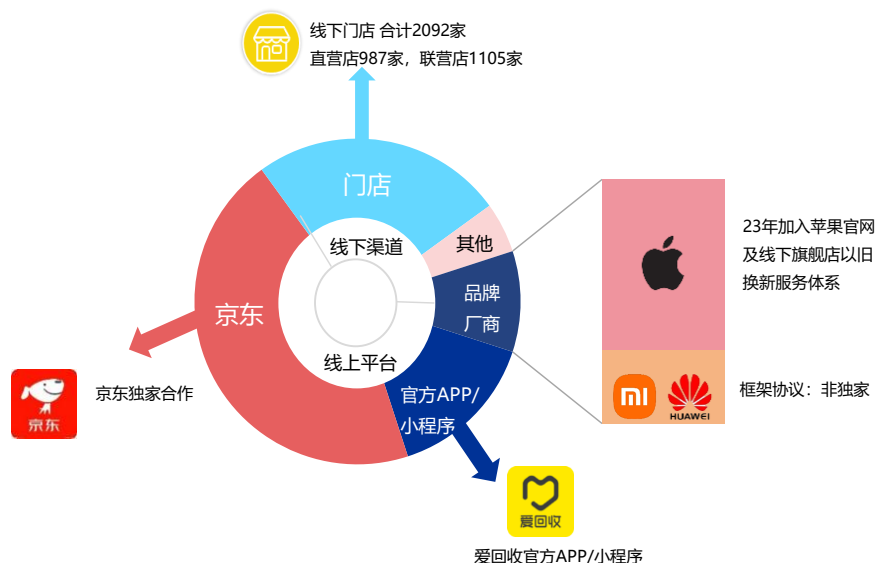


资料来源：公司公告，申万宏源研究

爱回收是万物新生集团的核心业务，通过线上与线下相结合的方式，从消费者端回收闲置电子产品，包括手机、笔记本、平板等。线上回收方面，消费者可通过爱回收官网小程序、APP、京东、品牌厂商官网等渠道进行设备估价，进一步选择上门回收或邮寄回收。线下回收方面，据公司公告，截至 2025Q2，爱回收在全国 291 座城市已开设 2092 家线下门店，支持消费者到店进行设备估价和回收。

爱回收的货源主要来自两个渠道：一是自建回收渠道，通过线上线下的回收服务直接从消费者手中获取闲置设备。二是合作渠道，与京东、苹果等知名品牌合作，通过以旧换新等方式汇聚优质货源。

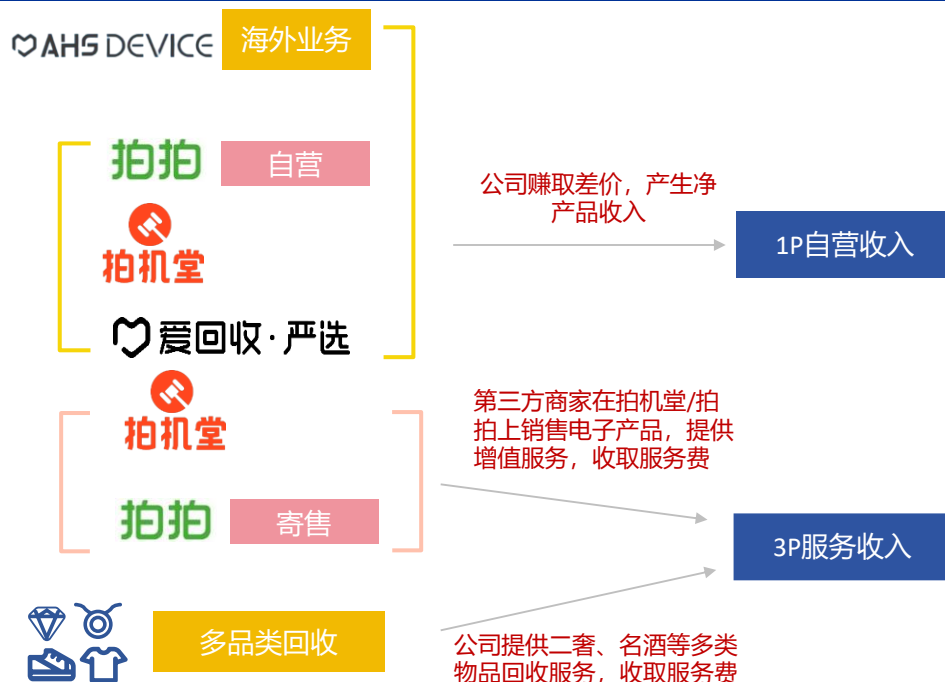
图 3：爱回收渠道拆解



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司拥有 1P（自营）和 3P（平台服务）两种商业模式：1) 1P 自营业务：爱回收获取二手回收货源，经过专业质检、定级定价后，通过拍机堂、拍拍实现终端销售，产品购销差价构成 1P 自营收入，海外业务亦计入自营业务收入。2) 3P 平台业务：第三方商家可以在拍机堂或拍拍上销售设备，公司提供质检、评级、定价与其他增值服务，并面向商家端收取服务费，24 年平均服务费率约为 5.35%。2022 年，公司拓展了二奢、名酒等多类物品回收服务，向用户和后端商家收取服务费，产生 3P 服务收入。

图 4：1P 和 3P 模式拆解

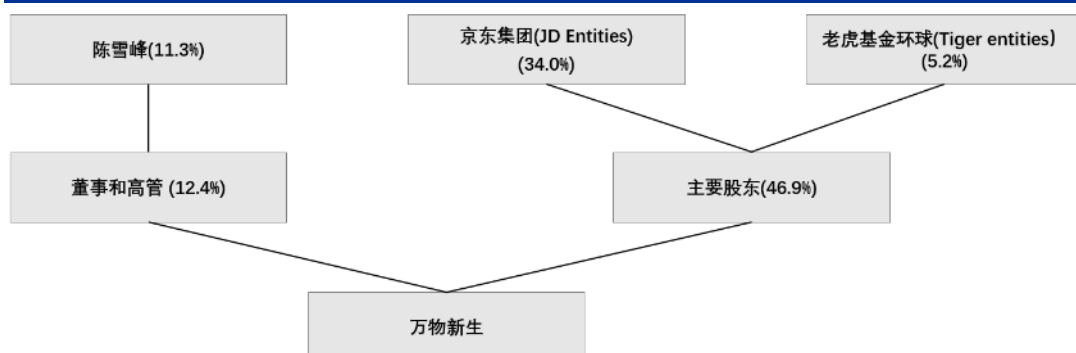


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 股权结构同股不同权，管理层经验丰富

万物新生集团采用同股不同权的股权结构，分为 A、B、C 三类普通股。其中，公司的联合创始人陈雪峰先生拥有 11.3%的股权和 43.3%的投票权，稳定掌握公司实际控制权。京东有 34.0%的股权和 36.2%的投票权，是公司重要战略合作伙伴，有利于实现业务合作和市场拓展等维度的高度协同。

图 5：万物新生股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究；统计截止 年 月 日

公司的管理层经验丰富。陈雪峰先生自 2011 年 11 月起担任董事长兼首席运营官，负责公司的战略制定与创新发展，在加入公司之前曾于 2006 年起在赛科斯中国担任产品总监。王永良先生自 2019 年 6 月起担任公司董事兼总裁，负责公司日常运营，曾自 2008 年起在京东集团拍拍业务担任高级总监。陈晨先生自 2021 年 1 月起担任首席财务总监，负责公司的财务管理和资本运作。

表 1: 管理层经验丰富，教育背景出色

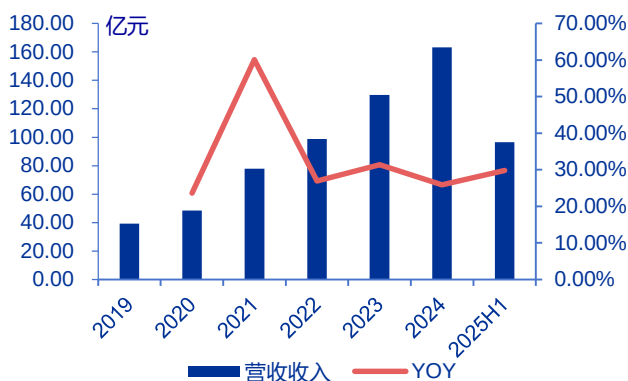
姓名	职务	经历
陈雪峰	董事长、首席执行官	陈雪峰先生是公司的联合创始人，自公司成立以来一直担任董事长兼首席执行官。曾于 2006 年 7 月至 2010 年 6 月在赛科斯中国担任产品经理。
王永良	董事、总裁	王永良先生自 2008 年 7 月起担任京东集团拍拍业务高级总监，在 2019 年 6 月起担任本公司董事兼总裁。
陈晨	董事、首席财务官	陈晨先生自 2021 年 1 月起担任本公司财务总监，自 2021 年 5 月起担任本公司董事。曾在云集股份有限公司首席财务官，作为德勤的合伙人担任多个职位。

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

1.3 营收、利润与运营效率全面向好

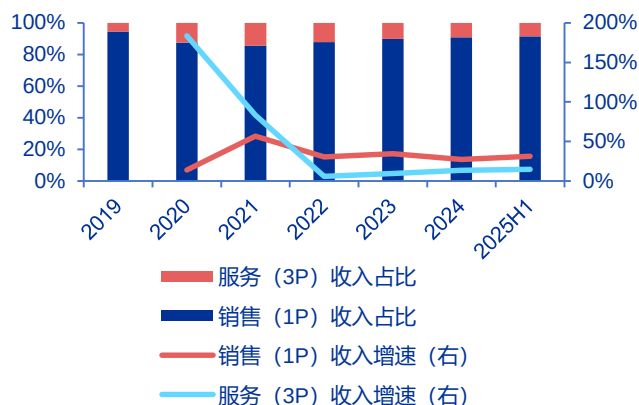
2019-2025H1 公司营业收入表现亮眼，1P 自营收入业务稳健驱动，3P 服务收入潜力突显。据公司公告，2019-2024 年，万物新生营收由 39.32 亿元增长至 163.28 亿元，CAGR 为 32.94%。2025H1 公司营收 96.45 亿元，同比增长 29.85%。其中，公司营收超过八成来自于 1P 业务，1P 和 3P 收入均呈现增长趋势。2019-2024 年，1P 业务收入由 37.30 亿元增长至 148.44 亿元。2025H1，1P 业务收入 88.22 亿元，同比增长 31.45%。2019-2024 年，3P 收入由 2.17 亿元增长至 14.84 亿元。2025H1，3P 收入达到 8.23 亿元，同比增长 14.84%。

图 6: 万物新生营收增速连续 5 年超 20%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

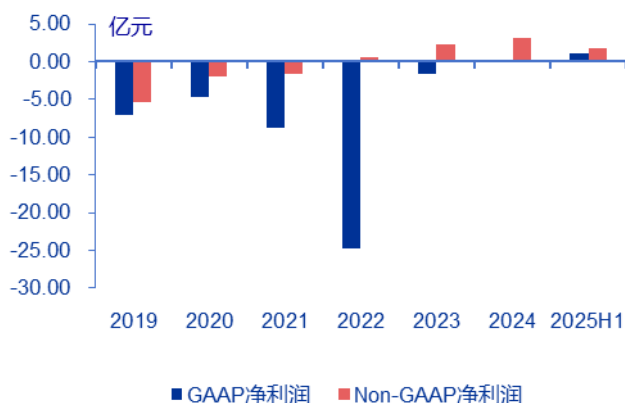
图 7: 万物新生各类收入占比及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

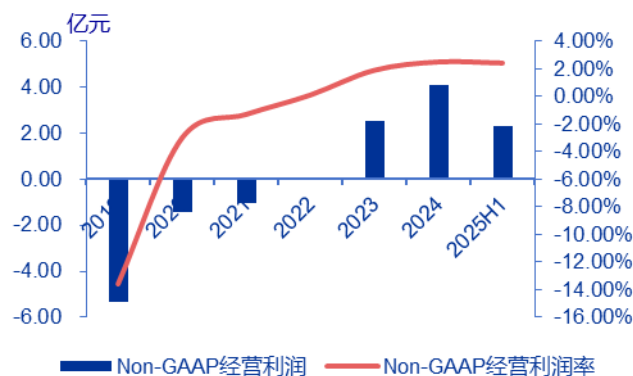
公司净利润和经营利润稳健增长，2022 年起公司实现 Non-GAAP 层面盈利。据公司公告，公司 2024 年 Non-GAAP 净利润为 3.14 亿元，2025H1 为 1.78 亿元，2022 年起 Non-GAAP 净利润转正，已连续 12 个季度实现 Non-GAAP 经营利润为正。Non-GAAP 经营利润率持续攀升，2024 年 Non-GAAP 经营利润率为 2.5%，25H1 为 2.4%，公司盈利能力有效提升。

图 8: GAAP 及 Non-GAAP 净利润



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9: Non-GAAP 经营利润及利润率

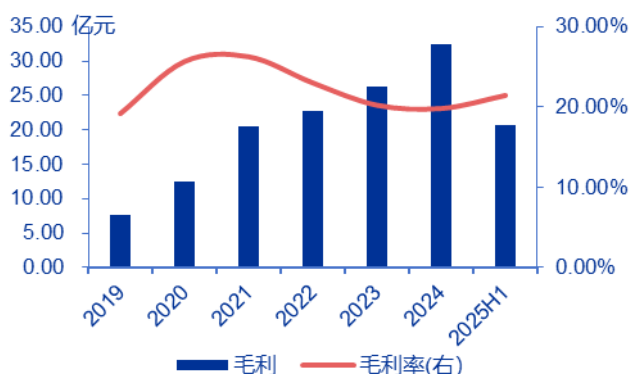


资料来源：公司公告，申万宏源研究

毛利水平不断增长，随着 ToC/多品类业务等高毛利业务占比提升，毛利率具有增长空间。据公司公告，公司毛利在 2019-2024 年间逐年上升，由 7.55 亿元增至 32.42 亿元。毛利率趋于稳定，其中，2021-2023 年毛利率下滑主因公司毛利率较低的 1P 业务占比提高，以及 2023 年新进入苹果以旧换新服务体系。随着公司与苹果官方深入合作，不断优化价格策略，以及业务结构优化，平台毛利率随之回升，25H1 毛利率为 21.48%。

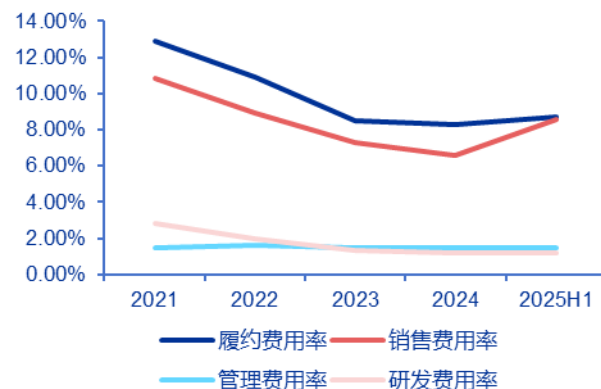
Non-GAAP 费用率逐步下降，加大推进自动化运营+费用管控，看好盈利能力进一步优化。据公司公告，其中 1) 履约费用包括平台运营、运营站、线下爱回收门店、仓储运营及发货运费。公司持续推进自动化进程，引入先进的仓储管理自动化设备，以及提升团队工作效率，履约费用率从 2021 年的 12.9% 稳步降至 2025H1 的 8.7%。2) 销售及营销费用包括平台推广、渠道佣金等。公司精准投放广告，销售费率从 2021 年的 10.8% 降至 2025H1 的 8.6%。3) 管理费用主要涉及公司职能人事相关费用，25H1 管理费率为 1.5%。4) 研发费用包括技术平台设计开发维护、大数据和云技术等人员及技术基础设施成本，研发费率从 2021 年的 2.8% 降至 2025H1 的 1.2%。

图 10: 万物新生毛利逐年上升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

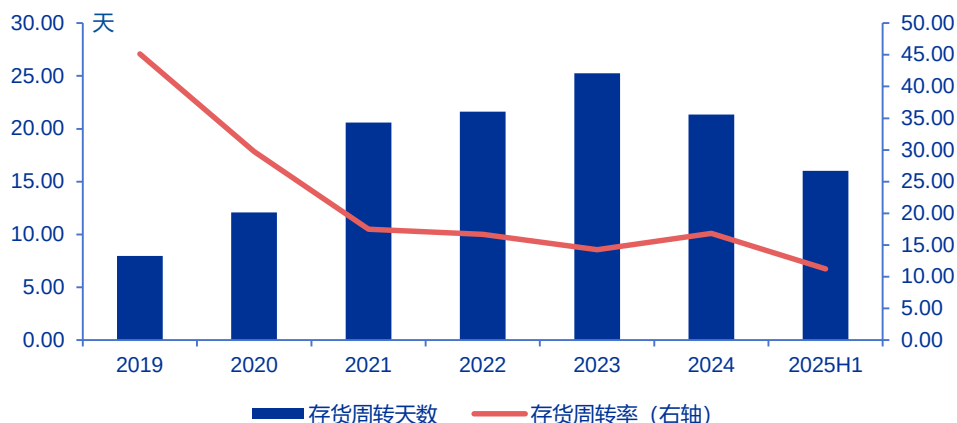
图 11: 万物新生费用管控有效



资料来源：公司公告，申万宏源研究

库存管理有效，周转情况良好。据公司公告，存货周转随着公司逐渐完善自动化体系建设、仓储物流精细化运营、大数据智能价格引擎优化应用而加快。运营中心进行标准化检测、分级，拍机堂分销、拍拍零售双轨并行，大数据智能定价算法实现订单的高效达成，有效出清库存。存货周转天数从 2023 年的约 25 天下降至 2025H1 的约 16 天。

图：库存周转良好



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 二手消费电子潜力释放，平台破局重塑交易生态

2.1 高增长低渗透赛道，头部平台成长空间广阔

新机消费存量博弈，二手消费电子交易快速增长。据 IDC 及中国通信研究院，目前，智能手机、平板电脑等主流消费电子产品的市场渗透率已接近饱和。以智能手机为例，2016-2024 年间，中国智能手机渗透率始终维持在 90% 以上；全球及中国市场的出货量均呈下滑趋势，2024 年全球智能手机出货量为 12.4 亿部，较 2017 年峰值 14.7 亿部下降约 16%，同期中国智能手机出货量为 2.94 亿台，较 2016 年峰值 5.2 亿部降幅约 44%，根据 IDC 预测，2025 年中国智能手机出货量将同比增长 1.6%，预计未来将保持出货量稳定。

在存量主导市场下，**消费电子产品生命周期被持续拉长。**大量被置换但仍性能完好的旧机成为可循环的优质供给，流入二手回收体系。二手消费电子市场作为典型供给驱动的市场，可流通优质机源供给增加促进了二手消费电子市场蓬勃发展。据灼识咨询，2020-2024 年，二手消费电子市场交易额的年复合增长率达 12.7%，2024 年销售端市场规模达 4061 亿元。

图 13：智能手机市场接近饱和

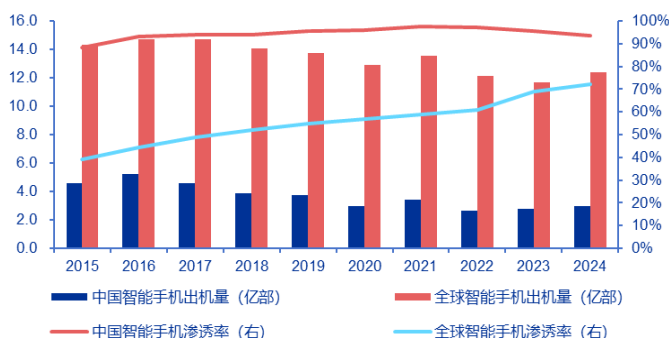
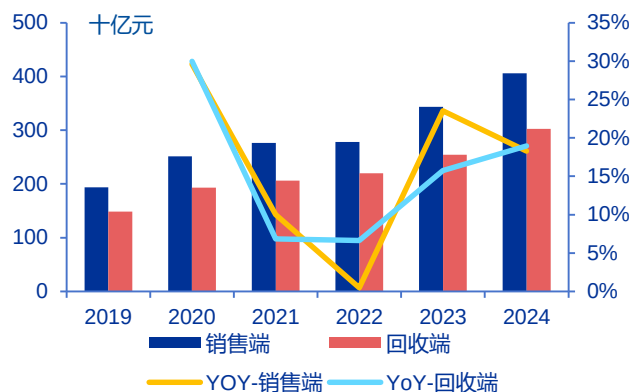


图 14：中国二手消费电子市场交易规模快速增长

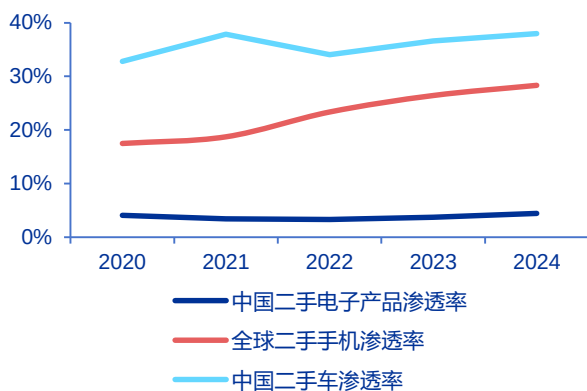


资料来源：中国通信院，IDC，TrendForce，statista，Techinsights，申万宏源研究

资料来源：灼识咨询，申万宏源研究

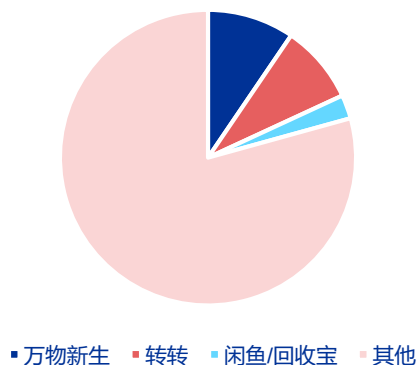
国内二手消费电子渗透率低、行业格局分散，头部公司仍存在广阔整合空间。2020-2024年，中国二手手机渗透率虽持续增长，但对比全球及发达国家，中国二手手机渗透率仍处低位。根据灼识咨询、IDC、中国汽车流通协会和中国汽车工业协会，2024年中国二手电子产品渗透率仅为4.4%，远低于2024年全球二手手机渗透率28.4%，以及2024年国内二手车渗透率38.0%。同时，中国二手手机回收市场格局分散，集中度低。据灼识咨询，2024年二手手机回收行业前三名包括万物新生、转转、闲鱼/回收宝，合计仅占20.6%市场份额，其中万物新生占9.5%市场份额，位居行业第一名，剩余80%的市场份额由大量中小回收商占据。海外消费者在购买新机的过程当中，可直接通过供应层面进行以旧换新，而中国手机品牌商不涉及二手回收渠道，行业缺乏具备全链条整合能力的企业，行业内公司仍有广阔的扩张空间。

图 15：中国二手手机市场渗透率仍有较大增长潜力



资料来源：万物新生招股书，灼识咨询，IDC，中国汽车流通协会，中国汽车工业协会，申万宏源研究

图 16：二手手机回收市场格局分散



资料来源：灼识咨询，申万宏源研究；统计截止 2025 年 5 月

循环经济政策持续颁布，注入强劲动力。近年来，国家高度重视循环经济的发展，国务院、国家发展改革委、商务部等多部门出台了一系列政策支持二手交易市场，从完善绿色低碳循环发展体系、规范二手商品市场，到加大财政支持力度、推动以旧换新行动等，为二手消费电子市场的发展提供了有力保障。

其中，国补与“以旧换新”政策增强了消费者回收心智，通过降低回收门槛与换机成本，既有效催化新增换机带来的旧机回收，又刺激存量沉淀的旧机释放，进而有效推动了二级市场渗透率的提升。根据国家全年 3000 亿元的下达计划，10 月份将下达第四批 690 亿元超长期特别国债资金予以补充，支持消费品以旧换新。我们预计，在国家促进经济发展、提振内需消费的背景下，国补政策具备一定的持续性。

表 2：国家支持循环经济相关政策

时间	名称	机构	主要内容
2021 年 2 月	《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》	国务院	完善绿色低碳循环的生产、交易和消费体系，为二手消费电子产品交易营造良好政策环境。
2022 年 1 月	《关于加快废旧物资循环利用体系建设的指导意见》	国家发展改革委	到 2025 年完善废旧物资循环利用政策体系，鼓励“互联网+二手”模式，规范网络交易平台，提高交易效率。
2024 年 2 月	《关于加快构建废弃物资循环利用体系的意见》	国务院	加强再生资源高效利用，引导二手商品交易便利化、规范化。
5 月	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	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；出台电子产品信息清除国家标准。

2024 年 4 月	《推动消费品以旧换新行动方案》	商务部等 14 部门	制定二手货品质鉴定、信息清除、分级等国家标准，推动信息安全管理体系建设。
2024 年 7 月	《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》	国家发展改革委、财政部	中央财政安排 75 亿元，采取“以奖代补”方式支持废弃电器电子产品回收处理。
2024 年 12 月	《二手商品流通试点工作方案》	商务部等 5 部门	到 2027 年完善二手商品流通政策体系，交易平台更规范，企业专业化、标准化、品牌化运营水平提升。
2025 年 3 月	《提振消费专项行动方案》	中共中央、国务院	推动二手商品流通试点建设，培育多元化流通主体，创新流通方式。

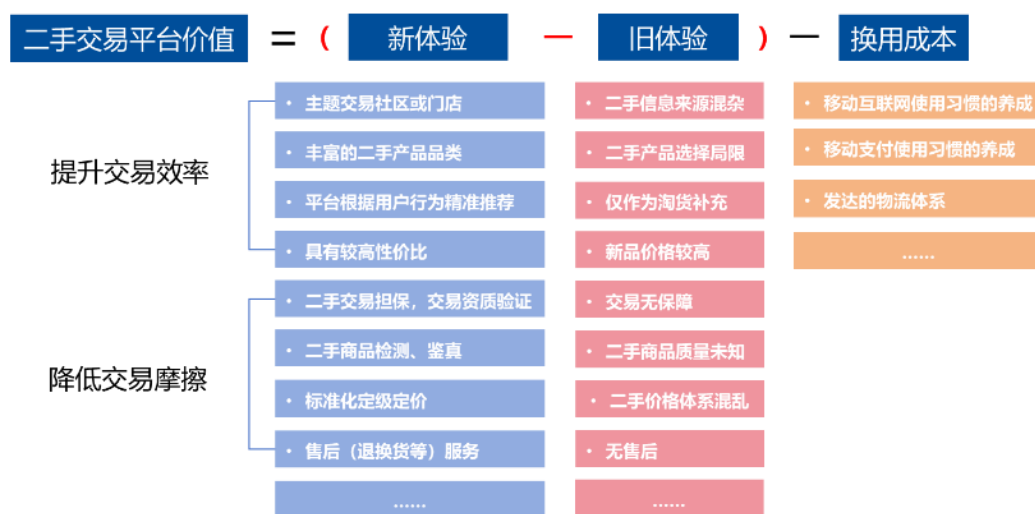
资料来源：国务院，国家发展和改革委员会，国务院办公厅，中国政府网，申万宏源研究

2.2 平台破局传统二手模式痛点，重塑二手交易体验

传统回收模式下，用户的二手处置需求主要由收购站以极低价格承接，并通过 B2C 主导的线下二手市场流通获利。这种模式导致用户实际获益有限、可处置品类多局限于家电 3C 类，参与循环经济的动力严重不足。同时，传统二手市场本身存在售后无保障、信息不对称等弊端，仅作为消费者补充性的购买选择。在缺乏健全流通市场、充分供给和高效交易的传统二手回收与购买模式中，用户更倾向于购买一手全新商品。

二手交易平台价值本质是提升交易效率和降低交易摩擦。二手交易平台依托用户对消费体验的重视建立用户心智，其核心价值在于通过两大维度来提升交易体验：一是提升交易效率。平台可通过建设交易社区或者门店、提供丰富二手品类选择、根据用户行为实施精准推荐、突显二手产品的性价比等方式实现。二是降低交易摩擦。平台可通过商家认证与资质评估、平台信誉背书与担保交易、健全的检测验真机制、标准化定级定价以及完善的售后服务来保障。二手交易平台通过显著拉大与旧有模式之间的体验差距，解决传统二手交易模式的痛点，从而提升用户的认可度。

图 17：二手交易平台价值本质是提升交易效率和降低交易摩擦



资料来源：新浪财经，申万宏源研究

二手回收交易行业主要有三类平台。第一类是以万物新生为代表的垂直领域供应链公司。第二类是以闲鱼为代表的全品类流量型 C2C 平台，依托阿里的生态和流量，本质是“信息撮合平台”。第三类是以转转为代表，采取全品类平台加垂直供应链的混合型模式。

1)万物新生主打二手电子产品垂直供应链,以 C2B+B2B+B2C 全产业链闭环为核心特点,通过自营质检和线下履约交付方式构建高质量、体验佳的运营模式,收入来源为自营买断模式下的销售收入与平台模式下的交易佣金,重点解决标准化定级、用户体验与信任问题、品质保障等痛点;2) 闲鱼为全品类流量路线,采用 C2C 轻资产模式,依托平台信息交互与信用体系实现供需直接对接,收入主要来自广告、流量及软件服务费,更侧重构建社区氛围与丰富商品选择;3) 转转则是混合模式,以 C2B2C 寄售为特色,结合自营与第三方质检(含富士康合作资源,收入涵盖技术服务费、价差及佣金等,既提供丰富选择,也注重商家认证与担保交易。三者分别在垂直深度、流量广度与模式融合上形成差异化竞争,精准匹配不同用户需求。

表 3：三大平台的商业模式对比

	万物新生	闲鱼	转转
背景	京东系	阿里系	58 同城+腾讯系
品类	高价值垂直供应链型	全品类流量型	混合模式
特点	围绕二手电子产品打造全产业链闭环 (C2B 回收→B2B 分销、B2C 零售), 注重运营, 保障质量, 标准化定级定价。 多品类二手回收能力: 基于现有门店资源拓展服务, 采用平台模式, 与产业链合作伙伴共建供应链。	C2C 模式, 轻资产, 平台提供信息交换、信用体系和交易手段, 供需双方直接对接。	C2B2C 寄售模式, 混合资产, 两边 C 端用户议价, 卖方寄货品至平台做质检, 质检通过后, 由平台交货给买方, 商品卖出后, 平台抽成。寄卖模式买卖双方无需亲自跟进流程。
质检	自营质检, 有独立的运营中心	“验货宝” 第三方质检	自营和第三方质检相结合, 富士康战略合作伙伴
回收	门店/快递/回收机/上门回收	快递/自提	快递/门店/上门回收
收入来源	买卖价差+佣金, 其中拍机堂向卖家和买家均收取服务费, 拍拍仅向卖家收取服务费。	主要依靠广告、流量、担保创收; 1) 面向全体卖家收取 0.6%软件服务费; 2) 当月成交订单数大于 10 件且累计成交额大于 1 万元的账户, 对超出部分收取 1%服务费; 当年累计成交手机品类订单数量大于 6 笔, 对超出部分收取 1%服务费。两者不叠加。	寄卖业务依靠增值服务收取技术服务费、质检服务费和支付手续费; 回收业务依靠买卖价差创收; 三方业务对卖家收取 0.6%服务费, 最高每笔订单 30 元。
解决痛点	提供商家资历评估与认证、平台信誉背书与担保交易、标准化定级定价、健全的商品检测与验真机制、完善的售后服务等。	构建社区互动氛围、提供丰富的二手商品选择、基于用户行为的二手商品/商家推荐等。	提供丰富的二手商品选择、提供商家资历评估与认证、平台信誉背书与担保交易、标准化定级定价、健全的商品检测与验真机制等。

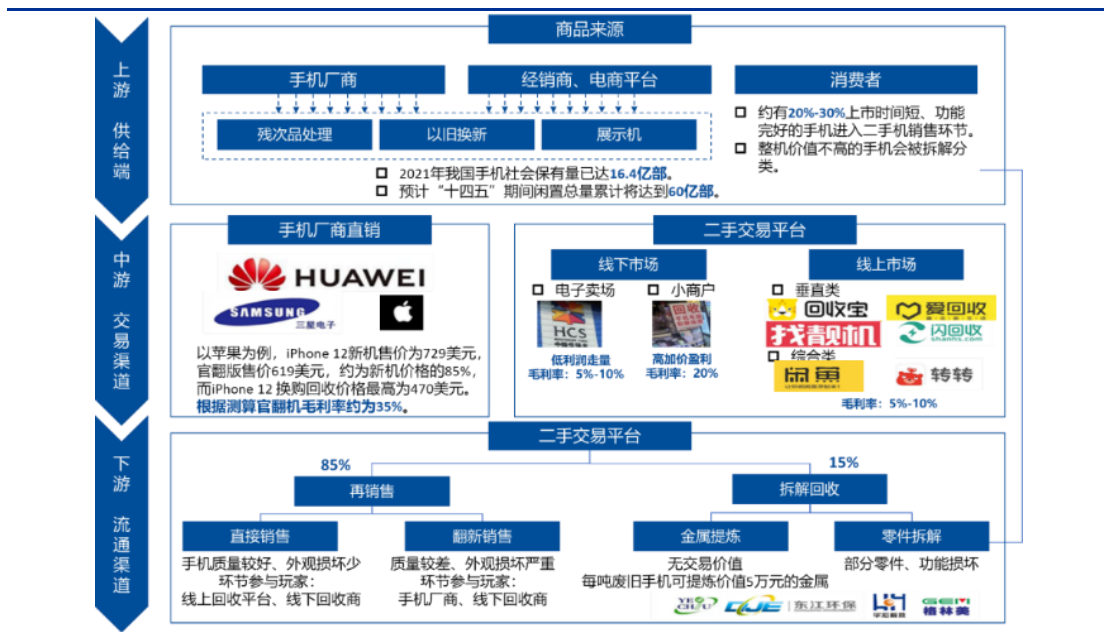
资料来源: QuestMobile, 万物新生官网, 转转 APP, 闲鱼 APP, 申万宏源研究

二手 3C 产业链可以分为上游产品供给端、中游交易渠道和下游产品流通渠道三个部分, 其中中游议价能力最高。以二手手机为例, 1) 在上游供给端, 二手手机的主要来源包括手机厂商、经销商、电商平台和消费者。2) 中游交易渠道则包括手机厂商直销和二手交易平台, 其中手机厂商可直接参与二手手机的销售, 而二手交易则分为线下市场和线上市场, 线上市场包括爱回收、闲鱼、转转等。3) 下游流通渠道则涉及再销售和拆解回收, 二手手

机可以通过直接销售或翻新销售的方式进入市场，或者进行金属提炼和零件拆解，以回收有价值的材料和组件。

万物新生通过线下门店广泛触达用户回收环节，同时爱回收是京东站内以旧换新唯一合作伙伴，因此在上游优质货源供给有较大优势。万物新生通过拍拍、拍机堂将回收的二手产品销售给消费者和下游商家，打通了从上游供给到下游流通渠道的全产业链整合。

图 18：二手手机行业产业链



资料来源：头豹研究院，申万宏源研究

3. 打通产业端到端全链路，多品类业务拓展边界

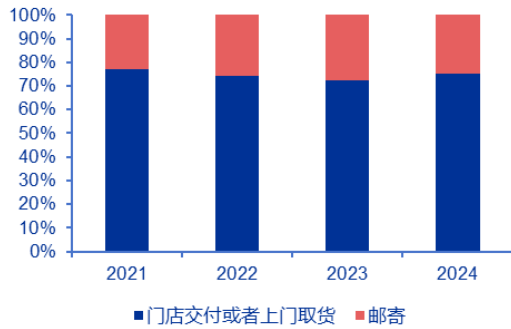
3.1 回收端：线下门店持续扩张，“场景+渠道”获取优质货源

当用户产生旧机回收需求时，公司依托线下门店、以旧换新场景、京东和苹果官方合作渠道，建立了较好的用户心智，形成了行业领先的回收货源能力，掌握 C 端回收端口。

线下门店持续扩张，覆盖全国大部分省市。在二手 3C 回收端，用户对二手手机平台检测与定价的方式存在疑虑，线下渠道能够有效提升信任度与交易透明度。公司选择在人流密集的购物中心开设门店，以精准锚定货源和客源。在一、二线城市，公司通过开设自营店实现直接管理，确保服务质量和运营效率；而在三、四线城市，公司与当地有从业经验的合作伙伴共建联营店，快速扩展门店网络。灵活有效的门店策略极大地提升了爱回收的市场覆盖范围和服务能力，2024Q1-2025Q2，爱回收线下门店数量持续增长。截至 2025Q2，爱回收全国线下门店数量达到 2092 家，其中自营店 987 家，联营店 1105 家，线下门店覆盖全国大部分省份，共计 291 座城市。

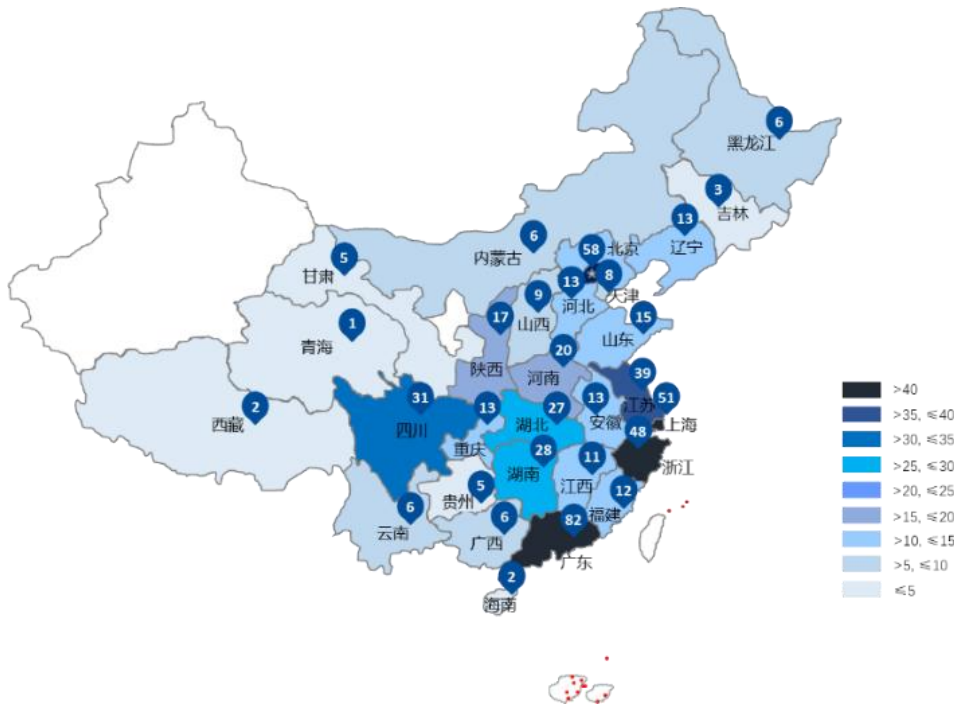
根据赢商大数据显示，截至 2023 年底，全国购物中心数量存量为 5827 家。结合国家补贴政策的推进以及近年来消费者对二手回收交易认知的不断提升，公司有望进一步加快开店节奏。我们预计未来公司线下门店数量将达到约 3000 家，线下渠道拓展潜力巨大。

图 19：公司超七成 GMV 来自于门店交付或上门服务



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 21：爱回收线下网点覆盖全国大部分省份

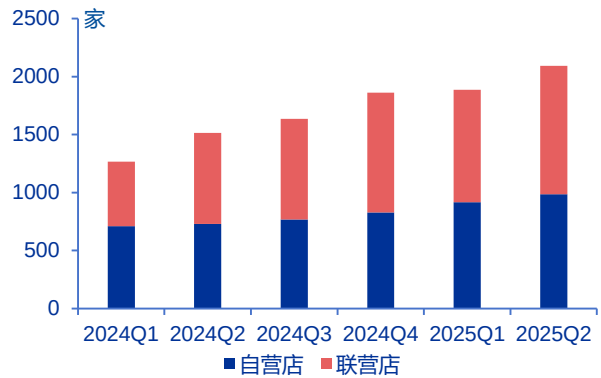


资料来源：连锁品牌网，申万宏源研究

通过以旧换新场景，与京东、苹果等官方渠道合作，回收优质货源。以旧换新场景不仅为用户提供了便捷的回收渠道，更有力地促进了二手 3C 产品的回收与流转。京东自 2015 年起参与公司 C-F 的多轮融资，并于 2017 年、2019 年和 2024 年与公司签署了商业合作协议，双方建立了长期且深入的战略合作关系。公司作为京东站内唯一服务商，独家负责京东平台上的二手手机数码及以旧换新回收业务。背靠京东巨大的电子产品消费群体和精准的流量入口，公司高效获取了优质货源。2022-2024 年，爱回收在京东渠道回收 GMV 占比持续提升，2024 年京东来源货品 GMV 占公司全年 GMV 的 13.5%。

图 22：近八成用户认可京东以旧换新

图 20：爱回收线下门店数量持续增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

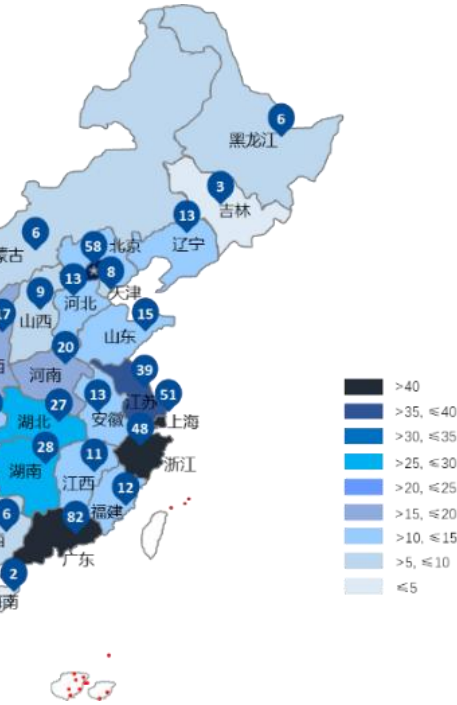
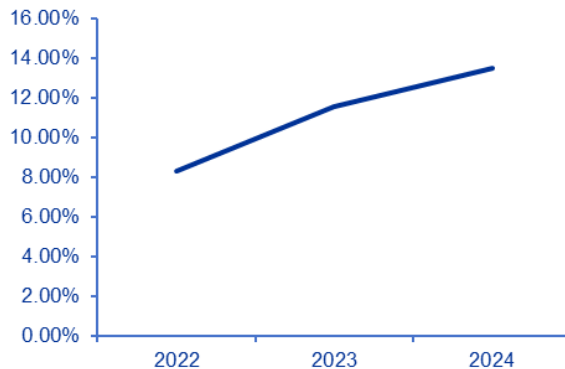


图 23：爱回收在京东渠道回收 GMV 占比持续提升



资料来源：21 世纪经济报道，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2023 年，爱回收正式登陆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的第二家以旧换新服务商。此前，苹果以旧换新的回收工作一直由富士康旗下全资公司“爱锋派”负责。爱回收是苹果八年以来首次新增的以旧换新服务商，进一步巩固了公司在二手 3C 回收端的领先地位。此外，公司与其他主流手机品牌华为、小米、荣耀、OPPO、vivo、大疆等也有着良好的合作关系，构建了完善的合作伙伴矩阵。

图 24：爱回收成为苹果官方以旧换新服务商

图 25：公司合作伙伴矩阵

Apple Trade In 换购计划

Apple Trade In 换购计划条款和条件

Apple Trade In 换购计划是 Apple 的第三方折抵换购供应商提供的一项服务，接受 Apple Trade In 换购计划条款和条件，即表示您了解并同意：

- 您已达到所在国家/地区的成年年龄。
- 此折抵换购服务由 Apple 的第三方折抵换购供应商（以下简称“供应商”）提供。
- 您并非经销商；您拥有折抵换购设备，或者已得到此类设备所有者的授权以折抵换购设备。
- Apple 或供应商可能会出于任何原因拒绝、取消或限制任何折抵换购交易的数量。
- 您的折抵换购设备不得带有任何租赁协议、合同承诺或其他第三方利益。
- 完成此交易后，您设备的所有权会转移给供应商，并且您向 Apple 分配从供应商处收取您应得到的款项的权利。
- 您负责备份和/或删除折抵换购设备上的数据。供应商和 Apple 对您的数据概不负责。
- 您确认，交易价格和交易价值直接接受我们供应商的检查。折抵换购设备的初始报价仅为估价。在某些情况下，供应商可能会修改折抵换购设备的初始报价，例如：当检查结果与描述的情况不同时；当“查找我的 iPhone”未被移除时；或者在您将折抵换购设备寄回后的 14 天内，供应商未收到相应设备时。如果折抵换购设备的报价变得低于初始估价，相关人员会与您联系，以便您接受或拒绝修改后的价格。
- 您确认并同意，一旦您向我们寄送设备，折抵换购交易即为最终交易，您将无法取消交易，除非报价变得低于初始估价并且被您拒绝。

根据法律要求，供应商/Apple 可能会提供在此折抵换购交易中提供的任何个人信息提供执法机关。

- 您的折抵换购交易须遵守适用的第三方折抵换购供应商条款。

- 爱回收条款和条件

- 爱回收条款和条件

战略投资伙伴



官方指定服务商



良好合作伙伴



HONOR



vivo



资料来源：苹果官网，申万宏源研究

资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2 处理端：自动化赋能质检与定价，安全管理保障隐私安全

自动化技术赋能前端和后端标准化质检与定价，实现“非标”到“标品”的跨越。

在前端门店，公司自主研发的智能验机工具“机大侠”和 MTA 自助回收机助力商家高效完成质检与定价工作，让用户能及时收到回收款项，极大提升了前端业务的效率与用户体验。

图 26：“机大侠”智能验机工具

图 27：MTA 自助回收机



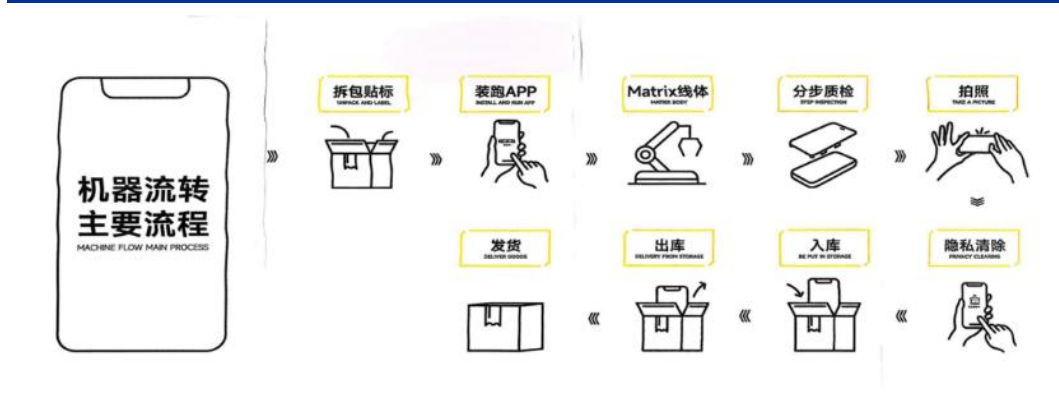
资料来源：公司官网，申万宏源研究



资料来源：公司官网，申万宏源研究

后端的自动化运营体系建设有效优化了传统人工质检流程，大幅提高整体质检和流转效率，有效降低和收窄了履约费用率。截至 2024 年底，公司已在东莞、常州、武汉、成都、天津、西安、沈阳和中国香港建立了 8 个区域级大型运营中心，形成了覆盖广泛的运营格局，其中常州和东莞为全自动运营中心。2017 年，公司在常州打造“非标二手电子产品自动化输送、质检、分拣和存储系统”。2022 年，东莞自动化运营中心正式开仓运营，在输送、质检、存储、打包出库等各环节实现无缝自动化串联，传输效率提升 15%。

图 28：自动化运营中心机器流转流程



资料来源：申万宏源零售社服团队实地走访

公司自主研发的多种自动化检测系统与设备为标准化质检提供了有力保障。其中，自动化质检系统 Matrix 3.0 质检精准度提升 10%，质检效率提升 50%。“拍照盒子 3.0”能精准定位并检测出手机 30 余种外观缺陷，准确率达 99% 以上，相比人工质检，时间减少了 90%；“007”系统能够对硬件产品的功能进行自动插线和检测；“X-Ray”系统无需拆机，即可准确识别手机部件更换和拆修情况；“拍照魔方”能够实现多角度商品高清图片的自动拍；“拍照魔镜”系统专注于高精度识别屏幕老化、坏点和其他瑕疵。此外，公司引入 AGV 无人运输车、自动化传送带、分拣机械臂等设备，进一步优化了整个运输和质检流程效率。

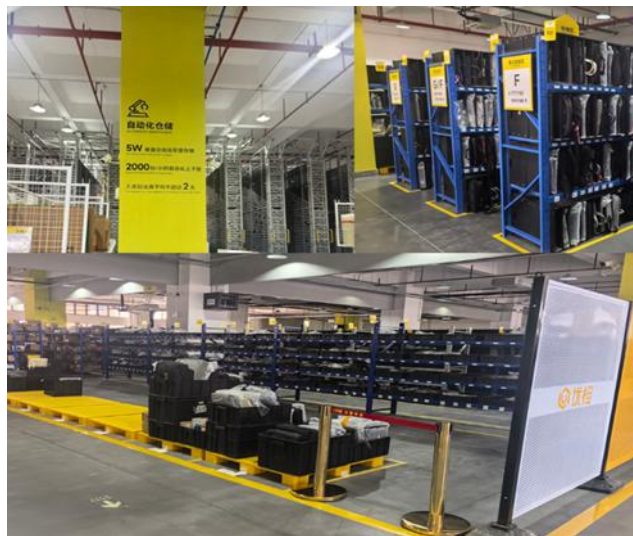
公司依据 39 项标准对设备进行标准化质检，根据质检结果将设备划分为最多 36 个等级，手机质检精准度达到 99%，使得“非标”二手产品成功实现了向“标品”的跨越。

图 29：回收机器拍照入库

图 30：自动化仓储中心与流水线



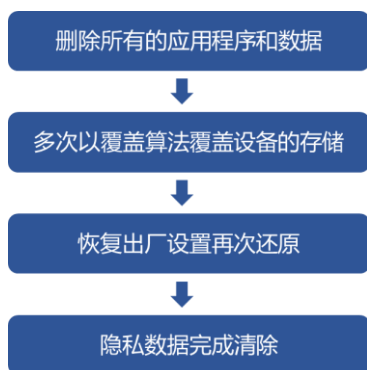
资料来源：申万宏源零售社服团队实地走访



资料来源：申万宏源零售社服团队实地走访

公司高度重视用户隐私保护，显著提升了用户信任度。公司获得 ADISA 认证的二手平台，自主研发“爱清除”系统，采用多次擦写覆盖技术，支持 20 余种国际标准，确保数据清除彻底且可追溯。公司在处理中实施双重清除机制，即店员当面首次清除和集中二次处理，并为用户提供隐私清除报告保障知情权。同时，公司建立了完善的信息安全管理体系，通过了国家三级等保和 ISO 27001 认证。公司在用户隐私保护方面取得了实质性进展，成立近 10 年实现了 0 隐私数据泄露，有效提升了用户对其的信任度。

图 31：爱清除隐私数据清除步骤



资料来源：爱回收官方公众号，申万宏源研究

图 32：爱清除提供隐私清除报告



资料来源：爱回收官方公众号，申万宏源研究

3.3 需求端：实现高效率、质价比高的订单履约

公司回收的设备主要流向两类客户：1) 翻新商或者经销商。公司通过旗下 B2B 平台“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，将产品拍卖给中小型商家，或者翻新后销往下沉市场或海外。2) 个人消费者。高品质设备及经过合规翻新后的二手设备主要通过自有零售 B2C 平台“拍拍”直接销售给消费者。

大数据智能算法实现高效率的订单履约。拍机堂基于交易大数据积累开发智能价格引擎，精准解决了 BB 平台面临的 SKU 众多、价格实时波动以及复杂性高的问题，显著提升

了平台定价的准确率和时效性，能够充分匹配二手市场上买家与卖家的报价，从而进一步提升了商家在平台的交易体验和交易效率。从终端用户回收产品后到平台销售，一般周转4-5天，整体流速快、库存积压少，订单履约效率高。

公司通过完善的质量售后保障，提供了高质价比的二手设备购买体验。公司通过自有零售 B2C 平台“拍拍”，将高品质的二手设备直接销售给消费者，为严选商品提供了长达一年的质保服务、7天无理由退货政策，以及“一机一图”的详细验机报告等服务，客诉处理率在99%以上，客诉满意率在97%以上，为消费者提供了优质的二手3C购买体验。

与新机相比，拍拍平台上销售的二手设备在价格上具有显著优势；而相较于其他二手平台，拍拍平台凭借更完善的质检和保修服务，其销售产品的价格在二手市场处于中高区间，满足了消费者对于高性价比二手设备的需求。

图 33：各平台售卖手机价格统计（单位：元）

品牌	机型	平台	新机价格		二手机价格					
			官方价	渠道商均价	99新（自营）	99新（寄售）	95新（自营）	95新（寄售）	8成新（自营）	8成新（寄售）
苹果	iPhone14 Pro	拍拍			4893	4376	4585	4064	4077	3992
					折价率	54.98%	49.17%	51.52%	45.67%	45.81%
					转转	4908	3933	4384	3899	4206
					折价率	55.15%	44.20%	49.26%	43.81%	47.26%
		电商平台	8899	5923	闲鱼	4899	4425	4255	3719	4040
					折价率	55.05%	49.72%	47.81%	41.79%	45.40%
					淘宝					
					折价率					
					拼多多					
					折价率					
小米	小米14	拍拍			2503	2412	2129	2088	2657	2191
					折价率	67.67%	65.21%	57.56%	56.45%	71.83%
					转转	2456	2217	2316	2171	2036
					折价率	66.40%	59.94%	62.61%	58.69%	55.04%
		电商平台	3699	2775	闲鱼	2485	2251	2188	2034	-
					折价率	67.18%	60.85%	59.15%	54.99%	-
					淘宝					
					折价率					
					拼多多					
					折价率					
华为	华为Mate 60 Pro	拍拍			3501	3500	3257	3252	3723	3454
					折价率	62.53%	62.51%	58.17%	58.08%	66.49%
					转转	3494	3474	3340	3327	3016
					折价率	62.40%	62.05%	59.65%	59.42%	53.87%
		电商平台	5599	3869	闲鱼	3479	3330	3226	3141	-
					折价率	62.14%	59.47%	57.62%	56.10%	-
					淘宝					
					折价率					
					拼多多					
					折价率					
Oppo	Oppo Find X7	拍拍			2269	2194	2119	2218	2199	-
					折价率	52.78%	51.04%	49.29%	51.59%	51.15%
					转转	2434	2291	2196	2019	2018
					折价率	56.62%	53.29%	51.08%	46.96%	46.94%
		电商平台	4299	3199	闲鱼	2019	2104	-	1945	2156
					折价率	46.96%	48.94%	-	45.24%	50.15%
					淘宝					
					折价率					
					拼多多					
					折价率					
vivo	vivo X100	拍拍			2329	2290	2295	2256	2549	1884
					折价率	54.18%	53.27%	53.38%	52.48%	59.29%
					转转	2382	1987	2200	1886	2134
					折价率	55.41%	46.22%	51.17%	43.87%	49.64%
		电商平台	4299	2947	闲鱼	-	2030	-	1974	-
					折价率	-	47.22%	-	45.92%	-
					淘宝					
					折价率					
					拼多多					
					折价率					

注：闲鱼自营价格为闲鱼严选价格，折价率=售价/官方原价×100%

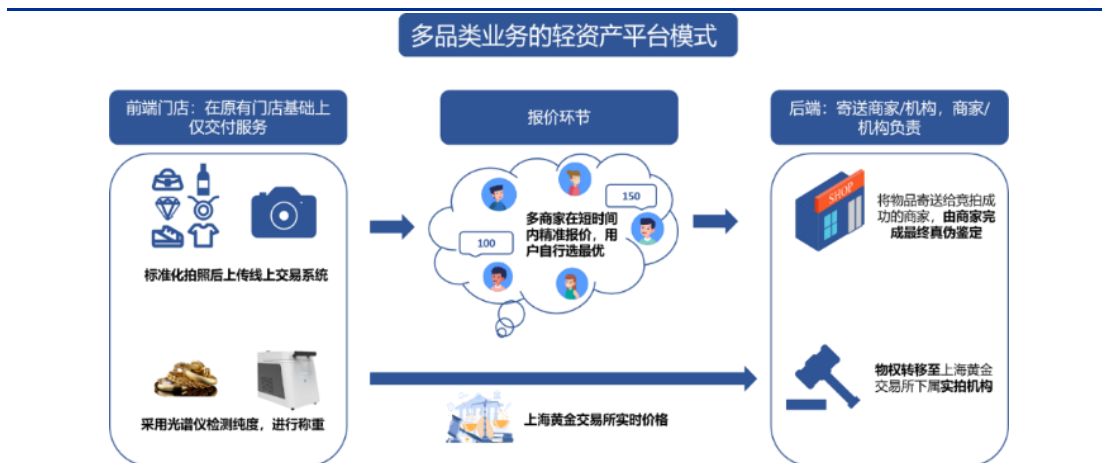
资料来源：转转、闲鱼、拍拍、淘宝、拼多多 APP，申万宏源研究整理（截止日期为 2025 年 7 月 29 日）

3.4 多品类构造第二增长曲线，挖掘海外业务潜力

多品类业务采用轻资产平台模式快速增长，构造第二增长曲线。2022Q2，公司开始重点推进“多品类”战略，将服务用户的品类从电子产品拓展到更多相对高值的商品品类，如奢侈品、腕表、黄金、名酒、卡券、钻石、玉石、翡翠、潮玩、潮鞋、潮服等，以更好地满足用户的多种回收需求。

爱回收的多品类业务采用轻资产平台模式，基于现有门店资源拓展服务，无需额外大规模投入。以二手奢侈品回收服务为例，门店仅负责交付服务，不对商品进行质检，商品物权周转及最终鉴定由合作商家负责。前端店员会对商品外观成色和核心鉴定点进行标准化拍照，并将高清照片上传至线上交易系统。系统随即通知多个活跃商家，短时间内给出精准报价，用户可选择最优报价完成交易。后端则将物品寄送给竞拍成功的商家，由其完成最终真伪鉴定。在黄金回收方面，价格依据上海黄金交易所实时价格确定，纯度鉴定采用光谱仪检测。门店完成称重后，物权即转移至上海黄金交易所下属实拍机构。这种模式在交易效率和用户体验上均处于行业领先水平。

图 34：多品类业务采用轻资产平台模式



资料来源：申万宏源研究整理

截至 2025Q2，全国共有 804 间爱回收门店开通了多品类回收服务，2024 全年多品类回收交易额同比增长近 3 倍。2023Q2-2025Q2，多品类业务对服务收入的贡献从 1%快速增长至 14.7%。截止 2025Q2，多品类业务收入超过 6300 万元。

图 35：开通多品类回收业务的门店数量

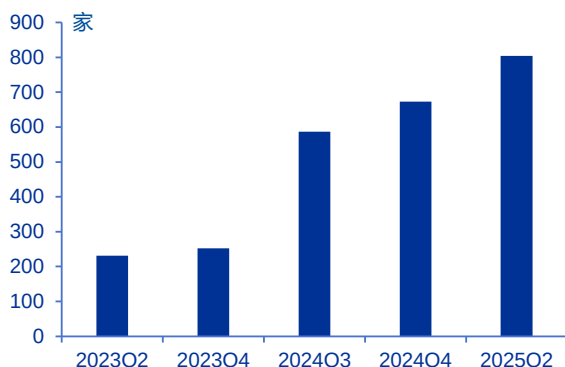
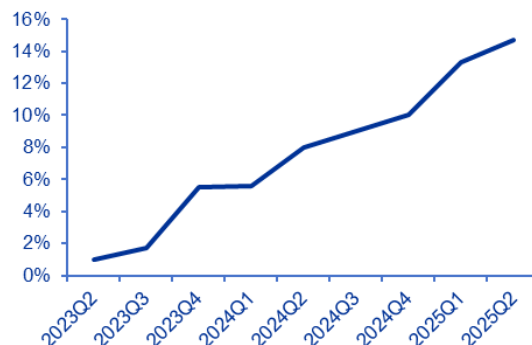


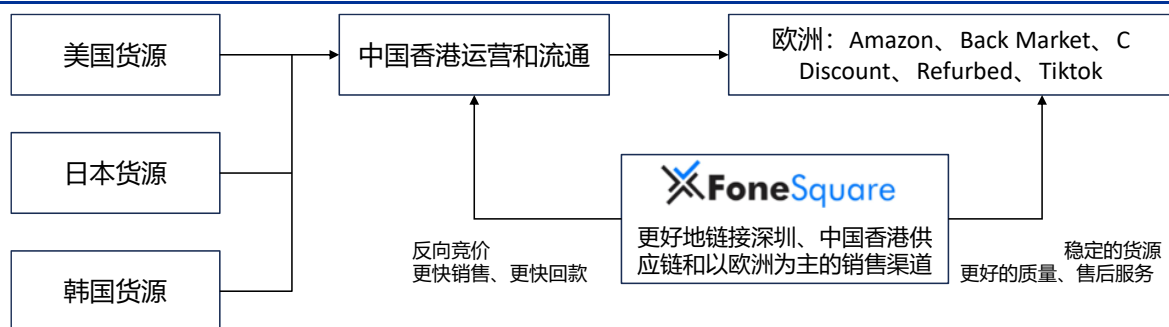
图 36：多品类业务对服务收入的贡献持续提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司借助国补价格优势与京东出海战略挖掘海外业务潜力。2020 年公司在中国香港设国际业务总部 AHS Device，从欧洲、美国、日本、韩国的运营商处采购本地以旧换新回收的旧机，送至中国香港运营中心进行标准化的电子产品质检和定级，再卖给下游 B 端用户。国内机器由于国补具备价格优势，公司尝试将国行优质货源出口至中国香港运营中心，再做下游销售。2024 年底，京东物流宣布升级出海战略“全球织网计划”2.0，计划推进全球仓网、快递网、航空网“三网并起”的全球供应链物流服务。2025 年 7 月，京东公告全资收购欧洲消费电子公司 Ceconomy。公司作为京东的深度合作伙伴，**我们预计公司未来可借助京东出海欧洲的战略机会，在二手交易心智较强的欧洲市场挖掘一定的增长潜力。**

图 37：公司海外业务立足香港，链接深圳供应链和欧洲销售渠道

注：目标合作伙伴（仅供示意）

资料来源：公司官网，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

(1) 产品收入 (1P):

线上自营业务：公司持续深化与京东的战略合作关系，线上“以旧换新”渠道流量稳定增长。依托京东作为国内消费电子最大销售平台的流量优势，公司线上回收入口持续强化。我们预计未来仍将受益于电商平台消费电子销售增长及国补的政策支持，线上业务保持稳健扩张态势。

线下自营业务：公司作为中国最大的二手 3C 产品线下回收服务商，已建立覆盖全国的门店网络。截至 FY2024，公司拥有 1,861 家线下门店，我们预计 FY2025 公司将新增约 800 家，门店总数达 2600 家，同比增速约 42%；并计划于 FY2027 实现门店规模突破 5,000 家。随着门店网络持续加密，线下回收能力不断增强，丰富二手商品有效供给，进一步带动自营业务收入扩张。

综合来看，我们预计 FY2025-FY2027 年公司产品业务收入分别达到 190.7/236.3/285.7 亿人民币，同比增速 28.5%/23.9%/20.9%，为公司核心增长引擎。

(2) 服务收入 (3P):

公司平台业务由拍机堂（B2B）、拍拍（B2C）及其他平台服务构成，整体处于二手 3C 交易平台第一梯队。

拍机堂作为全国领先的二手 3C B2B 交易平台，交易效率高、商家生态成熟，我们预计 FY2025-FY2027 年拍机堂收入分别为 9.3/10.5/11.8 亿人民币，同比增速分别为 16.0%/13.0%/12.0%。

拍拍依托京东生态独家运营二手零售业务，随着服务体验优化与流量协同增强，预计 FY2025-FY2027 年拍拍收入分别为 5.2/5.8/6.3 亿人民币，同比增速为 13.0%/10.0%/10.0%。

我们预计 FY2025-FY2027 年公司平台服务收入分别为 17.0/19.5/22.5 亿人民币，同比增速 14.5%/15.0%/15.0%。

结合以上假设，我们预计公司 FY2025-FY2027 年营业总收入分别为 207.7/255.8/308.2 亿人民币，同比增速 27.2%/23.2%/20.5%，保持高速增长。

营业成本及毛利假设：毛利率受自营体系的产品收入占比提升影响，预计公司 FY2025-FY2027 毛利率为 21.5%/21.2%/21.0%。

Non-GAAP 期间费用假设：1) 履约费用：随着自动化分拣、智能质检等技术的应用深化，履约效率显著提升。因此，我们预计 FY2025-FY2027 履约费用率下降，分别为 8.4%、8.0%、7.9%；2) 销售费用：公司 25 年加大品牌宣传，广告和营销费用支出增加，随着公司规模扩大逐渐摊薄，我们预计 FY2025-FY2027 销售费用率分别为 8.7%、8.3%和 8.2%；3) 管理费用：随着运营效率逐步提升，预计 FY2025-FY2027 公司的一般及行政开支费率有所下降，分别为 1.5%、1.3%和 1.2%。4) 研发费用：研发费用开支相对稳定，费用率随着收入规模效应逐步降低，预计 FY2025-FY2027 公司研发费用率分别为 1.2%/1.0%/0.8%。

综上我们预计 FY2025-FY2027 Non-GAAP 营业利润分别为 5.29/7.80/10.03 亿人民币，Non-GAAP 营业利润率提升至 2.5%/3.0%/3.3%，Non-GAAP 净利润预计为 4.21/6.49/8.34 亿人民币，Non-GAAP 净利率分别为 2.0%/2.5%/2.7%，盈利质量持续提升。

表 4：万物新生收入与利润拆分简表

单位：百万人民币	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入	9869	12966	16328	20769	25584	30820
yoy	26.9%	31.4%	25.9%	27.2%	23.2%	20.5%
1P 收入	8677	11658	14844	19069	23630	28573
yoy	30.4%	34.4%	27.3%	28.5%	23.9%	20.9%
占比	87.9%	89.9%	90.9%	91.8%	92.4%	92.7%
线上	6698	9354	12412	16018	19967	24230
yoy	1.2%	39.7%	32.7%	29.1%	24.7%	21.3%
占比	77.2%	80.2%	83.6%	84.0%	84.5%	84.8%
线下	1979	2304	2432	3051	3663	4343
yoy	355.1%	16.4%	5.6%	25.4%	20.0%	18.6%
占比	22.8%	19.8%	16.4%	16.0%	15.5%	15.2%
PR 收入						

	yoy	6.0%	9.6%	13.5%	14.5%	15.0%	15.0%
	占比	12.1%	10.1%	9.1%	8.2%	7.6%	7.3%
拍机堂		638	707	802	930	1051	1177
	yoy	23.7%	10.8%	13.4%	16.0%	13.0%	12.0%
	占比	53.5%	54.1%	54.0%	54.7%	53.8%	52.4%
拍拍		474	497	463	523	576	633
	yoy	-9.0%	4.9%	-6.9%	13.0%	10.0%	10.0%
	占比	39.7%	38.0%	31.2%	30.8%	29.4%	28.2%
其他		80	103	219	246	328	438
	yoy	-8.9%	28.3%	112.5%	12.4%	33.2%	33.4%
	占比	6.7%	7.9%	14.8%	14.5%	16.8%	19.5%
毛利		2273	2627	3242	4462	5425	6473
	毛利率	23.0%	20.3%	19.9%	21.5%	21.2%	21.0%
Non-gaap 营业利润		7	252	410	529	780	1003
	Non-gaap 营业利率	0.1%	1.9%	2.5%	2.5%	3.0%	3.3%
净利润		-2468	-156	-8	303	579	764
	净利率	-25.0%	-1.2%	-0.1%	1.5%	2.3%	2.5%
Non-gaap 净利润		51	225	314	421	649	834
	Non-gaap 净利率	0.5%	1.7%	1.9%	2.0%	2.5%	2.7%

资料来源：公司公告，申万宏源研究预测

4.2 估值分析

相对估值：目标价 5.3 美元

万物新生专注二手 3C 循环经济，并逐步扩充奢侈品、黄金等全品类二手产品交易。渠道方面，通过线下门店扩张和线上京东“以旧换新”精准流量入口，持续强化用户心智与渠道掌控力。我们认为，公司在国内二手交易赛道中，通过“C2B+B2B+B2C”构建了完整商业闭环，伴随门店网络加密、运营效率提升及平台生态完善，公司长期成长与盈利能力具有充足的提升空间。

通过综合对比，我们选取日本二手 C2C 商品交易的 Mercari、美国二手车电子商务平台 Carvana、二手奢侈品线上交易平台 The Realreal 作为可比上市公司。1) Mercari 是日本领先的二手电商平台，成立于 2013 年，经营品类包括电子产品、时尚服饰、家居用品、玩具和书籍等多种商品。截至 2024 年，Mercari 拥有超过 2000 万注册用户，在日本的二手电商市场中占据主导地位。2) Carvana：美国领先二手车交易平台，以 B2C 为主要模式，采用汽车垂直领域综合型商业模式，提供面向消费者需求升级的购车解决方案。3) The Realreal：全球最大的在线认证二手奢侈品市场。它通过提供端到端服务，解锁供应并为全球买家创造一个可信赖的、精选的在线市场，从而革新了奢侈品二手交易。

我们预计公司 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润预计为 4.21/6.49/8.34 亿人民币，Non-GAAP 净利率分别为 2.0%/2.5%/2.7%，对应 25-27 年 PE 分别为 16/11/8 倍，可比公司平均 PE 为 59/41/31 倍，考虑到 The Realreal 尚未实现盈利，以及万物新生当前发展水平及主业经营情况，我们选取 mercari 软件作为主要参考可比公司，给予公司 2026 年可比公司估值 14x PE，对应目标价为 . 美元，较当前上行空间为 %。首次覆盖，给予“买入评级”。

表 5：万物新生可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价/元	市值 亿元	归母净利润/百万元			PE		
		2025/10/22		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
4385.T	mercari 软件	2393	3886	23,250	26,850	29,620	17	14	13
CVNA.N	Carvana	327	766	754	1,130	1,560	102	68	49
REAL.O	The Realreal	12	14	-23	-5	17	-	-	81
行业平均							59	41	31
RERE.N	万物新生	4.04	9	421	649	834	16	11	8

资料来源：公司公告，bloomberg，Wind，申万宏源研究；注：2025 年 10 月 22 日美元兑人民币汇率为 7.12；mercari 软件货币单位为日元，万物新生股价和市值、Carvana、The Realreal 货币单位为美元，万物新生归母净利润货币单位为人民币。可比公司盈利预测来源为彭博一致预期。

5.风险提示

- 1) 二手商品需求不及预期：**中国二手商品市场尚处于早期发展阶段，用户对产品质量、隐私安全及售后服务存有顾虑。若市场教育进度缓慢或经济环境改善不及预期，可能导致二手消费需求增长乏力，影响公司业务增速。
- 2) 供应链稳定性风险：**二手商品非标属性强，其回收、质检及分级依赖成熟供应链体系。若供应商管理能力不足或区域性回收渠道出现波动，可能影响商品周转效率与服务质量，进而影响公司长期收入增长及用户复购。
- 3) 行业竞争加剧：**头部互联网平台持续加码二手电子赛道，同时垂直品类玩家通过补贴策略抢占市场份额。若行业陷入价格战或流量成本攀升，公司可能面临利润率收窄与用户流失的双重压力。
- 4) 合规风险：**二手商品（特别是消费电子）交易涉及隐私清除、产品质量标准、环保回收、税务管理等多重监管领域，若政策监管出现变化，可能会影响公司合规成本上升及业务流程调整等风险。

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	12966	16328	20769	25584	30820
营业成本	10339	13086	16307	20159	24347
毛利	2627	3242	4462	5425	6473
履约费用	1124	1382	1754	2058	2448
销售和营销费用	1251	1367	1805	2121	2524
管理费用	266	307	305	336	369
技术和内容开支	196	210	243	250	250
商誉减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收入	36	53	46	49	52
营业利润	-173	29	402	710	933
Non-gaap 营业利润	252	410	529	780	1003
净利润	-156	-8	303	579	764
Non-gaap 净利润	225	314	421	649	834

资料来源：聚源数据，申万宏源研究；单位：人民币

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4527	4169	5404	6064	7161
现金类资产	2189	2102	2327	2795	3136
短期投资	411	584	642	706	777
应收和预付款项	910	948	1305	1359	1766
存货	1017	535	1131	1205	1483
非流动资产	966	921	843	852	860
长期投资	467	556	523	523	523
固定资产	148	157	165	173	182
无形资产	271	57	0	0	0
应收关联方款项-非流动	0	0	0	0	0
其他非流动资产	80	152	155	155	155
资产总计	5493	5091	6248	6916	8022
流动负债	1691	1307	2269	2457	2896
短期借款	350	225	281	295	319
应付和合同负债	730	380	1158	1208	1503
应计费用及其他流动负债	465	522	623	716	801
应付职工薪酬	146	180	207	238	273
非流动负债	90	89	111	142	173
长期经营租赁负债	22	80	111	142	173
递延所得税负债	68	9	0	0	0
负债总计	1782	1396	2380	2599	3069
权益总额	3711	3695	3868	4317	4952
A/B/C 类普通股总额	1	1	1	1	1
资本公积	13268	13358	13429	13500	13570
库存股	-378	-484	-684	-884	-1084
累计亏损	-9163	-9171	-8869	-8290	-7526
累计其他综合收益/(损失)	-	-	-	-	-

权益及负债总额	5493	5091	6248	6916	8022
---------	------	------	------	------	------

资料来源：聚源数据，申万宏源研究；单位：人民币

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	275	663	451	776	646
净利润	-156	-8	303	579	764
将净亏损调节为经营活动所用净现金的调整项	431	671	149	198	-118
投资活动现金流净额	172	-424	-84	-123	-129
固定资产购置	-85	-60	-60	-60	-60
固定资产处置所得	1	2	2	2	2
短期投资购置+到期回收所得+投资的公允价值变动	375	-176	-58	-64	-71
长期投资相关	-66	-50	33	0	0
融资活动现金流净额	69	-308	-143	-185	-176
短期借款变动	226	-125	56	14	24
行使购股权所得款项	3	2	1	1	1
回购普通股	-160	-184	-200	-200	-200
现金及现金等价物增加净额	518	-68	224	468	341

资料来源：聚源数据，申万宏源研究；单位：人民币

核心业绩指标

元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标					
每股收益	0.93	1.30	1.74	2.69	3.46
每股经营现金流	1.14	2.75	1.87	3.22	2.68
每股净资产	15.33	15.32	16.03	17.90	20.53
核心运营指标					
经调整 ROE (%)	5.93	8.48	11.13	15.85	18.00
毛利率 (%)	20.26	19.85	21.49	21.20	21.00
净利率 (%)	-1.21	-0.05	1.46	2.26	2.48
Non-gaap 净利率 (%)	1.74	1.92	2.03	2.54	2.71
营业收入同比增长率 (%)	31.37	25.93	27.20	23.18	20.47
Non-GAAP 归母净利润同比增长率 (%)	342.90	39.50	33.96	54.15	28.59
资产负债率 (%)	32.43	27.43	38.09	37.58	38.26
总资产周转率	2.46	3.09	3.66	3.89	4.13
应收账款周转率	13.78	17.57	18.43	19.21	19.73
流动比率	2.68	3.19	2.38	2.47	2.47
速动比率	2.07	2.78	1.88	1.98	1.96
估值指标					
P/E	30.9	22.1	16.3	10.6	8.2
P/B	1.88	1.88	1.78	1.59	1.39

资料来源：聚源数据，申万宏源研究；单位：人民币；每股指标使用每股摊薄美国存托股收益计算，其中每股收益为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益。

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

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.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

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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。本公司强烈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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。