

国内循环经济龙头，3C 业务护城河稳固，多品类回收打开成长空间

核心观点

万物新生集团（RERE.N）作为国内循环经济领域的标杆企业，我们认为，公司具备多重核心护城河：1）背靠京东，与头部品牌建立合作，形成高度战略协同；2）公司打通“C2B+B2B+B2C”商业模式，形成产业链闭环，同时公司通过横向拓展+积极出海打开未来成长空间；3）公司自主研发质检、评级、定价技术，形成技术护城河，公司积极拥抱 ESG，致力于可持续发展。行业层面，3C 回收正迎来政策红利、市场内生增长与商业模式优化的三重驱动，行业拐点日益凸显，公司作为行业龙头有望受益国内循环经济的发展。

简评

万物新生集团构建了以“爱回收”为核心的四大品牌矩阵，形成了覆盖二手 3C 产品全产业链的闭环生态

1) **爱回收**：作为成立于 2011 年的 C2B 回收平台，是集团业务的流量与货源入口，通过线上线下融合模式（O2O）从消费者端回收二手产品，其广泛的线下门店网络构成了坚实的供应链基础。
2) **拍机堂**：作为 B2B 交易平台，于 2017 年左右上线，核心功能是将爱回收的标准化能力开放给行业，连接全国上百万商家，通过其全国（不含中国香港）七大运营中心实现高效的跨区域流通，将平均手机周转时间缩短至约 3 天，远低于行业平均水平，扮演着集团内部的“效率引擎”角色。
3) **拍拍**：则是在 2019 年与京东战略合并后纳入体系的 B2C 品质二手零售平台，它独家运营京东平台的二手业务，将经过严格质检的优品直接销售给消费者，是集团实现价值变现、完成从回收 to 销售闭环的关键终端。
4) **AHS DEVICE**：作为海外业务载体，负责将集团成熟的商业模式和技术能力向日本、瑞典等国际市场输出，为集团开辟全球增长的第二曲线。这四大品牌协同作用，共同构筑了万物新生从货源获取、标准化处理、高效流通到价值最终实现的强大竞争壁垒。

万物新生 (RERE.N)

首次评级

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

向锐

xiangrui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070008

发布日期：2025 年 12 月 08 日

当前股价：5.34 美元

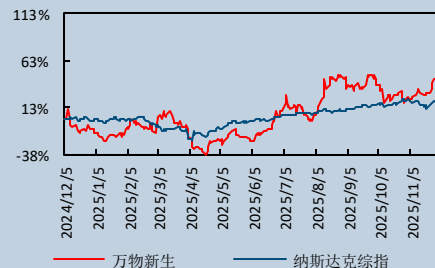
目标价格 6 个月：7.7 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	5.44/8.09	-12.28/-15.86	65.45/49.17
12 月最高/最低价 (美元)			4.73/2.00
总股本 (万股)			21,981.63
流通股本 (万股)			13,541.53
总市值 (亿美元)			8.95
流通市值 (亿美元)			8.95
近 3 月日均成交量 (万)			180.62
主要股东			
JD.com, Inc.			34.00%

股价表现



相关研究报告

公司具备多重核心护城河：1) 背靠京东，与头部品牌建立合作，形成高度战略协同；2) 公司打通“C2B+B2B+B2C”商业模式，形成产业链闭环，同时公司通过横向拓展+积极出海打开未来成长空间；3) 公司自主研发质检、评级、定价技术，形成技术护城河，公司积极拥抱 ESG，致力于可持续发展。

行业层面：3C 回收正迎来政策红利、市场内生增长与商业模式优化的三重驱动，行业拐点日益凸显。当前，国家层面推动“碳中和”和循环经济，出台了《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》等政策，鼓励“互联网+二手”和消费品以旧换新，为行业提供了有利的发展环境。国家层面已明确将“以旧换新”作为激发新消费、培育新动能的重要抓手，并为回收体系的规范化、规模化发展提供了强有力的制度保障与资金支持，这为行业创造了前所未有的有利环境。从市场空间看，我国庞大的手机闲置存量与当前仍处低位的正规回收率形成了鲜明对比，预示着未来拥有巨大的价值释放潜力，市场前景极为广阔。更值得关注的是，领先的互联网回收平台正通过构建线上线下融合的标准化回收网络、运用自动化检测与数据深度清除技术，有效解决长期困扰行业的定价不透明、隐私安全担忧等核心痛点，逐步建立起强大的用户信任和行业壁垒。

盈利预测：营收端：我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 209.5、262.4、323.6 亿元，分别同比增长 28.3%、25.2%、23.4%；**利润端，**我们预计公司 25-27 年集团经调整营业利润分别为 5.2、8.0、11.0 亿元，对应经调整净利润率分别为 2.5%、3.1%、3.4%。

风险提示：政策层面，公司业务受益于国家推动的循环经济与消费品“以旧换新”政策，但未来若相关政策的具体细则、补贴力度或执行范围发生不利调整，可能直接影响消费者换新意愿与公司的货源供给。行业与业务层面，二手 3C 行业格局高度分散，竞争激烈，价格战风险持续存在，可能挤压利润空间。公司虽已建立线下门店网络优势，但重资产运营模式下的租金、人力等固定成本存在压力。同时，二手商品非标特性及价格波动对供应链管理和品控能力提出持续挑战。多元化与出海方面，公司拓展的黄金、奢侈品等多品类回收业务以及海外市场（AHS Device），均面临新领域供应链差异、异地市场竞争与合规运营等不确定性。此外，作为高度依赖用户信任的行业，任何在数据隐私安全或质检标准公正性方面的问题都可能引发声誉风险。

目录

一、公司分析：国内循环经济龙头，3C 品类回收业务稳固，多品类打开成长空间.....	4
二、行业分析：循环经济获国家政策大力支持，“以旧换新”大趋势下市场前景广阔.....	10
三、财务分析：	14
四、盈利预测&估值：	17
五、风险提示&敏感性分析：	19
公司三表预测：	20

图目录

图表 1：公司主要产品解决方案优势.....	4
图表 2：万物新生体系内核心品牌.....	5
图表 3：公司历年与京东合作.....	6
图表 4：京东目前是万物新生第一大股东.....	6
图表 5：爱回收产业链布局.....	6
图表 6：爱回收门店数量.....	7
图表 7：爱回收门店数量类别占比（单位：%）.....	7
图表 8：爱回收全平台交易件数&同比（单位：百万件、%）.....	7
图表 9：爱回收营业收入&同比（单位：百万元、%）.....	7
图表 10：公司核心技术布局.....	8
图表 11：公司将 ESG 深度融入业务.....	9
图表 12：循环经济获国家政策大力支持.....	10
图表 13：3C 回收产业主要业务模式.....	11
图表 14：3C 回收产业链上下游.....	11
图表 15：中国以旧换新的手机交易额的渠道明细&同比（单位：十亿元、%）.....	12
图表 16：中国二手电子消费市场规模（单位：十亿元、%）.....	12
图表 17：中国手机回收交易额（单位：十亿元、%）.....	12
图表 18：国内头部二手回收平台对比.....	13
图表 19：公司收入业务分享（单位：百万元）.....	14
图表 20：公司营收地域分项（单位：百万元）.....	14
图表 21：公司营业利润&营业利润率（单位：百万元、%）.....	14
图表 22：公司 GaaP 净利润&GaaP 净利率（单位：百万元、%）.....	14
图表 23：公司经调整经营利润（单位：百万元、%）.....	15
图表 24：公司 Non-GaaP-净利润（单位：百万元、%）.....	15
图表 25：公司销售毛利率（单位：%）.....	15
图表 26：公司成本分项（单位：百万元）.....	15
图表 27：公司现金&现金等价物余额（单位：百万元、%）.....	16
图表 28：公司流动资产/流动负债.....	16
图表 29：公司员工人数.....	16
图表 30：公司人均创收（单位：万元/月）.....	16
图表 31：公司营收拆分（单位：百万元、%）.....	17
图表 32：可比公司估值.....	18
图表 33：公司 26 年营收敏感性分析（单位：百万元、%）.....	19

一、公司分析：国内循环经济龙头，3C 品类回收业务稳固，多品类打开成长空间

万物新生是国内循环经济龙头企业，公司以“爱回收”为核心聚焦 3C 品类回收业务，同时多品类回收拓展打开未来的成长空间。万物新生集团（REREN）作为国内循环经济领域的标杆企业，其核心壁垒在于以“爱回收”品牌构建的二手 3C 产品一体化平台，成功打通了覆盖 C2B 回收、B2B 交易与 B2C 零售的全产业链闭环。公司通过自动化质检与标准化定价体系显著提升了运营效率，其拍机堂平台的平均周转周期远优于行业平均水平，凸显出强大的供应链整合能力。在线下网络方面，公司门店已覆盖全国近 300 座城市，构筑了坚实的履约壁垒，并与京东战略股东深度协同，持续获得稳定的优质货源。在巩固 3C 核心业务基本盘的同时，公司战略性拓展至奢侈品、黄金、名酒等高价值品类回收服务，该业务采用轻资产平台模式实现快速增长，已成为公司清晰的第二增长曲线，有效提升了单用户价值并增强了客户粘性。此外，公司作为“中概股 ESG 标杆企业”，其业务模式深度契合国家绿色循环经济政策导向，通过延长电子产品生命周期贡献碳减排，彰显出显著的社会价值与可持续发展潜力。综合来看，万物新生凭借其在垂直领域构建的规模化网络、持续优化的运营效率以及前瞻性的多品类布局，有望在广阔的循环经济赛道中持续巩固其龙头地位。

图表 1：公司主要产品解决方案优势



资料来源：公司官网，中信建投

万物新生集团构建了以“爱回收”为核心的四大品牌矩阵，形成了覆盖二手 3C 产品全产业链的闭环生态。

1) **爱回收**：作为成立于 2011 年的 C2B 回收平台，是集团业务的流量与货源入口，通过线上线下融合模式（O2O）从消费者端回收二手产品，其广泛的线下门店网络构成了坚实的供应链基础。

2) **拍机堂**：作为 B2B 交易平台，于 2017 年左右上线，核心功能是将爱回收的标准化能力开放给行业，连接全国上百万商家，通过其全国（不含中国香港）七大运营中心实现高效的跨区域流通，将平均手机周转时间

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

缩短至约 3 天，远低于行业平均水平，扮演着集团内部的“效率引擎”角色。

3) 拍拍：则是在 2019 年与京东战略合并后纳入体系的 B2C 品质二手零售平台，它独家运营京东平台的二手业务，将经过严格质检的优品直接销售给消费者，是集团实现价值变现、完成从回收到销售闭环的关键终端。

4) AHS DEVICE：作为海外业务载体，负责将集团成熟的商业模式和技术能力向日本、瑞典等国际市场输出，为集团开辟全球增长的第二曲线。这四大品牌协同作用，共同构筑了万物新生从货源获取、标准化处理、高效流通到价值最终实现的强大竞争壁垒。

图表 2：万物新生体系内核心品牌

品牌	商业模式	功能	建立时间	战略定位
爱回收	C2B	前端回收平台，通过线上线下融合模式（O2O）从消费者端回收二手 3C 产品	2011	积累场景和供应链能力
拍机堂	B2B	二手 3C 产品交易平台，连接全国商家，提供分拣、标准定级、销售渠道等服务	2017	打造行业基础设施
拍拍	B2C	二手优品零售平台，主要面向终端消费者进行销售	2019	拓展到 2C 零售端消费者
AHS DEVICE	海外	负责集团的国际业务，将成熟的商业模式和技术能力向海外市场输出	2020	探索技术和能力输出，探索第二增长曲线

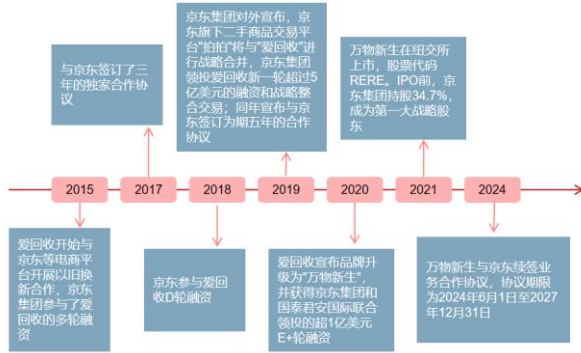
资料来源：公司官网，中信建投

我们认为，公司具备多重核心护城河：1) 背靠京东，与头部品牌建立合作，形成高度战略协同；2) 公司打通“C2B+B2B+B2C”商业模式，形成产业链闭环，同时公司通过横向拓展+积极出海打开未来成长空间；3) 公司自主研发质检、评级、定价技术，形成技术护城河，公司积极拥抱 ESG，致力于可持续发展。

1) 背靠京东，与头部电商品牌建立合作，形成高度战略协同：万物新生集团与京东的战略协同是其商业模式的核心基石，这种深度绑定关系为公司提供了持续稳定且高质量的货源保障，根据 Wind 数据，截至 25Q3 财报，京东作为万物新生的第一大机构股东持股达 34%，双方的协同效应最直接的体现是在“以旧换新”这一核心场景中。作为京东平台的独家二手 3C 回收和以旧换新供应链伙伴，万物新生深度承接了来自京东海量用户的换新需求。例如，在 2025 年“618”大促期间，来自京东渠道的手机 3C 数码以旧换新订单量同比增长高达 100%。万物新生在 2024 年 6 月成功完成了与京东的业务合作续签，进一步明确了战略资源支持，巩固了长期合作的确定性。

同时，万物新生还积极拓展与其他头部品牌的合作，构建了一个多元化的战略协同网络。公司已与苹果、华为、荣耀、小米等主流手机品牌建立了官方合作，特别是苹果的官方以旧换新业务，在 2024 年为公司贡献了一定体量的产品收入，凸显了品牌合作的价值。

图表 3：公司历年与京东合作



资料来源：公司官网，中信建投

图表 4：京东目前是万物新生第一大股东



资料来源：Wind，中信建投

2) 公司打通“C2B+B2B+B2C”商业模式，形成产业链闭环，同时公司通过横向拓展+积极出海打开未来成长空间；通过深度整合“C2B（爱回收）+B2B（拍机堂）+B2C（拍拍）”商业模式，构建了覆盖二手 3C 产品回收、检测、流通至再销售的全产业链闭环。在此基础上，公司积极推进多品类拓展与海外市场布局，为长期增长注入强劲动力。公司的核心竞争优势在于其一体化的产业链布局。前端通过爱回收（C2B）负责货源回收，截至 2025 年第三季度，其线下门店已达 2195 家，覆盖全国 298 座城市，上门回收团队规模达 1,962 人，确保了稳定且规模化的货源输入。中台则依靠拍机堂（B2B）作为高效分销平台，利用竞拍模式连接注册商家，将平均周转周期缩短至约 3 天，远低于行业平均水平的 10 天，显著提升了商品流转效率。最终，通过拍拍（B2C）进行价值实现，为消费者提供标准化的二手优品零售服务。

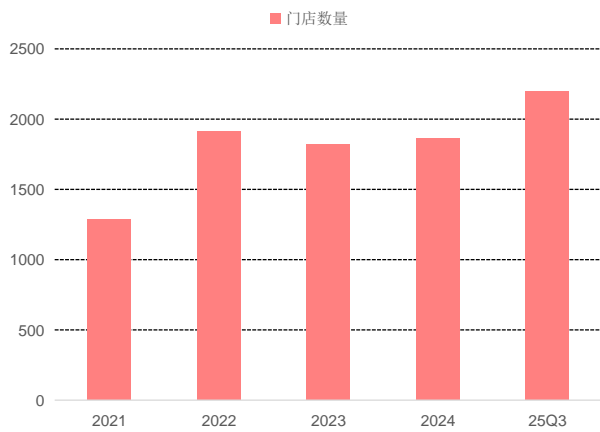
图表 5：爱回收产业链布局



资料来源：公司官网，中信建投

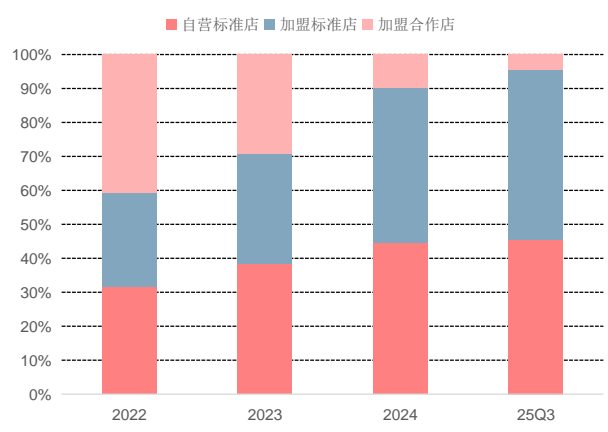
万物新生在持续巩固其二手 3C 品类核心业务的同时，自 2022 年起战略性推进多品类回收业务，将服务拓展至箱包、腕表、黄金、名酒、鞋服等高附加值闲置物品领域。这一战略有效利用了公司庞大的线下门店网络和成熟的履约能力，旨在提升单用户价值与服务频次。截至 2025 年第三季度末，已有 1009 家爱回收门店开通了多品类回收服务。该业务增长势头强劲，第三季度多品类回收交易额同比大幅增长 95%，显示出其在成为公司清晰的第二增长曲线方面的巨大潜力。

图表 6：爱回收门店数量



资料来源：公司官网，中信建投

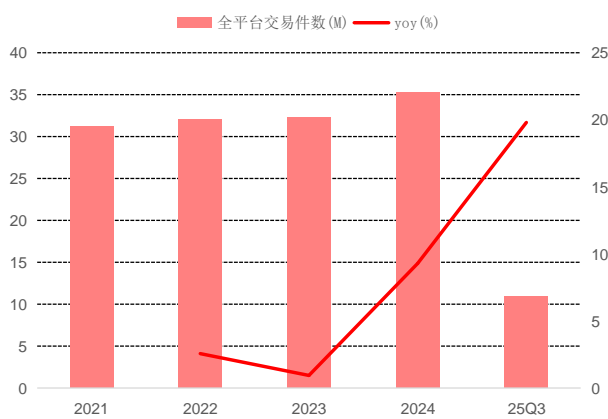
图表 7：爱回收门店数量类别占比（单位：%）



资料来源：公司官网，中信建投

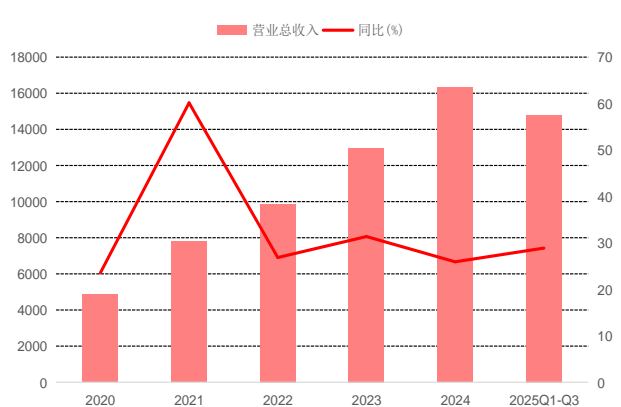
在积极开拓国内新业务的同时，万物新生也通过 AHS Device 将国内已验证的成熟商业模式和技术能力向海外市场输出，挖掘美国、日本、印度等国际市场的潜力，为集团开辟全球增长的第二曲线。

图表 8：爱回收全平台交易件数&同比（单位：百万件、%）



资料来源：公司官网，中信建投

图表 9：爱回收营业收入&同比（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，中信建投

3) 公司自主研发质检、评级、定价技术，形成技术护城河，公司积极拥抱 ESG，致力于可持续发展。万物新生集团在构建其循环经济商业模式的过程中，核心技术能力的建设是其最坚固的护城河，而将 ESG 理念深度融入企业战略则确保了其发展的可持续性。公司面对二手电子产品“非标准化”这一行业核心痛点，通过自主研发建立了一套覆盖质检、评级、定价全流程的技术解决方案。在质检环节，公司投入自动化检测设备，能够在 1-2 秒内检验出手机是否有过拆修，并在约 3 分钟内完成对手机外观、功能和性能的全面检测，大幅提升了检测效率和准确性。更重要的是，公司探索出一套系统化、标准化的产品评估体系，包含 38 项质检标准和 36 个质检等级，以屏幕划痕为例，就细分为显示度、长度、深度和触感等多维指标，并最终以“一机一图一报告”的形式呈现，极大增强了交易的透明度与信任度。在定价环节，万物新生依托多年积累的交易数据，通过大数据和算法模型进行智能定价，提升了流通效率，其拍机堂 B2B 平台能将平均周转周期缩短至远低于行业平均水平的 3 天。这套技术体系不仅服务于自身业务，更赋能了产业链上的超百万中小商家，推动了整个行业的标准化与规范化发展。

图表 10：公司核心技术布局

后端自动化处置能力	“拍照盒子”系统	基于计算机视觉、针对手机细微划痕自动检测
	“007”系统	硬件产品功能自动插线和检测
	“X-Ray”系统	不拆机即可拍照识别手机部件是否有更换和拆修
	拍照魔方	多角度商品高清图片自动拍摄
	拍照魔镜	高精度识别屏幕老化、坏点和其他瑕疵
	AGV 无人运输车	实现货物自动搬运和装卸
	自动化传送带	实现二手商品在仓库内的快速、有序流转
	分拣机械臂	根据商品信息自动识别、抓取并分类放置
大数据智能定价算法	存储系统	对回收商品进行标准化、高密度、可追溯的仓储管理
	万物新生基于交易大数据积累开发了智能价格引擎，解决 B2B 平台 SKU 众多、价格实时波动、复杂性高的问题，提升了平台定价的准确率和时效性，充分匹配买家卖家报价，提升了商家在平台的交易体验和交易效率。	
赋能前端质检	智能验机工具 一机大侠	帮助小商家检查手机部件是否更换、手机功能、电池寿命及二手设备的诸多关键功能，数据回传后提供即时报价，帮助商家实现高效的质检与定价，促进回收交易。
	自助回收机手机回收界的“ATM”	用户可根据设备提示流程，将手机放入 MTA 自助回收机中进行回收，操作便捷，2 分钟内可以完成质检与估价。此外，用户能够即时拿到回收款。
	数据与隐私保护自主研发“爱清除”	针对用户隐私易泄露的行业痛点，万物新生自主研发隐私清除系统—爱清除，通过多次数据擦写、覆盖，杜绝在流通过程中发生用户数据被恶意恢复的情况

资料来源：公司官网，中信建投

万物新生将“科技环保，商业向善”的价值观贯穿于运营始终，并设定了明确的量化目标。公司宣布以 2024 年为基准，至 2030 年将范围一和范围二的温室气体排放强度降低 35%，范围三的温室气体排放强度降低 50%。其 ESG 实践直接体现在业务成果上，通过延长电子产品生命周期，相当于减少了大量新机生产带来的碳排放。对于无使用价值的废旧电子产品，公司委托有资质的第三方进行环保拆解，2024 年负责任地处置了 13.7 万台设备，减少电子产品污染 21.92 吨。此外，公司内部在仓储、包装、物流等环节全面推行绿色运营，例如通过智能库存管理提升坪效，并大量回收再利用包装材料。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

万物新生在可持续发展领域的努力获得了国内外权威机构的高度认可，这进一步提升了其品牌公信力。2024年，公司的案例作为国内二手行业唯一代表，入选了联合国全球契约组织（UNGC）发布的《“二十年二十佳”在华企业可持续发展案例集》。更值得一提的是，在2025年10月，公司凭借其在推动“无废世界”方面的贡献，成功入围全球极具声望的环保奖项——“为地球奋斗奖”的决赛。这些国际性的荣誉，不仅是对万物新生商业模式的肯定，也印证了其ESG实践达到了全球水准。

图表 11：公司将 ESG 深度融入业务


资料来源：公司官网，中信建投

二、行业分析：循环经济获国家政策大力支持，“以旧换新”大趋势下市场前景广阔

3C 回收正迎来政策红利、市场内生增长与商业模式优化的三重驱动，行业拐点日益凸显。当前，国家层面推动“碳中和”和循环经济，出台了《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》等政策，鼓励“互联网+二手”和消费品以旧换新，为行业提供了有利的发展环境。国家层面已明确将“以旧换新”作为激发新消费、培育新动能的重要抓手，并为回收体系的规范化、规模化发展提供了强有力的制度保障与资金支持，这为行业创造了前所未有的有利环境。从市场空间看，我国庞大的手机闲置存量与当前仍处低位的正规回收率形成了鲜明对比，预示着未来拥有巨大的价值释放潜力，市场前景极为广阔。更值得关注的是，领先的互联网回收平台正通过构建线上线下融合的标准化回收网络、运用自动化检测与数据深度清除技术，有效解决长期困扰行业的定价不透明、隐私安全担忧等核心痛点，逐步建立起强大的用户信任和行业壁垒。

图表 12：循环经济获国家政策大力支持

发布时间	发布机构	文件名称	核心内容概要（与二手手机/二手经济相关）
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》	提出完善绿色低碳循环发展的流通和消费体系，为二手商品交易创造政策环境。
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，鼓励“互联网+二手”模式，完善二手手机等商品的鉴定、评估和分级标准。
2022 年 1 月	国家发展改革委、商务部等部门	《促进绿色消费实施方案》	明确提出“拓宽闲置资源共享利用和二手交易渠道”，推动绿色消费。
2022 年 5 月	深圳市发展和改革委员会等六部门	《深圳市关于促进消费持续恢复的若干措施》	地方性具体实践：对符合条件的企业在深圳回收旧机并翻新出售的，按销售额的 5% 给予补贴。
2024 年 1 月	商务部等 9 部门	《关于健全废旧家电家具等再生资源回收体系的通知》	提出发展“互联网+”回收模式，鼓励采用“互联网+”二手流通方式，健全回收体系。
2024 年 7 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》	顶层设计：明确提出“支持二手商品流通交易”，为包括二手手机在内的二手市场规范化发展提供根本遵循。

资料来源：各机构官网，中信建投

当前，中国二手回收行业已形成以“互联网+回收”为核心，线上线下融合的多元化商业模式。行业主流模式主要包括 C2B（消费者对企业）、B2C（企业对消费者）、C2B2C（消费者-平台-消费者）、B2B（企业对企业）、C2C（消费者对消费者）以及线下固定回收和流动回收等。二手交易中存在信息不对称导致的信任难题，因此，爱回收等平台通过提供质检、估价、质保和售后等标准化服务能够有效建立护城河。

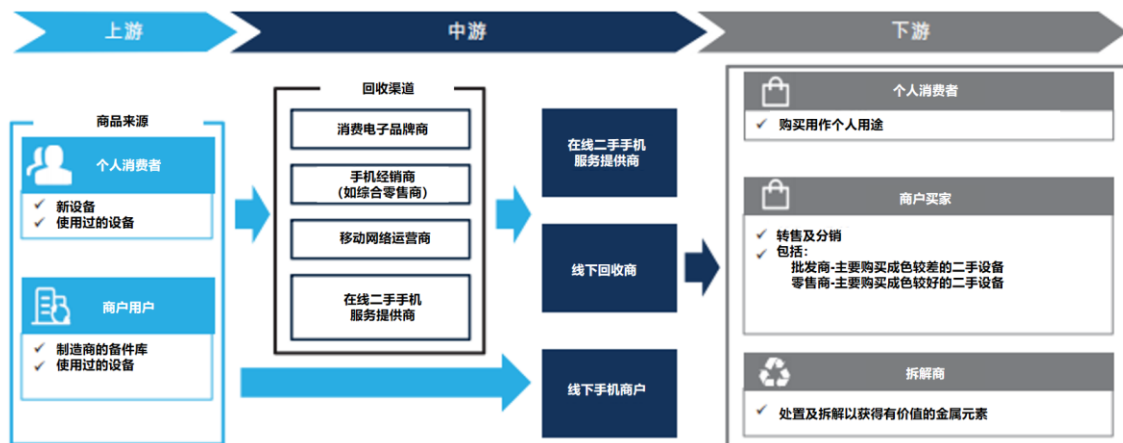
图表 13: 3C 回收产业主要业务模式

商业模式	模式概述
C2C (消费者对消费者)	平台作为信息中介, 连接个人卖家和买家, 不提供质检、定价等深度服务。交易也可在双方间直接进行。
C2B2C (消费者对企业对消费者)	公司作为中间平台, 为交易双方提供质检、质保、定价评估和售后等服务, 以解决信息不透明问题。
C2B (消费者对企业)	公司通过线上回收、线下建店或与零售店合作从消费者处回收产品。回收的产品通常会通过 B2B 或 B2C 模式再次流入市场。
B2C (企业对消费者)	公司以自营模式整合资源, 通过线上或线下渠道向消费者销售产品并提供售后, 以解决消费者对质量的担忧。
B2B (企业对企业)	公司为中小商户提供批量交易选项, 有助于缩短交易流程。并可提供认证、定价建议和优化库存周转等服务。

资料来源: 《闪回科技招股说明书》, 中信建投

国内 3C 电子产品回收产业链已形成从消费者端回收、中端质检分级到后端再流通或资源化利用的完整体系。上游是广大的个人消费者, 产生了海量的闲置手机, 据估算“十四五”时期闲置总量将达 60 亿部, 但长期以来正规回收率偏低, 大量手机被闲置, 其核心瓶颈在于用户对数据安全的担忧、回收渠道不便以及价格不透明。中游主要包括爱回收(万物新生)这类平台企业, 它们通过线上线下融合的回收网络(如上门回收、线下门店、与电商平台及手机品牌商合作)收集产品, 并利用自动化检测、大数据估价等技术手段对非标品进行标准化质检、定级与数据清除。下游则根据产品状态分流: 成色较佳的设备, 或设备经过翻新后进入 B2C 或 C2C 二级市场销售; 有部分价值的设备可拆解零部件用于维修; 无法使用的设备则交由有资质的环保企业进行拆解, 提炼金、银、钯等贵金属, 实现资源再生。

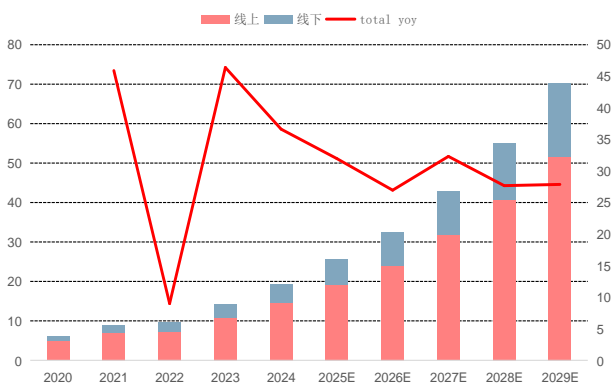
图表 14: 3C 回收产业链上下游



资料来源: 《闪回科技招股说明书》, 中信建投

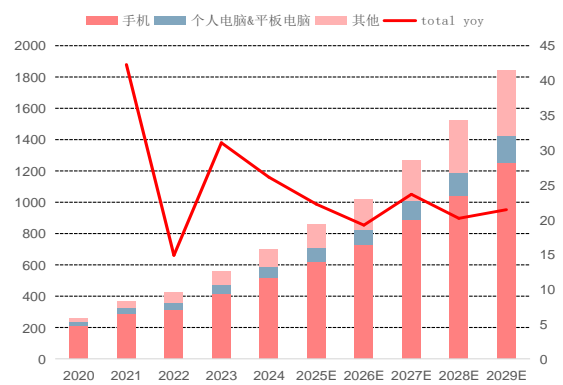
根据弗若斯特沙利文数据，以流转交易额（涵盖消费者与消费者、消费者与商户、商户与商户之间的交易）计算，2020-2024年中国二手消费电子市场已从人民币2,599亿元增长至人民币7,020亿元，复合年增长率达到28.2%。其中，手机品类占据主导地位，其2024年的市场份额约为74%。根据弗若斯特沙利文预测，二手消费电子市场将持续增长，至2029年交易规模有望达到人民币18,456亿元，预测期内的复合年增长率将保持可观。消费者处理废旧或闲置电子产品的需求日益增长，正持续推动该领域活动的活跃度。

图表 15：中国以旧换新的手机交易额的渠道明细&同比（单位：十亿元、%）



资料来源：《闪回科技招股说明书》，中信建投

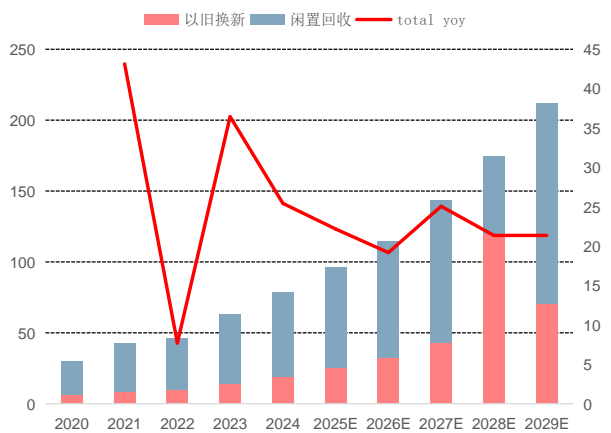
图表 16：中国二手电子消费市场规模（单位：十亿元、%）



资料来源：《闪回科技招股说明书》，中信建投

中国手机回收市场正展现出强劲的增长势头，其中，以旧换新渠道的表现尤为突出，根据《闪回科技招股书》数据，以旧换新渠道交易额从2020年的61亿元迅猛增长至2024年的194亿元，复合年增长率高达约33.5%，并预计到2029年将进一步达到约702亿元，显示出这一模式在政策推动下的巨大潜力。市场供需格局呈现“供不应求”的状态，且这一趋势预计在未来一段时间内将持续。2024年，消费者销售端的二手手机市场规模已达到947亿元，显著高于回收端规模，凸显了终端需求的旺盛。此外，闲置回收市场也是潜在增量，其交易额从2020年的约238亿元增长至2024年的约595亿元，并预计在2029年攀升至约1,415亿元。

图表 17：中国手机回收交易额（单位：十亿元、%）



资料来源：《闪回科技招股说明书》，中信建投

国内头部二手回收平台已形成差异化竞争格局。闲鱼作为阿里巴巴旗下平台，主打 C2C 全品类闲置交易，其核心优势在于庞大的用户流量和活跃的社区生态，月活跃用户 (MAU) 显著领先。转转早期模式与闲鱼类似，但近年来已全面转向 C2B2C 的“官方验”模式，专注于二手手机等 3C 品类，其优势在于腾讯投资背景以及提供的质检服务。爱回收（万物新生集团）则深耕 C2B2C 垂直模式，核心是手机 3C 数码产品的回收与销售，其核心竞争力在于与京东、苹果等新机销售精准场景的以旧换新深度合作，以及 2000+ 门店及近 2000 人上门团队的线下履约交付网络。闪回科技同样专注于手机回收市场，采用类似的 C2B2C 模式，但其规模体量与头部玩家差距较大，并且业务上对小米等上游合作伙伴存在较高依赖。

爱回收的突出优势在于其构建的闭环生态系统和稳健的盈利能力。通过整合“C2B 回收（爱回收）-B2B 平台交易（拍机堂）-B2C 零售（拍拍）”全链条，并与京东的线上流量和线下门店网络深度协同，爱回收建立了强大的供应链控制能力和成本效率，实现了连续多个季度的盈利。这种对优质货源的掌控、标准化的运营流程以及在核心品类中已验证的可持续商业模式，构成了爱回收在激烈市场竞争中的核心壁垒。

图表 18：国内头部二手回收平台对比

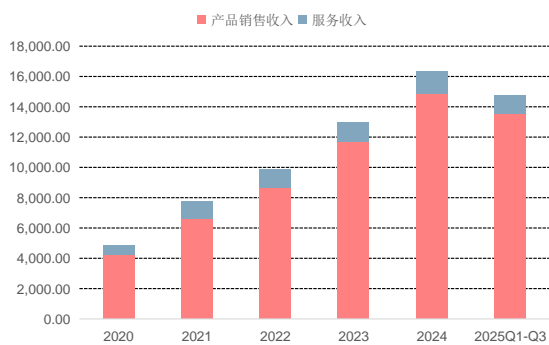
平台	成立时间	主要股东	核心品类	商业模式	线下门店
爱回收	2011 年	京东	电子产品，逐步拓展至奢侈品等其他品类	C2B+B2B+B2C	2195 (截至 25Q3)
闲鱼	2014 年	阿里巴巴	全品类	C2C 平台	<10
转转	2015 年	58 集团、腾讯	全品类，主要聚焦 3C	C2B2C	1000+
闪回科技	2016 年	小米、同创伟业	手机及配件	C2B2C	<10

资料来源：各公司官网，中信建投

三、财务分析：

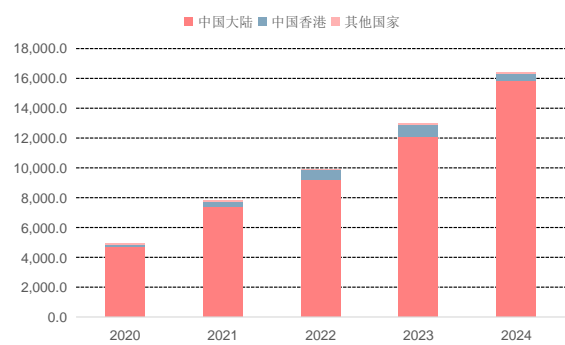
爱回收营收稳健增长，收入主要来自产品收入和服务收入，从地域上来看收入主要来自于中国大陆。万物新生在 2025 年展现出稳健的增长态势，2025 年第三季度，集团总收入达 51.5 亿元，同比增长 27.1%，其中作为营收核心引擎的 1P（自营）产品销售收入为 47.3 亿元(yoy+28.7%)，而 3P（平台）服务收入则贡献了 4.2 亿元(yoy +11.6%)。业务亮点主要体现在两个方面：一是面向消费者（to C）的零售业务增长显著，第三季度 1P 业务中 to C 收入同比增长超过 70%，占比提升至 36.4%，这反映了公司强化自营商品零售策略的成功；二是多品类回收业务迅猛发展，截至第三季度末，已有 1009 家门店开通箱包、黄金等回收服务，该业务交易额同比增长 95%，成为重要的增长点。在线下基础设施方面，公司持续巩固其网络优势，门店覆盖全国近 300 座城市。

图表 19：公司收入业务分享（单位：百万元）



资料来源：Wind，中信建投

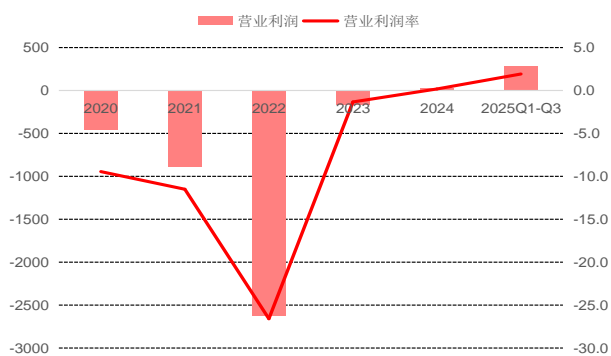
图表 20：公司营收地域分项（单位：百万元）



资料来源：Wind，中信建投

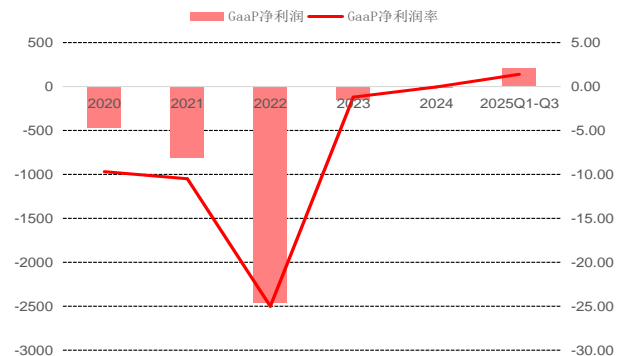
随着公司规模效应凸显，公司利润率持续改善，营业利润&净利润持续提升。集团在 2025 年展现出显著的规模效应，其盈利能力的持续改善得益于“场景+供应链”战略的有效执行与精细化的运营管理。2023-2025Q1-Q3 公司营业利润分别为-1.7、0.3、2.8 亿元，对应营业利润率分别为-1.3%、-0.2%、1.9%；公司 GaaP 净利润分别为-1.6、-0.08、2.1 亿元，对应 GaaP 净利率分别为-1.21%、-0.05%、1.39%。

图表 21：公司营业利润&营业利润率（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，中信建投

图表 22：公司 GaaP 净利润&GaaP 净利率（单位：百万元、%）

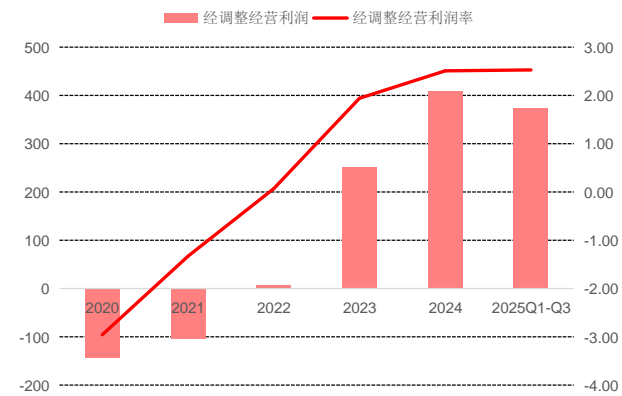


资料来源：Wind，中信建投

公司经调整净利率保持稳定，预计后续有望进一步增长。2023-2025Q1-Q3 公司经调整经营利润分别为 2.5、

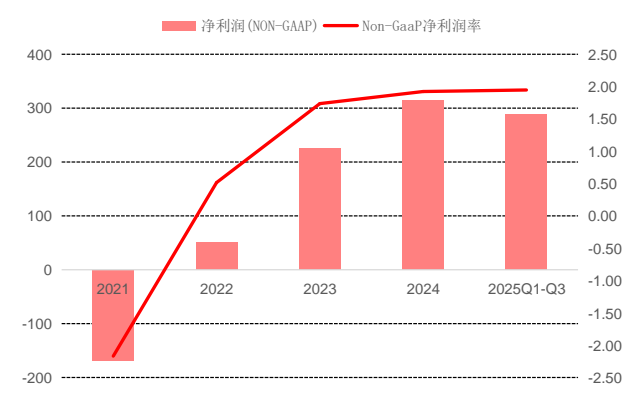
4.1、3.7 亿元，对应经调整净利润率保持稳定，分别为 1.94%、2.51%、2.53%；公司 Non-GAAP 净利润分别为 2.3、3.1、2.9 亿元，对应 Non-GAAP 净利润率分别为 1.74%、1.92%、1.95%。展望未来，随着公司持续加强自营商品的 toC 零售能力，并积极拓展黄金、奢侈品等高增长潜力的多品类回收业务（其三季度交易额同比增长 95%），这些战略举措有望进一步优化利润结构。此外，公司预计 2025 年第四季度营收将继续保持可观增长，结合其宣布的将于 2025 年至 2027 年间将年度 Non-GAAP 净利润不低于 60% 的比例返还给股东的股东回报计划。

图表 23：公司经调整经营利润（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，中信建投

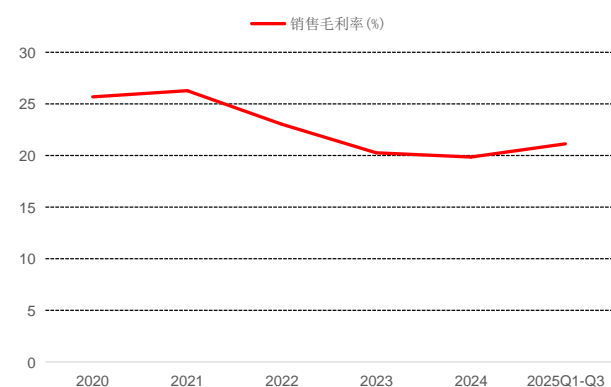
图表 24：公司 Non-GAAP-净利润（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，中信建投

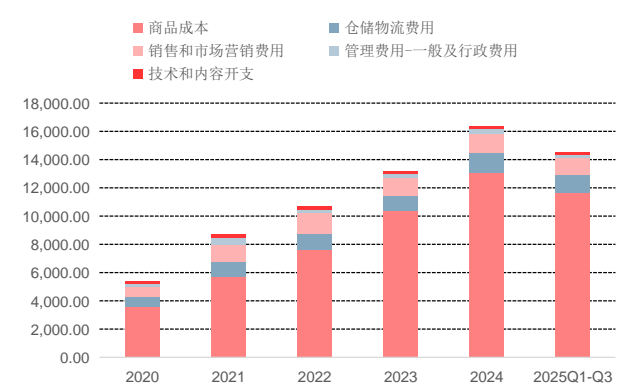
公司成本费用端主要包括商品成本、仓储物流费用、销售费用、管理费用、研发费用；公司毛利率维持稳定，费用率持续降低。2023-2025Q1-Q3 公司毛利率分别为 20.3%、19.9%、21.1%，随着公司规模效应凸显，公司毛利率逐步回升；在费用端，公司 2023-2025Q1-Q3 履约费用（以质检、物流、仓储费用为主）率分别为 8.7%、8.5%、8.6%；销售费用率分别为 9.6%、8.4%、8.0%；管理费用率分别为 2.1%、1.9%、1.5%；研发费用率分别为 1.5%、1.3%、1.2%；公司费用率呈现降低趋势，总费用率分别为 21.9%、20.0%、19.4%，未来利润率有望进一步提升。

图表 25：公司销售毛利率（单位：%）



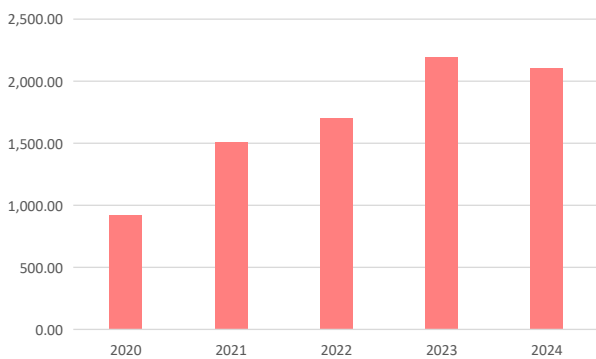
资料来源：Wind，中信建投

图表 26：公司成本分项（单位：百万元）

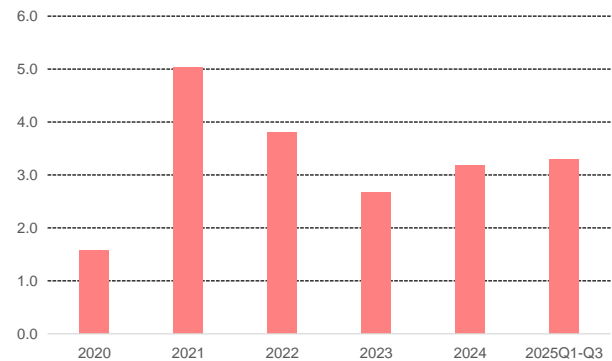


资料来源：Wind，中信建投

公司现金流充足，资产负债表健康，偿债能力突出。截至 2025 年第三季度末，集团持有的现金及现金等价物、受限资金、短期投资及第三方支付平台账户余额总计达到 25.4 亿元，为公司运营和潜在投资提供了坚实的资金保障。从流动性来看，公司经营性现金流持续表现强劲，已实现连续多个季度的净流入，这反映了其主营业务强大的自我造血能力。在负债结构方面，公司保持了相对健康的水平，2023-2025Q1-Q3 公司流动比率（流动资产/流动负债）为 2.7、3.2、3.3；其充足的现金储备能够有效覆盖短期债务，显示出较强的短期偿债能力。公司坚实的现金储备、持续产生的经营性现金流以及稳健的负债结构，共同构筑了万物新生健康的财务基本面，为其在循环经济领域的持续扩张和风险抵御提供了有力支撑。

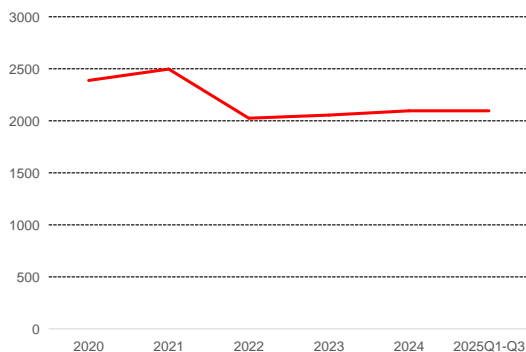
图表 27：公司现金&现金等价物余额（单位：百万 元、%）


资料来源: Wind, 中信建投

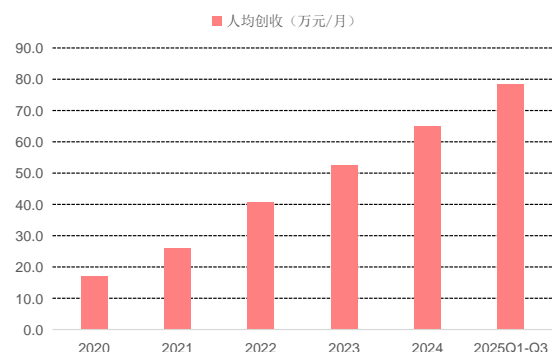
图表 28：公司流动资产/流动负债


资料来源: Wind, 中信建投

公司人均创收持续走高，代表公司效率不断增长。集团人均创收的持续走高，是其运营效率优化和规模效应强化的直接体现。这种效率提升得益于其自动化运营体系的深入应用，例如 Matrix 自动化质检系统提升了标准化水平和处置效率，以及线下门店和上门回收团队构成的实体网络所产生的协同效应。人均创收的提升并非单纯源于业务量的增长，更深层次的原因在于其贯穿“回收-检测-销售”全链路的精细化运营管理和技术驱动，最终推动了公司盈利能力的整体性增长。

图表 29：公司员工人数


资料来源: Wind, 中信建投

图表 30：公司人均创收（单位：万元/月）


资料来源: Wind, 中信建投

四、盈利预测&估值：

营收端：我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 209.5、262.4、323.6 亿元，分别同比增长 28.3%、25.2%、23.4%；分业务来看：

1) **产品收入：**预计 25-27 年营收分别为 192.7、243.3、301.7 亿元，分别同比增长 29.8%、26.3%、24.0%；对应毛利率分别为 13.0%、13.5%、14.0%；

2) **服务收入：**预计 25-27 年营收分别为 16.9、19.1、21.9 亿元，分别同比增长 13.5%、13.2%、15.0%；

利润端，我们预计公司 25-27 年集团经调整营业利润分别为 5.2、8.0、11.0 亿元，对应经调整净利润率分别为 2.5%、3.1%、3.4%。

图表 31：公司营收拆分（单位：百万元、%）

	2,020	2,021	2,022	2,023	2,024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,858	7,780	9,869	12,966	16,328	20,953	26,237	32,363
<i>yoy</i>		60.15%	26.85%	31.37%	25.93%	28.32%	25.22%	23.35%
产品-净收入	4,244	6,655	8,677	11,658	14,844	19,268	24,330	30,169
<i>Of total</i>	87.36%	85.54%	87.91%	89.92%	90.91%	91.96%	92.73%	93.22%
<i>yoy</i>		56.81%	30.38%	34.36%	27.33%	29.80%	26.27%	24.00%
毛利率	14.93%	13.82%	12.45%	11.32%	11.52%	13.00%	13.50%	14.00%
服务收入	614.18	1,125	1,193	1,307	1,484	1,685	1,907	2,194
<i>Of total</i>	12.64%	14.46%	12.09%	10.08%	9.09%	8.04%	7.27%	6.78%
<i>yoy</i>		83.23%	5.99%	9.62%	13.50%	13.51%	13.23%	15.00%
毛利润	1,248	2,045	2,273	2,627	3,242	4,451	5,772	7,120
<i>yoy</i>		63.88%	11.15%	15.58%	23.41%	37.28%	29.70%	23.35%
毛利率	25.68%	26.28%	23.03%	20.26%	19.85%	21.24%	22.00%	22.00%
经调整营业利润	-144	-103	7	252	409	521	803	1,100
经调整营业利润率	-2.96%	-1.33%	0.07%	1.94%	2.51%	2.49%	3.06%	3.40%

资料来源：Wind，中信建投

我们选取美国和日本头部二手业务公司作为估值可比公司,包括: ThredUp(美国二手服装寄售电商平台)、The RealReal(美国奢侈品二手交易平台)、Carvana(美国二手车交易平台)、Mercari(头部 C2C 平台日本版“闲鱼”),考虑到国内循环经济发展潜力与明年二手手机业务或因为存储涨价受益的行业 Beta 逻辑,叠加公司作为国内龙头回收平台,与较高的资源和技术护城河,我们给予万物新生 26 年 15 倍 EV/EBITDA 估值,对应目标价为 7.7 美元,首次覆盖给予“买入”评级。

图表 32: 可比公司估值

公司	代码	业务	26E-EV/EBITDA	27E-EV/EBITDA
ThredUp	TDUP	美国二手服装寄售电商平台	48.28	30.86
The RealReal	REAL	美国奢侈品二手交易平台	34.31	24.59
Carvana	CVNA	二手车交易平台	28.71	22.76
Mercari	4385 JT	综合性二手交易平台,日本版“闲鱼”	14.76	13.19
average			31.52	22.85

资料来源: Wind, 中信建投

五、风险提示&敏感性分析：

风险提示：政策层面，公司业务受益于国家推动的循环经济与消费品“以旧换新”政策，但未来若相关政策的具体细则、补贴力度或执行范围发生不利调整，可能直接影响消费者换新意愿与公司的货源供给。行业与业务层面，二手 3C 行业格局高度分散，竞争激烈，价格战风险持续存在，可能挤压利润空间。公司虽已建立线下门店网络优势，但重资产运营模式下的租金、人力等固定成本存在压力。同时，二手商品非标特性及价格波动对供应链管理和品控能力提出持续挑战。多元化与出海方面，公司拓展的黄金、奢侈品等多品类回收业务以及海外市场（AHS Device），均面临新领域供应链差异、异地市场竞争与合规运营等不确定性。此外，作为高度依赖用户信任的行业，任何在数据隐私安全或质检标准公正性方面的问题都可能引发声誉风险。

敏感性分析：考虑到 2026 年产品收入与服务收入存在一定不确定性，因此对公司 2026 年营收做出敏感性测算如下：

图表 33：公司 26 年营收敏感性分析（单位：百万元、%）

	产品收入增速	乐观	中性	悲观
服务收入增速		35%	25%	20%
乐观	18%	28,000	26,073	25,110
中性	14%	27,932	26,006	25,042
悲观	19%	28,017	26,090	25,126

资料来源：Wind，中信建投

公司三表预测：

万物新生财务预测（单位：百万元、%）：

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4169	4399	5222	6410	营业收入	16328	20953	26237	32363
现金	2554	2338	2649	3236	营业成本	13086	16502	20465	25243
预付账款	598	767	961	1185	销售和管理费用	1674	2095	2611	3155
存货	535	675	837	1032	研发费用	210	256	321	356
非流动资产	921	1072	1149	1174	营业利润	-24	406	737	1046
资产总计	5091	5470	6371	7583	归属母公司净利润	-8	322	573	803
流动负债	1307	1364	1692	2094	EBITDA	190	449	803	1133
非流动负债	89	89	89	97	经调整归母净利润	314	424	618	874
负债合计	1396	1453	1781	2191	经调整营业利润	410	521	803	1100
归属母公司股东权益	3695	4017	4589	5392					
负债和股东权益	5091	5470	6371	7583	主要财务比率				
					会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
现金流量表(百万元)					营业收入(%)	25.9	28.3	25.2	23.3
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	毛利率(%)	19.9	21.2	22.0	22.0
经营活动现金流	643	207	460	688	经调整归母净利率(%)	1.9	2.0	2.4	2.7
投资活动现金流	-424	-202	-157	-127	经调整营业利润率(%)	2.5	2.5	3.1	3.4
筹资活动现金流	-308	-221	9	26	资产负债率(%)	27.4	26.6	28.0	28.9
现金净增加额	-89	-216	312	587	流动比率	3.2	3.2	3.1	3.1

资料来源：IFind，中信建投

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024 新财富海外市场研究第五名；2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围；2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

向锐

海外团队分析师，中国人民大学金融学硕士，2022 年加入中信建投研究发展部海外团队，主要覆盖游戏/电商/SaaS/美股 AI 科技等方向，擅长前瞻性判断产业趋势及个股 alpha，2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围、2024 年新财富港股及海外最佳研究团队上榜核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk