下载日志已记录，仅供内部参考

华泰证券 HUATAI SECURITIES

新消费系列报告 2：万亿循环经济的黄金时代

华泰研究

2026 年 7 月 06 日 | 中国内地　　深度研究

二手经济：消费环境成熟、理性消费下的存量“淘金”

我们认为二手经济并非消费降级催生的阶段风口，而是经济发展及消费理念趋于成熟后的时代趋向，当前正处于供需共振、政策支持与商业模式持续优化的黄金发展期：供给端，过去 30 年经济高速发展储备的优质闲置商品，叠加宏观经济提质换挡期居民“断舍离”意愿增强，为市场提供了充裕供给和周转效率。需求侧，理性务实和质价比消费观深化亦带动了二手渠道渗透率提升。政策端，国家密集出台“以旧换新”与循环经济相关政策，为行业合规、高速发展注入强心剂。基于此，中观维度我们看好受益 AI 产品迭代浪潮的二手消费电子细分赛道，具备全产业链平台能力的龙头有望凭借品牌信任背书和规模壁垒实现强者恒强，推荐兼具 β + α 利润弹性的板块龙头万物新生，关注转转（未上市）、闲鱼（未上市）、闪回科技（未上市）等。

我国万亿蓝海市场头部已初具规模；镜鉴海外，渗透率仍有提升空间

当前我国二手市场已驶入万亿蓝海市场，2024 年总交易额 1.69 万亿元(2020-2024 CAGR 12.1%)，线上二手电商渗透率从 2015 年 4.7%提升至 2024 年 38.9%，线下亦有零售点/履约点同步增长。格局上已形成以万物新生、闲鱼、转转等为代表的清晰头部梯队，龙头凭借庞大流量池与全流程履约保障优势建立深厚壁垒。镜鉴海外成熟市场，二手产业长期增长中枢高于一手市场，经济受内/外生冲击调整后短期内二手产业往往有更高增速；渗透率角度，我国核心品类渗透率或流转率对标海外发达国家仍有较大发展潜力，如 24 年我国二手手机旧机回收率 17.1%vs 美/日 55%以上（F&S）。

优选品类赛道：消费电子、奢侈品等高流通价值品类景气度更高

聚焦细分赛道，我们看好以二手 3C 电子、二手奢侈品为代表的高流通价值二手经济赛道率先规模化落地。具体而言，二手交易具备更高的沟通及鉴定成本，而低价值商品（如图书等）相较于一手产品价格优势不大、单均利润空间微薄，居民需求亦相对有限，易陷入规模不经济的泥沼。相比之下高流通价值品类高客单、高残值、存量庞大，供给充沛且需求韧性更强，可介入标准化服务以破解二手交易信任痛点，利润空间亦可覆盖中后端履约费用，天然更适合规模化扩张。

货源与信任：渠道型企业的核心壁垒

二手交易存在信息不对称，优质货源获取能力及履约信任构建是产业链隐形壁垒。传统的 C2C 交易更“轻”，但无法根除虚假定价、售后缺失等核心痛点，交易摩擦高昂限制其规模化、标准化发展。B 端介入的 C2B2C 及 B2B2C 类“重”模式通过将非标品转化为具备统一分级标准化产品、提供透明质检及质保服务等方式，重塑二手履约链条并大幅降低买卖双方交易摩擦，有望虹吸优质供给、构建信任壁垒、进而做大市场规模。因此我们认为，具备纵向整合全产业链能力、实现资源协同的龙头有望在竞争中脱颖而出。

我们与市场观点的不同之处？

过去市场常把二手交易当作顺周期较弱环境下的替代性消费，并担忧渠道商天然的低利润率瓶颈。而我们认为：1）日本中古市场与美国循环零售的长期扩容表明，二手经济是消费社会成熟后的自然产物。当居民物质存量积累到一定阶段，消费关注点从“拥有更多”转向“使用效率更高”，二手流通、以旧换新等模式也融入主流零售体系，发展中优质供给的迭代周期加快是重要驱动。2）B 端介入中间环节后，行业龙头通过规范履约能够长期锁定优质供给，形成规模效应和品牌信任壁垒，以更高的周转放大可持续盈利能力。

风险提示：消费者心智建设进展不及预期，二手商品供给和行业痛点解决不及预期，行业竞争加剧，信用体系建设不及预期。

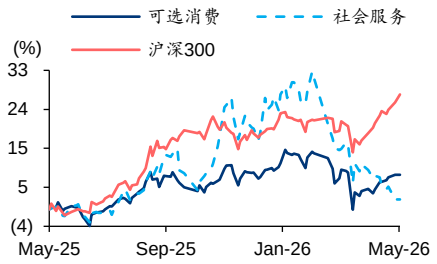
可选消费	增持（维持）
社会服务	增持（维持）

樊俊豪　研究员
SAC No. S0570524050001　fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986　+(852) 3658 6000

曾珺　研究员
SAC No. S0570523120004　zengjun@htsc.com
SFC No. BTM417　+(86) 21 2897 2228

洪洋　联系人
SAC No. S0570125070021　hongyang@htsc.com
SFC No. BXP979　+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价（当地币种）	投资评级
万物新生	RERE US	7.80	买入

资料来源：华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

核心观点 **5**

二手经济崛起是否是伪命题？ **7**

供给端：闲置商品储备上升，居民出售意愿提高 8

需求端：理性消费意识增强，回归消费需求本质 10

政策端：以旧换新、循环经济积极酝酿 11

痛点客观存在，商业模式优化有效改善限制因素 12

C2C：适用于低价值非标品，通过构建社区文化解决信任问题 13

C2B2C/B2B2C：适用于高价值物品，深入介入交易环节解决标准问题 13

中国二手经济概览：万亿蓝海市场，线上电商快速发展 **15**

线下渠道：实体市场仍待发力，跳蚤市场和零售商店活跃 15

线上渠道：二手电商快速发展，综合和垂类电商各有千秋 16

竞争要素拆解：扩品类促活跃，供给端稳量压价 17

竞争格局分析：细分龙头先发优势显著，格局有望向龙头集中 18

垂类赛道空间广阔，看好二手 3C 电子行业潜力 **19**

1#二手消费电子：供给驱动的千亿级蓝海市场，下沉需求强劲 19

2#二手奢侈品市场：初具百亿市场规模，提高转化率为核心 22

3#二手图书：低价值标品，市场规模潜在增长空间受限 25

4#二手服饰：有效零售供给有限，需求端接受度仍需提升 26

他山之石：日美二手经济发展复盘 **28**

日本二手经济复盘：中古文化奠基，经济下行催化 28

美国二手经济复盘：社区文化奠基，通胀催化 30

中日美三国二手经济对比 33

产业链公司梳理与投资观点 **35**

风险提示 36

图表目录

图表 1： 二手经济行业一览 6

图表 2： 二手经济内涵：对商品不同生命阶段的共享 7

图表 3： 全球二手交易行业发展历史概况 8

图表 4： 我国基础物质消费已被满足，进入高级需求释放、基础需求表现分化时代 9

图表 5： 1978 年-2025 年人均 GDP 9

图表 6： 历年“双十一”购物狂欢节 GMV 统计和同比增速 9

图表 7： “断舍离”概念拆解 10

图表 8： 居民出售二手物品意愿情况调查 10

图表 9： 中国社会结构正从“金字塔型”向“橄榄型”转变 10

图表 10： 消费层级跃迁形成的重叠部分构成二手经济发展需求基础 10

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 11： 受访年轻人在消费时进行比价的频率 11
图表 12： 受访年轻人选择在二手平台上消费和购买意愿 11
图表 13： 二手经济相关政策梳理 12
图表 14： 二手交易过程中存在的痛点 13
图表 15： 二手交易平台商业模式对比和核心痛点解决 14
图表 16： 中国二手交易市场规模及结构 15
图表 17： 2009-2023 年我国亿元以上旧货市场成交额及数量 15
图表 18： 2009-2023 年我国亿元以上旧货市场营业面积及摊位数 15
图表 19： 二手电商积极开拓线下网点 16
图表 20： 2015 年以来二手电商行业交易规模及 YoY 16
图表 21： 2015 年以来二手电商用户规模及行业渗透率 16
图表 22： 2024 年二手电商参与企业图谱 17
图表 23： 二手交易物品流通价值及二手交易商收入要素组成 17
图表 24： 二手赛道历年融资情况 18
图表 25： 二手相关平台 MAU（月活跃用户）对比 18
图表 26： 闲鱼/转转 活跃率（DAU/MAU）对比 18
图表 27： 2002-2024 年移动电话和互联网普及率 19
图表 28： 2015-2023 中国手机回收量及渗透率 19
图表 29： 中国二手消费电子产品交易市场规模（按流转交易额计） 20
图表 30： 2018-2029E 中国手机回收市场交易额：以旧换新+闲置回收 20
图表 31： 2018-2029E 中国以旧换新的手机回收交易额的渠道明细 20
图表 32： 对手机新旧的最低接受界限 21
图表 33： 购买二手手机，能接受的原价最高百分比 21
图表 34： 二手消费电子交易痛点和万物新生对应举措 22
图表 35： 2016-2025E 中国二手奢侈品市场规模 22
图表 36： 各国二手奢侈品流转率对比 22
图表 37： 2011-2024 年中国人全球奢侈品消费额 23
图表 38： 2011-2024 年中国人境内外奢侈品消费额占比变化 23
图表 39： 二手奢侈品市场【人货场】分析 24
图表 40： 二手奢侈品市场核心痛点：鉴定环节的假货问题和定价问题的不统一 24
图表 41： BOOK-OFF 历年营业收入统计 25
图表 42： 全球二手书市场规模预测 25
图表 43： 2015-2023 年日本书籍新刊平均价格 26
图表 44： 2019-2024 年我国图书零售市场码洋规模统计 26
图表 45： 日本服饰消费市场规模 26
图表 46： 部分日本二手服饰销售平台 26
图表 47： 美国二手服饰市场规模 27
图表 48： 美国-再销售用途二手服饰线上/线下 GMV 27
图表 49： 多抓鱼旧衣回收为例：服饰回收需满足特定品类、回收价格偏低 27
图表 50： 日本二手经济市场发展历程及宏观和消费背景梳理 28

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 51： 2009-2030E 日本二手经济市场规模及同比增速 28
图表 52： 2024 年日本二手市场分品类市场规模及同比增速 28
图表 53： 1997 年以来的日本互联网普及率 29
图表 54： 2024 年日本二手市场分渠道市场规模及同比增速 29
图表 55： 日本征信机构体系 30
图表 56： 2015-2031E 美国二手经济市场规模 30
图表 57： 2022 年美国二手市场分渠道市场规模及同比增速 30
图表 58： 美国二手经济市场发展历程及宏观和消费背景梳理 31
图表 59： 1992 年以来美国零售交易和食品服务总额（季调） 31
图表 60： 2022 年户均闲置商品类别和数量 31
图表 61： 美国月度 CPI 和同比情况 32
图表 62： 过去 12 个月购买过二手物品的人群占比 32
图表 63： 美国征信机构体系 32
图表 64： 中国/美国/日本二手经济市场规模及结构对比 33
图表 65： 中国/美国/日本二手经济市场规模及结构对比 34
图表 66： 主要二手交易平台梳理 35
图表 67： 重点公司推荐一览表 37
图表 68： 重点推荐公司最新观点 37

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

二手经济是指在商品的使用寿命没有结束之前，将其转售给其他消费者或通过重新利用再次投入市场的经济模式，我国自 20 世纪 90 年代以来多项政策发文强调循环经济，伴随着消费升级的快速繁荣和渠道规范，我们认为中国二手经济已进入黄金发展期，呈现出供需共振、政策支持与商业模式持续优化的良好态势，正从边缘消费场景逐步迈向主流。本篇报告将从行业发展驱动和限制因素、行业整体概览、细分赛道机会和海外二手市场镜鉴五个方面回答市场上关注的核心问题。

一、中国二手经济崛起是否为伪命题？——我们认为中国二手经济市场崛起是适应发展的必然趋势，优质丰富的商品储备和主动的出售意愿是行业发展的前提，理性消费理念的普及催化消费需求，行业政策不断出台，引导二手商品市场规范发展。

- 供给端：有东西可卖+有意愿想卖：改革开放以来，我国基础消费完成了三次升级，我国社会消费品零售总额从 1978 年的 1559 亿元增长至 2025 年的 50.1 万亿元，叠加网购的潮流和兴起，居民积累了丰富的闲置物品，成为二手经济发展的土壤；2020 年以来随着我国经济增速放缓，消费步入基础消费过剩阶段，同时“断舍离”的精简生活理念兴起，居民出售闲置商品以获取剩余价值的意愿增强。
- 需求端：在共同富裕的牵引下，中国相对富裕和不富裕的人群的消费区间开始重合，前者有动力购买闲置物品优化资源配置，后者有动力购买闲置物品实现跨层次改善，两者重合部分构成了二手经济的需求基础。此外，居民理性消费意识不断增强，消费者开始追求性价比和实用主义，对二手物品的接受度提高。
- 政策端：目前我国虽暂未出台针对二手经济行业发展的专项文件，但自 2018 年以来，已多次提及推进废物回收体系建设，规范并鼓励发展二手商品市场。

二、如何解决柠檬市场问题？——关键在于减少交易摩擦、完善信任体系。我们认为二手交易作为典型的柠檬市场，由于信息不对称所造成的以次充好、虚假定价、售后服务缺失等问题是客观存在的，但随着二手交易商业模式的优化，行业痛点或可有效缓解。

- C2C 模式：该模式主要针对高度非标准化、商品价值较低的二手商品，该模式下平台不介入具体交易，更侧重渠道建设，主要是通过搭建基础交易场景和营造社交氛围，撮合买卖双方的直接对接，从而协商价格达成交易。该模式下，二手交易商通常会通过打造社区文化增强用户间信任，同时自建或引入第三方信用评分展示卖家信用状况，降低信息不对称性。
- C2B2C 或 B2B2C 模式：该模式更适用于可标准化程度较高、规模化翻新管理程度较高、且有足够价差空间的二手商品，主要包括车、电子产品、奢侈品等，平台以专业的服务介入交易过程，完成准确高效的质检、分类和定价，从而解决二手交易中物品质量、交易信任问题，对平台的技术要求和门槛要求相对更高。

三、行业整体规模多大，细分赛道机会如何？——根据中国旧货业协会和商务部的数据，我国旧货全年交易额从 2019 年的 0.95 万亿元逐年增长至 2024 年的 1.69 万亿元，期间 CAGR 为 12.1%。由于流通频次和价值的差异，不同垂类赛道的发展分化，我们认为二手 3C 是最具潜力的垂直领域。

- 二手消费电子：随着新型手机推出频率加快，我国国民平均换机周期不断缩短，中国循环经济协会 2024 年的数据显示，我国废旧手机存量已超 20 亿部，闲置储备充足。而以万物新生为代表的垂类龙头通过线下门店布局、建立标准化技术体系等方式解决行业加价率高、产业链混乱、隐私数据泄露等问题。根据弗若斯特沙利文，我国二手 3C 产品总交易规模从 2019 年的 1988 亿元增长至 2024 年的 7020 亿元，对应 CAGR 达 28.7%，预计到 2029 年行业规模将进一步增长至 1.8 万亿元。
- 二手奢侈品：循环时尚理念加速普及、国民一手奢侈品储备充足，以及产业链成熟和平台化建设推动我国二手奢侈品市场发展，近年来线上直播成为线上二奢交易新动力。当前我国二手奢侈品流转率仅为 5%，对标海外发达国家仍有较大发展空间。根据益普索数据，我国二手奢侈品市场规模从 2016 年的 59 亿元增长至 2022 年的 239 亿元，对应 CAGR 达 25.5%，预计到 2025 年规模有望达 348 亿元。

下载日志已记录，仅供内部参考

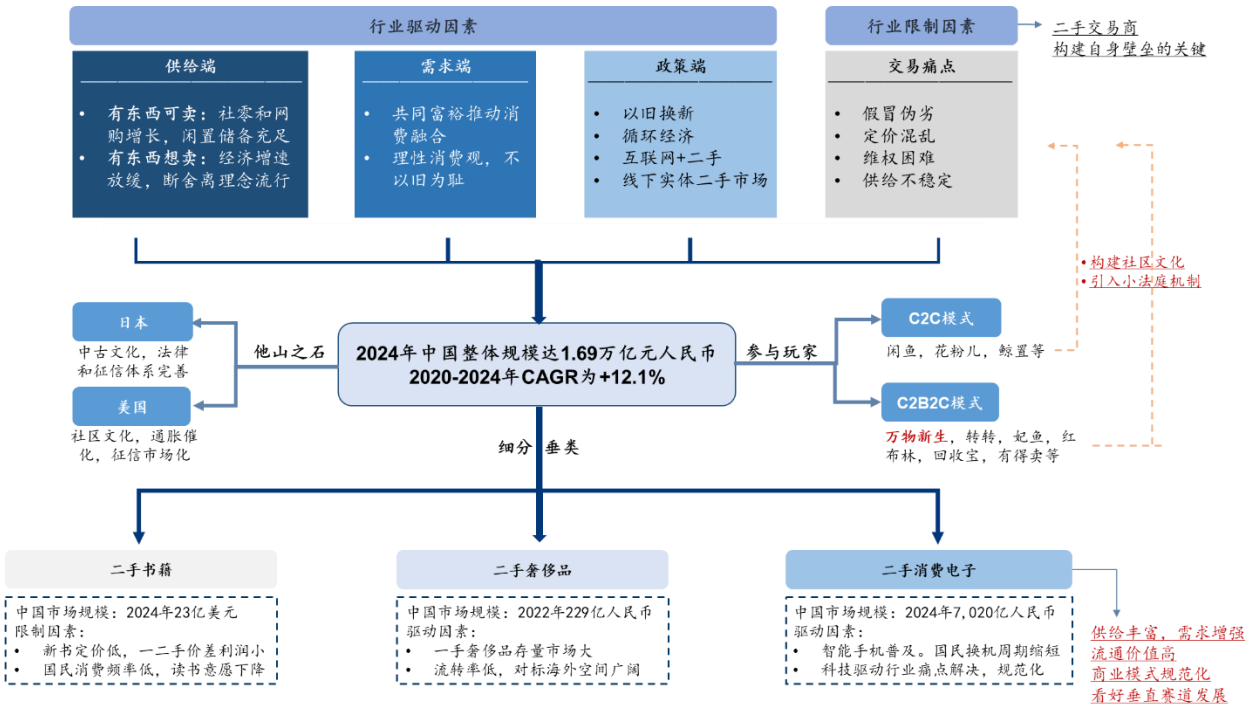
◆ 二手图书：由于我国新书定价偏低（2023 年中国零售端新书均价为人民币 28 元，日本为人民币 65 元），二手书利润空间狭小，且盗版书问题严重，短视频和在线阅读占用了国民更多空余时间，二手书行业发展较慢，根据 Fact.MR 预测，中国二手书的市场规模有望从 2024 年的 23 亿美元增长至 2034 年的 39 亿美元，对应 CAGR 为 5.3%。

四、中国和日美的二手市场发展存在哪些异同？——通过复盘日本和美国二手经济发展历程，我们认为相同的驱动因素在于经济繁荣时期所积累的丰富闲置储备以及消费理念变化，而日本独特的中古文化和完善的法律征信体系、美国独特的社区文化以及通胀高企成为两国二手经济崛起的特异性原因。

◆ 日本二手经济：法律体系方面，日本是世界上二手经济法制建立最早的国家之一，从法制上确定了二手经济发展的方向，并针对不同品类商品提供可依据的执行细则。信用体系方面，日本拥有健全的信用体系建设，三大信息中心通过信息共享，使得个人消费信用等信息直接与银行和政府征信捆绑，极大地增加了循环消费中个人的信用违约成本。商业体系方面，日本的二手交易也已形成了发达的商业运营与流通体系，连锁的中古店有完整的一套鉴定、估价、清洁、保存和销售的体系。

◆ 美国二手经济：美国地广人稀，居民以独栋住宅集中分布的形式形成社区，社区拥有明显的空间划分界限，并通常以教会为中心、以信仰为纽带，形成了相对紧密的组织形式与独有的社区文化，构成了居民之间的信任基础。此外，贫富差距过大和近年来美国通胀高企使二手经济的性价比优势进一步凸显，催化二手交易快速发展。

图表1：二手经济行业一览



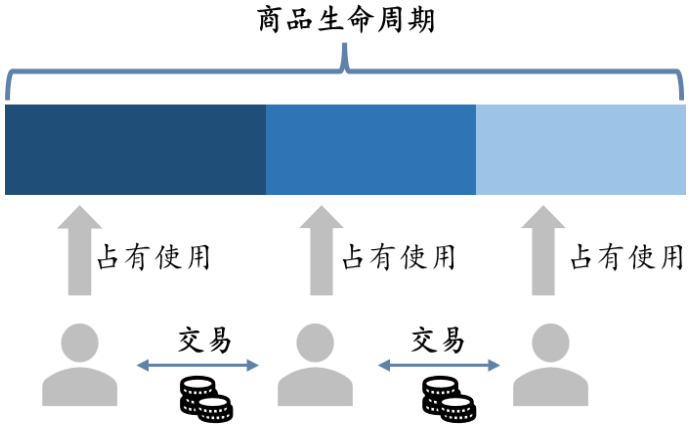
资料来源：中国旧货业协会《2024 旧货行业发展报告》，Fact.MR，益普索&红布林《2023 年循环时尚行业趋势报告》，闪回科技招股说明书，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

二手经济崛起是否是伪命题？

二手经济是指在商品的使用寿命没有结束之前，将其转售给其他消费者或通过重新利用再次投入市场的经济模式，可交易的商品包括二手车、二手奢侈品、二手 3C 数码、二手图书等。在目前消费品的平均使用寿命远低于其设计寿命的情况下，二手经济本质是存量经济，是对物品不同生命阶段的共享。

图表2：二手经济内涵：对商品不同生命阶段的共享



资料来源：易观分析《中国二手电商市场洞察 2019》，华泰研究

二手经济的底层经济学含义：缓解信息不对称，平台化降低交易成本

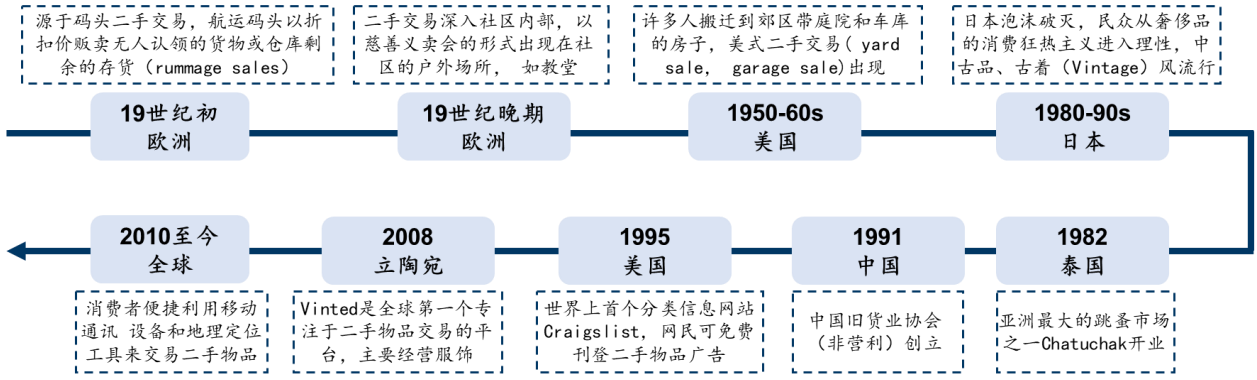
1）缓解信息不对称、降低逆向选择概率。本质上，二手交易是在信息不对称和交易成本较高的市场中，提高存量商品再流通效率。相较于一手商品，二手商品多为孤品，成色、维修历史、真伪、残值和售后责任难以被买方充分验证，天然接近 Akerlof 所提出的“柠檬市场”。在缺乏有效信息披露和履约约束的情况下，买方因无法判断商品真实质量，往往只能按照平均质量出价；优质卖方认为报价不足而退出，低质供给则更容易留在市场中，进而导致交易双方信任度下降、交易规模低于潜在需求。**二手交易平台的核心价值在于通过信用评价、担保支付、纠纷仲裁、质检分级等缓解买卖双方的信息不对称，降低逆向选择发生的概率，并为交易双方提供可验证、可追责的信任基础。**

2）从交易成本角度看，二手交易平台是对分散交易反复搜寻、议价和监督成本的集中化替代。科斯在《企业的性质》一书中指出，当市场上交易成本过高时，将生产要素（如工人、机器等）直接纳入一个组织内部，通过行政命令来协调，比每次都在市场上通过价格机制去谈判要更划算。**类推至二手产品市场，买卖双方匹配、产品质量鉴定、交易双方权利保障与监督等皆为单次交易需要负担的成本，当交易频次提升、交易品种扩充，二手交易平台的集中定价机制的效率会优于市场内部多次自发匹配定价。**

发展历史悠久，驱动因素积极酝酿。二手经济的发展最早可追溯到 19 世纪初欧洲的码头二手交易（rummage sales）；二战后随着美国城市飞速发展，美式闲置物品院子销售和车库销售（yard sale，garage sale）兴起；日本泡沫经济破灭后，国民新品消费能力大幅下降，以中古店为代表的二手线下店铺快速崛起；我国自 20 世纪 90 年代以来多项政策发文强调循环经济，伴随着消费升级的快速繁荣和线上线下的渠道规范，供需两端充足匹配，现已进入快速崛起阶段。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：全球二手交易行业发展历史概况



资料来源：IT 桔子《全球循环经济背景下，2023 年二手交易投融资发展报告》，华泰研究

对比一手经济，二手行业分析抓手在供给侧。二手经济的运行逻辑的特殊性在于交易对象是非连续的孤品，因此：1）定价主观，无法统一定价和批量生产；2）无法形成持续的规模化供给。不同于一手经济常见的 B2C 模式，二手经济的商业模式是从 C 端到 C 端，可根据交易平台是否参与到具体交易过程分别为 C2C 和 C2B2C。多数消费行业的关键要素在于需求端的分析，即是否有真实的需求、充分的消费来消纳供给。而由于二手经济的供给来源于闲置库存，难以控制进入二手交易的卖家数量和供给数量，库存的不确定性限制了供需的平衡，如何吸引更多二手卖家进入增加供给、如何获得稳定的回收物作为供给、如何降低供给端的回收价格，成为二手交易参与平台能否扩大收入、赚取利润的关键，也是我们分析二手经济的关键抓手。

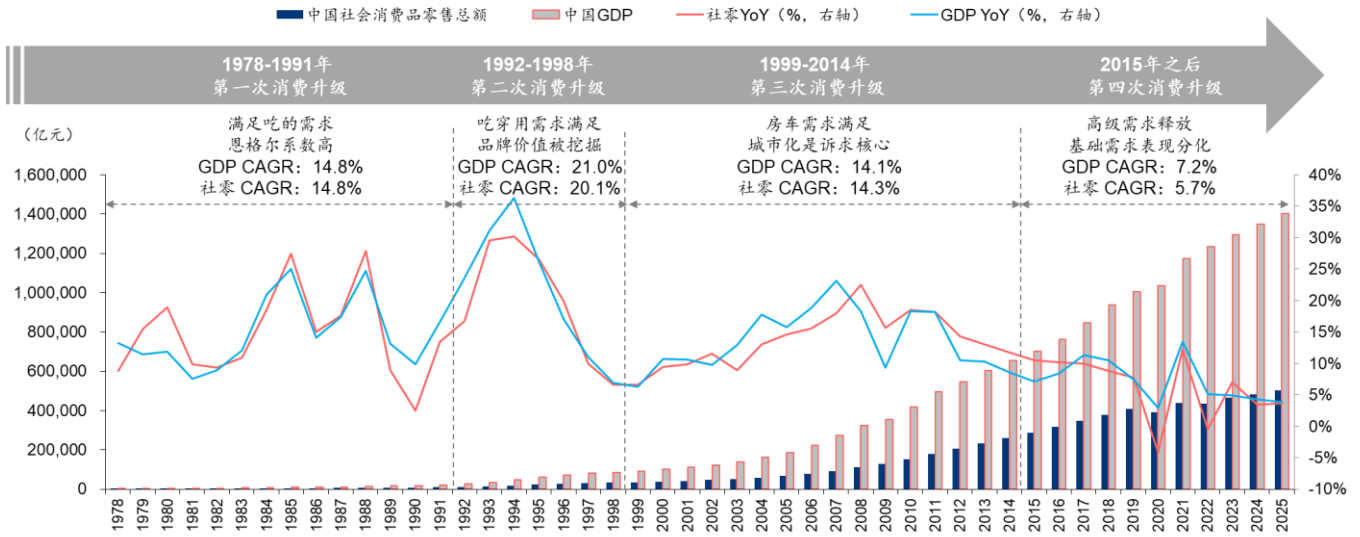
供给端：闲置商品储备上升，居民出售意愿提高

供给驱动的蓝海市场，有东西可卖+有意愿想卖。二手市场通常是供给决定市场，需要参与的卖家有足够多的旧商品存在、流通，买家才能随意挑选，而我国经济发展已经历了三十多年的繁荣阶段，在此过程中完成了三次基础需求的满足和跃迁，并积累了大量闲置物品，为二手交易提供了丰富的库存；与此同时，商业模式的优化提高了交易的流通效率和供给意愿，过去的二手闲置物品处置需求往往被收购站所低价承包，原价几百上千元的电器被 10-50 元不等的价格收购，并流通到线下二手交易市场获取利润，但随着互联网的普及和二手回收商集中化的发展，用户在交易过程中的参与度提高，回收和出售二手商品的质检、定价等机制逐渐完善，二手平台和企业不断提升流通效率、降低交易摩擦，提高了消费者对二手交易的认可度，出售二手闲置商品的意愿增强。

具体来说，我国消费分别经历了基础消费繁荣和分化两个阶段：1）基础消费繁荣阶段：改革开放以来，我国经济快速发展，促进了整体的消费繁荣，GDP 增速和社会零售消费品总额多年保持快速增长，居民生活水平和质量快速提高。根据吴晓波《新中产白皮书》，1978 年-2014 年，我国共经历了三次消费升级，实现了对吃穿住行等基础物质需求的满足，高级需求逐渐释放。2）基础消费分层阶段：2014 年以来，随着经济逐渐进入高质量发展阶段，基础消费趋于分化，居民消费呈现个性化、理性化特征，出售闲置商品以获取剩余价值的意愿增强。

下载日志已记录，仅供内部参考

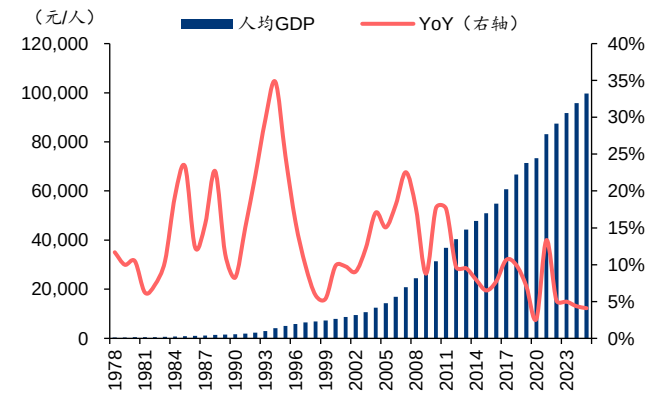
图表4：我国基础物质消费已被满足，进入高级需求释放、基础需求表现分化时代



资料来源：吴晓波《新中产白皮书》，国家统计局，华泰研究

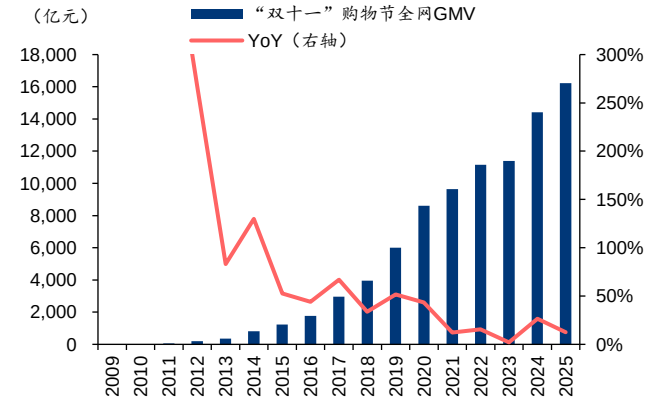
1#有东西可卖：优质商品保有量不断增加，为二手经济发展积累势能。据国家统计局，2025 年我国人均 GDP 达 10.0 万元/同比+5.1%，社会消费品零售总额超 50 万亿元/同比+3.7%，限额以上企业商品家用电器和音像器材类、体育娱乐用品类、通讯器材类、家具类商品零售额分别同比+11.0/+15.7/+20.9/+14.6%。此外十余年来的网络购物节不仅培育了消费者通过电商平台进行购物的习惯，通过补贴、满减、直播等营销方式，购物节加强了消费者的购买欲望，创造出更多的闲置物品交易基础。自 2009 年第一次“双十一”购物节出现，2009-2025 年“双十一”购物节全网 GMV 总计达 8.9 万亿元，其中 2022-2025 年“双十一”全网 GMV 均突破万亿交易规模。闲置设备市场体量庞大，为二手经济的发展积累势能。

图表5：1978 年-2025 年人均 GDP



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表6：历年“双十一”购物狂欢节 GMV 统计和同比增速

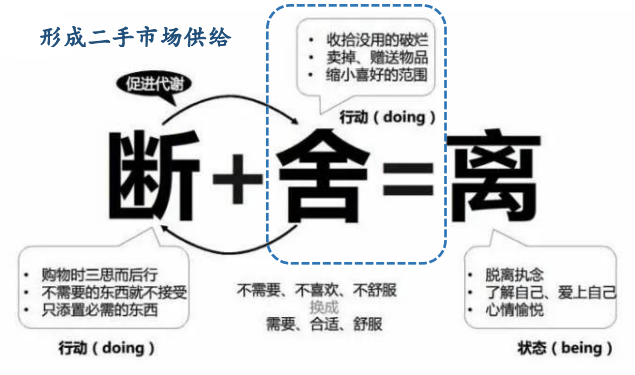


资料来源：艾媒咨询，星图数据，网经社，华泰研究

2#有意愿想卖：“断舍离”概念兴起，精简生活成流行。“断舍离”理念最早由日本杂物管理咨询师山下英子于 2000 年提出，并在日本广泛传播，其核心理念是“断绝接受不需要的东西；舍弃掉没用的东西；离开对事物的执念”。这一极简家居理念近年来在国内流行，并成为 2019 年度“十大网络用语”，居民通过舍弃实际并不需要的物品来精简物质生活，重建内心秩序，而为避免浪费并获取剩余价值，这些闲置物品往往会流转至二手交易市场，成为供给端的重要支柱。根据中国旧货业协会调查，76%的居民家庭出售过二手物品，95.9%的居民家庭有出售意愿，仅 4.1%的居民家庭不想卖二手物品。

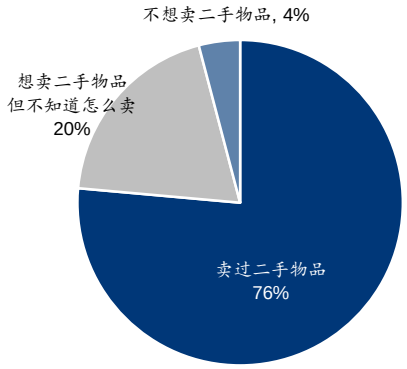
下载日志已记录，仅供内部参考

图表7：“断舍离”概念拆解



资料来源：山下英子《断舍离》，华泰研究

图表8：居民出售二手物品意愿情况调查



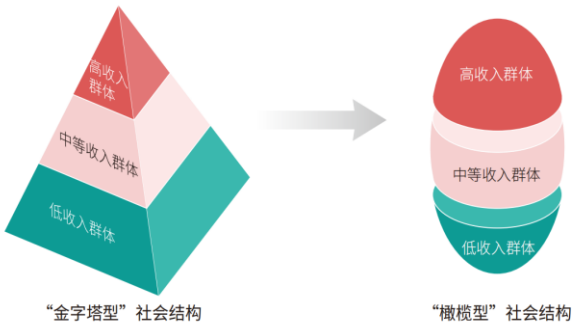
资料来源：中国旧货业协会《2024 旧货行业发展报告》，华泰研究

需求端：理性消费意识增强，回归消费需求本质

消费呈现多层次特征。以餐饮和茶饮为例，一方面是蜜雪冰城、瑞幸咖啡等高性价比品牌的快速崛起，另一方面是星巴克、海底捞等高品质品牌穿透多个周期的强大韧性，处于不同价格带、不同生态位的产品和服务都面向了不同消费者，不论是蜜雪强大供应链所支持的县城小甜水，还是百胜对数字化和供应链精耕细作所实现的品质升级和下沉拓宽的平衡，都体现了当前不同人群的结构性消费升级。整体而言，我国消费呈典型多层次特征，不同职业、年龄、居住城市的人群存在多样化的消费认知和偏好。资深中产、新锐白领等人群秉持不再“以旧为耻”的务实消费理念，而小镇青年、Z 世代学生也在追求“跨层次改善”的潮流消费，信息发展降低了信息不对称性，也增强了不同代际、城际的沟通联合。

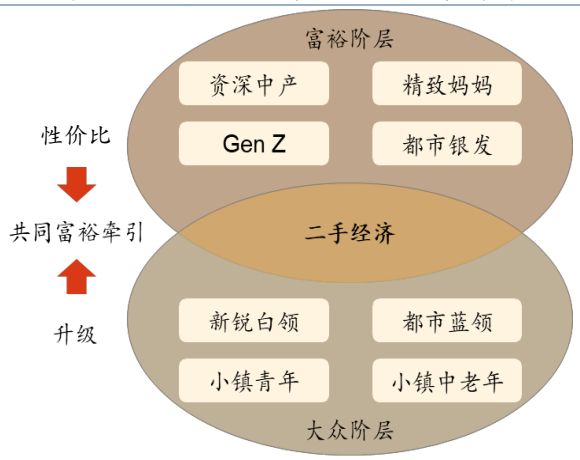
二手经济宏观需求基础：共同富裕牵引不同层级的居民实现消费融合。经济增速放缓、消费理念改变背景下，二手经济提供了独特的消费升级路径，消费者可通过购买闲置商品实现物质消费的跨层级改善。长期看中国消费，在共同富裕的推动下，有望推动社会结构从“金字塔型”向“橄榄型”转变，根据经济学家李稻葵 2020 的预计，未来 15 年，我国中等收入群体数量有望从 4 亿人增长至 8 亿人。在共同富裕的目标下，伴随居民间贫富差距的缩小、收入层级的逐渐拉近，各层级的重叠部分有望扩大。重叠部分构成了我国二手经济发展的需求基础。

图表9：中国社会结构正从“金字塔型”向“橄榄型”转变



资料来源：吴晓波《2023 新中产白皮书消费篇》，华泰研究

图表10：消费层级跃迁形成的重叠部分构成二手经济发展需求基础

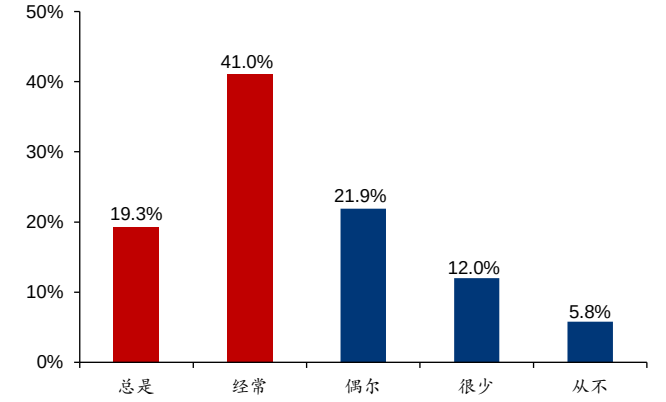


资料来源：华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

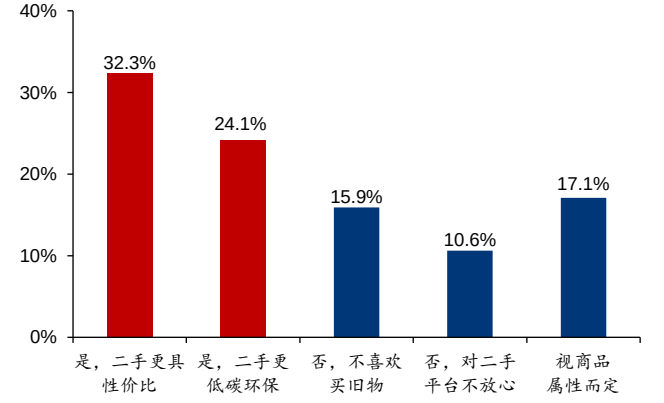
二手经济微观需求基础：消费观念趋于理性，消费者对二手物品的接受度提高。随着物质生活丰富，消费者逐渐对超额溢价祛魅，更注重性价比和真实价值。根据新京报和贝壳财经发布的《2024 中国青年消费趋势报告》，60%的年轻人在购物时经常或总是比价，39%的年轻人在考虑价格的同时还会考虑品质、品牌等其他因素，消费者追求高性价比，以更经济实惠的方式满足自身需求。不论是收支计划还是产品选择上，消费者都更追求实用主义和悦己体验，摒弃了盲目攀比的消费理念。同时，消费者对二手物品的接受度也越来越高。56%消费者认为二手交易的购物意愿较强，分年龄段来看，18-25 岁消费者更看重二手交易带来的环保效益，而 31-35 岁消费者更多出于性价比选择二手平台。整体来看，二手经济并不是消费降级所催生的需求，而是居民消费理念趋于理性的背景下，用更实惠的价格、可接受的商品折损，享受更高质量的物质生活。

图表11：受访年轻人在消费时进行比价的频率



注：受访者为来自全国各省份的 1,016 位 35 岁以下青年
资料来源：新京报&贝壳财经《2024 年轻人消费趋势调查》，华泰研究

图表12：受访年轻人选择在二手平台上消费和购买意愿



注：受访者为来自全国各省份的 1,016 位 35 岁以下青年
资料来源：新京报&贝壳财经《2024 年轻人消费趋势调查》，华泰研究

政策端：以旧换新、循环经济积极酝酿

二手经济发展有助于构建资源节约型和环境友好型社会。近年来，国家发布多项二手交易相关政策公文，以规范行业交易制度，刺激行业发展，倡导和引导资源循环利用。2018 年 10 月，全国人大常委会发布《中华人民共和国循环经济促进法》修订版，鼓励和推进废物回收体系；2021 年 10 月，国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》，提出要大力发展循环经济，健全资源循环利用体系，完善废旧物资回收网络，推行“互联网+”回收模式，实现再生资源应收尽收；2022 年国家发改委等 7 部门发布《促进绿色消费实施方案》，强调积极发展家电、消费电子和服装等二手交易，优化交易环境，并允许有条件的地区有序发展旧货市场，鼓励社区定期组织二手商品交易活动；2024 年 3 月国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，推动二手商品交易平台建立健全平台内经销企业、用户评价机制，加强信用记录、违法失信行为等信息共享，支持电子产品生产企业发展二手交易、翻新维修等业务。相关利好的产业政策陆续出台，催生二手行业在生产端和服务端更大的发展机遇。2025 年 1 月国家发改委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，将国补品类进一步扩大至手机、平板等 3C 数码产品。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表13：二手经济相关政策梳理

时间	政策名称	颁布主体	相关政策要点
2018.10	《中华人民共和国循环经济促进法(2018 修正)》	全国人大常委会	地方人民政府应当按照城乡规划，合理布局废物回收网点和交易市场，支持废物回收企业和其他组织开展废物的收集、储存、运输及信息交流。
2019.06	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案(2019-2020 年)》	国家发改委、生态环境部、商务部	认真落实生产者责任延伸制度，支持符合条件的汽车、家电、消费电子产品生产企业，通过自建、联合和委托等方式开展回收拆解业务。
2021.07	《“十四五”循环经济发展规划》	国家发改委	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。鼓励“互联网+二手”模式发展，强化互联网交易平台管理责任，加强交易行为监管，提高二手商品交易效率。推动线下实体二手市场规范建设和运营，鼓励建设集中规范的“跳蚤市场”。
2021.10	《2030 年前碳达峰行动方案》	国务院	完善废旧物资回收网络，推行“互联网+”回收模式，实现再生资源应收尽收。
2022.01	《促进绿色消费实施方案》	国家发改委等 7 部门	积极发展家电、消费电子产品和服装等二手交易，优化交易环境。允许有条件的地区在社区周边空闲土地或划定的特定空间有序发展旧货市场，鼓励社区定期组织二手商品交易活动，促进辖区内居民家庭闲置物品交易和流通。规范开展二手商品在线交易，加强信用和监管体系建设，完善交易纠纷解决规则。
2022.12	《“十四五”扩大内需战略实施方案》	国家发改委	健全强制报废制度和废旧家电等耐用消费品回收处理体系，加快构建废旧物资循环利用体系。
2024.02	《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》	国务院办公厅	鼓励“互联网+二手”模式发展。支持有条件的地区建设集中规范的二手商品交易市场。完善旧货交易管理制度，研究制定网络旧货交易管理办法，健全旧货评估鉴定行业人才培养和管理机制。出台二手商品交易企业交易平板电脑、手机等电子产品时信息清除方法相关规范，保障旧货交易时出售者信息安全。
2024.03	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	推动二手电子产品交易规范化，防范泄露及恶意恢复用户信息。推动二手商品交易平台企业建立健全平台内经销企业、用户的评价机制，加强信用记录、违法失信行为等信息共享。支持电子产品生产企业发展二手交易、翻新维修等业务。
2025.01	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	国家发改委、财政部	加力支持家电产品以旧换新。实施手机等数码产品购新补贴。对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等 3 类数码产品（单件销售价格不超过 6000 元），按产品销售价格的 15%给予补贴，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 500 元。
2025.12	《关于2026年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	国家发改委、财政部	明确 2026 年“两新”政策的支持范围、补贴标准和工作要求，优化支持范围、补贴标准和实施机制

资料来源：国务院，国家发改委，华泰研究

痛点客观存在，商业模式优化有效改善限制因素

作为典型的柠檬市场，二手行业因交易商品的特殊性引申出诸多痛点：

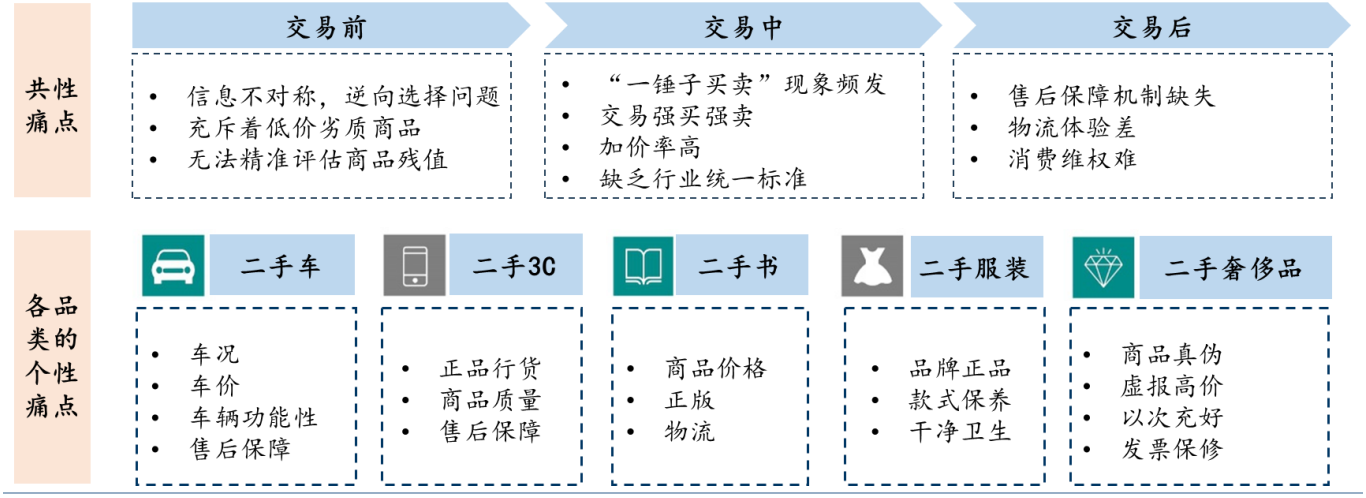
- **交易前：典型的“柠檬市场”，存在以次充好甚至假货现象。**在二手交易市场上，买卖双方存在信息不对称，卖方相较于买方拥有信息优势。买方对商品的性能和损耗程度并不了解，往往不愿意支付过高的价格，而只愿意支付市场平均价格；卖家为了获取更高收益，倾向于隐瞒信息，销售质量较差的产品，最终由于逆向选择问题使得二手市场充斥着低质商品。如二手奢侈品交易中，鉴定品牌真伪和真实成色情况是消费者购买时的核心诉求。

- **交易中：非标交易，缺乏统一标准进行定价和质保。**由于二手物品都是非标准的，每件产品都是“孤品”，对成色界定、磨损程度、使用状况缺乏统一标准，难以准确评估，买卖双方的沟通成本和鉴定的交易成本较高。如二手手机交易中，翻新机、原装机、组装机鱼龙混杂，即便是同一机型，也会因为成新度、质量等参数影响存在差异，难以像全新机一样依靠型号定价，且从消费者出售到最终消费者购买的交易链条中，还存在多个回收商、中间商参与，信息和价格不透明。

- **交易后：售后服务缺失，买卖双方维权难。**相比于新品交易，二手商品的退货、换货等售后服务流程更加复杂繁琐，消费者难以享受到完善的权益保护机制，投诉渠道不畅通，相关法律法规和行业标准尚不完善，对商品质量标准、责任界定等方面的规定模糊，缺乏明确的责任划分和赔偿机制。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表14：二手交易过程中存在的痛点



资料来源：Mob 研究院《2018 二手电商行业研究报告》，益普索&红布林《2023 循环时尚行业趋势报告》，华泰研究

C2C：适用于低价值非标品，通过构建社区文化解决信任问题

C2C 模式（寄卖模式）下不参与交易过程，仅作为信息中介。该模式下平台仅充当信息和交易载体，个人卖家向个人买家出售商品即可完成交易，代表性平台是闲鱼。相对来说，C2C 模式由于不参与鉴别、定价甚至寄送等环节，资产模式轻、运营成本低，更加适合低价、小件、小众圈层兴趣类物品通过共同爱好、共同特征的人群构建关系链促成交易转让，满足长尾交易需求。因此 C2C 模式追求的是供应端和需求端的用户规模和丰富的 SKU，流量和单品品类规模越大，成交概率越大，商品流动的效率越高，对应平台价值越大，主要变现路径是广告收入。C2C 模式的优点是交易过程简单直接，价格透明，但由于具体交易中缺少了第三方监督，容易发生信任冲突。

C2C 模式突出痛点是信任度问题，其解决方式包含：闲鱼等 C2C 平台致力于打造用户社区吸引用户互动，一方面有利于建立“逛”心智，充分挖掘用户二手购买需求；另一方面通过打造各个圈层共同的文化、兴趣认同增强用户间的信任，降低交易的摩擦成本。此外，C2C 模式下突出的信任问题不能完全依赖用户自律，还应在制度和体系方面进行迭代。以闲鱼为例，闲鱼引入“小法庭”机制，通过用户舆论对交易纠纷进行评判，同时构建“鱼力值”分数反映用户的真实信用状况和过往的交易评价，降低信息不对称性。此外，直播工具的推广也为潜在消费者提供了“眼见为实”的购物体验，一定程度上解决了信任度的问题。

C2B2C/B2B2C：适用于高价值物品，深入介入交易环节解决标准问题

C2B2C 模式（用户回收+二次交易模式）：指闲置物品卖家通过直接出让或委托物品给平台，平台经过质检、翻新等一系列增值服务，将物品转售以获取价差或服务佣金的服务形式，代表性企业是转转、万物新生（爱回收+拍机堂+拍拍）。这种模式下，平台以专业的服务介入交易过程，解决二手交易中物品质量、交易信任问题，从而提升 2C 端的交易效率。

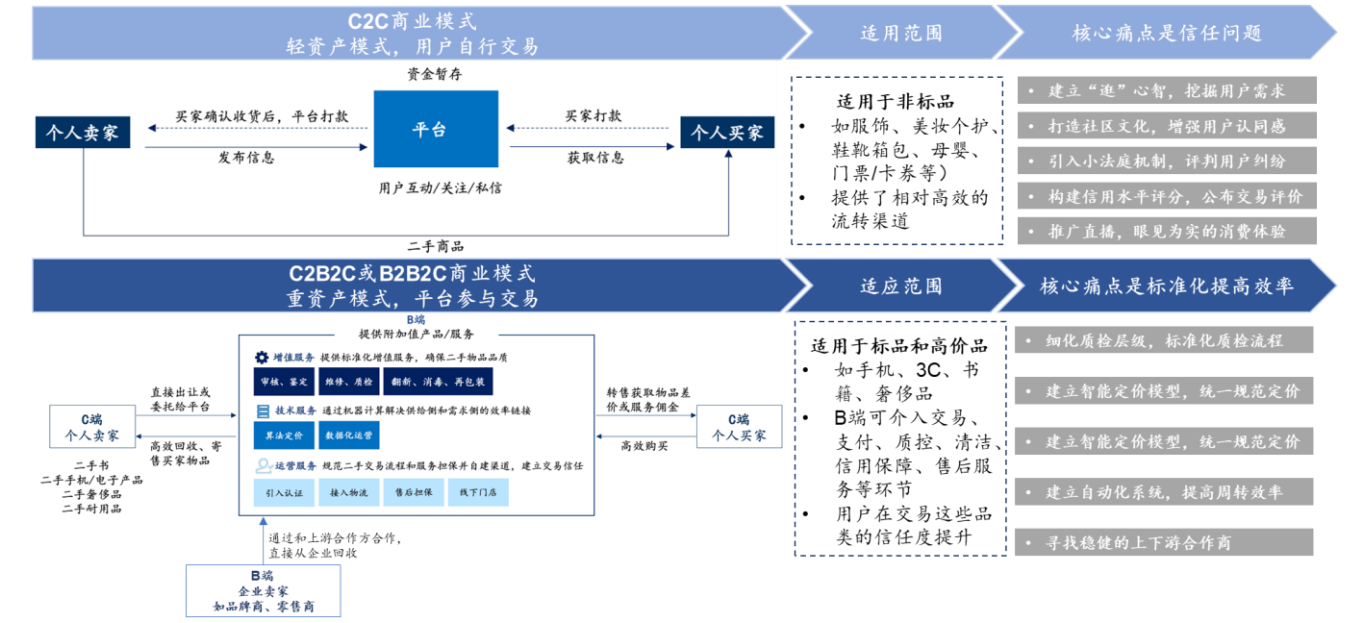
B2B2C 模式（企业回收+二次交易模式）：此种模式下，公司与主流厂商、运营商和零售渠道商等合作，从上游资源合作伙伴的线下门店或网店回收二手闲置产品，经过专有检验、分级和定价后，再将这些产品出售给消费者，代表性企业是闪回科技。和 C2B2C 模式相比，B2B2C 模式主要是二手物品的获取来源不同，相较而言上游 B 端供应渠道更加稳定，但也存在单一大客户依赖风险。

两种模式更适用于高流通价值的闲置物品。由于 B 端回收商品和提供附加服务会导致成本增加，以 C2B2C 模式和 B2B2C 模式运营的公司需要充分保障平台提供服务后的利润空间，所以此类模式更适用于市场规模较大、可标准化程度较高、规模化翻新管理程度较高、且有足够价差空间的二手商品，主要包括车、电子产品、奢侈品等。

下载日志已记录，仅供内部参考

突出痛点是标准化和隐私泄露，解决方法：C2B2C 和 B2B2C 模式运营模式相对更重，但对高价值二手物品的回收、质检、定价等服务既带来了更丰富的变现渠道，也能够有效解决高价值二手物品的标准化定价和信息不透明问题，对用户信任度痛点解决更为直接，但由于介入了具体交易过程，平台需要对产品进行准确高效的质检、分类和定价，对平台的技术要求更高。以万物新生为例，万物新生依托技术创新，针对不同手机型号建立 40 余个质检层级，创新自动化检测系统，形成屏幕-拍照-功能-硬件-外观成色五步标准检测质检步骤，并依靠智能定价模型给出规范定价，在降低运营成本的同时大幅提高产品流通效率。此外，万物新生自主研发“爱清除”系统，通过对二手电子产品进行多次覆盖擦写与处理，杜绝产品在流通过程中用户数据可能遭到的恶意恢复，有效避免用户隐私泄露。

图表15：二手交易平台商业模式对比和核心痛点解决



资料来源：易观数据《2019 年中国二手电商市场洞察》，华泰研究

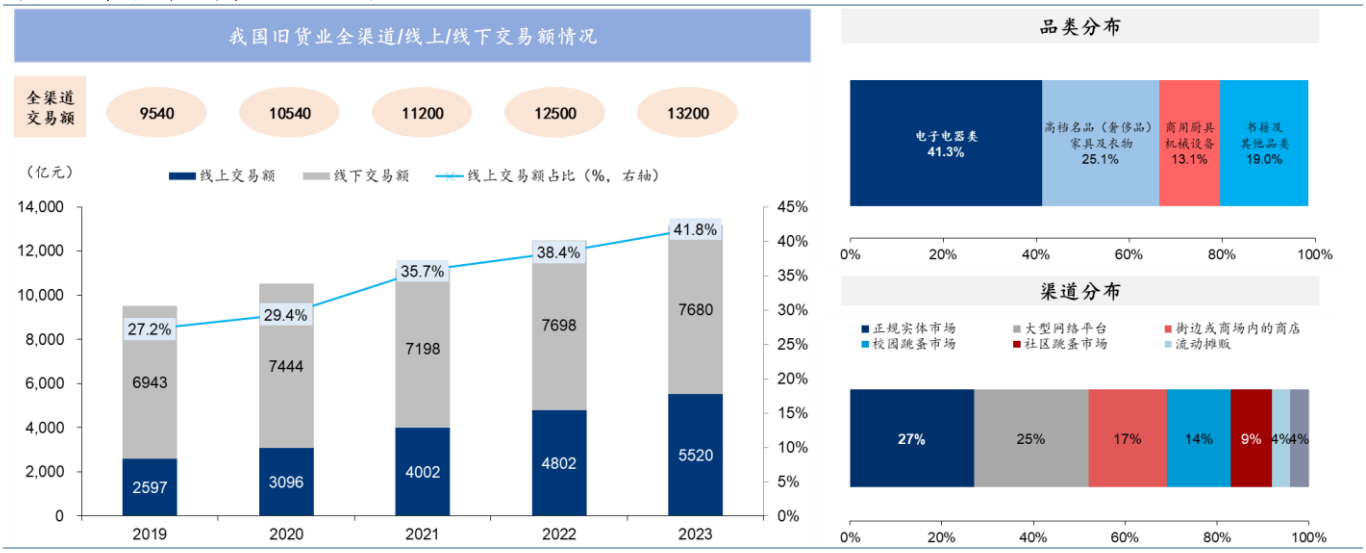
从行业终局看，不同品类中 C2C 与 C2B2C/B2B2C 两大方式发展路径或有分化，关键在于买卖双方对交易成本的感知：C2B2C/B2B2C 通过质检分级、标准化定价和售后保障降低交易摩擦，更可能成为高价值二手品类的主流履约形态和利润捕获方式，但较高的 B 端介入成本下低值/长尾交易于买卖双方而言并不划算。**故我们预计，未来 C2C 模式将凭借轻资产和社区属性，仍将承担长尾供给聚合与低价值商品流通功能；而 C2B2C/B2B2C 模式通过质检分级、标准化定价和售后保障降低交易摩擦，更可能成为高价值二手品类的主流履约形态。**

下载日志已记录，仅供内部参考

中国二手经济概览：万亿蓝海市场，线上电商快速发展

行业链条不断完善，成就万亿市场规模。供给端，传统二手行业以个体经营者为主体，核心模式为“一收一卖”。近些年，伴随国家提倡发展绿色消费、“互联网+旧货”以及居民节约、环保意识的觉醒，旧货经营企业开始崭露头角，并且不断发展壮大，以“收购（回收）、分销、服务”为代表全链条式的经营方式逐渐成为主流，产业链和商业模式不断完善，同时需求端的消费理念理性化和消费层级跃升，驱动二手行业不断发展，根据中国旧货业协会于 24 年 9 月发布的《2024 旧货行业发展报告》以及商务部数据，我国旧货全年交易额从 2019 年的 0.95 万亿元增长至 2024 年的 1.69 万亿元，期间 CAGR+12.1%。

图表16：中国二手交易市场规模及结构



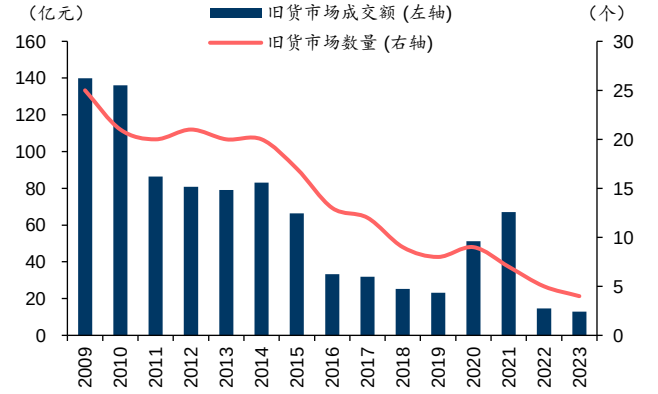
资料来源：中国旧货业协会《2024 旧货行业发展报告》，华泰研究

线下渠道：实体市场仍待发力，跳蚤市场和零售商店活跃

根据中国旧货业协会，线下旧货全年交易额从 2019 年的 6943 亿元逐年增长至 2023 年的 7680 亿元，期间 CAGR 2.6%，虽然交易额不断扩大，但增速显著落后线上渠道。分市场类型看，线下二手市场主要分为大型旧货市场、社区和校园跳蚤市场、实体零售二手店：

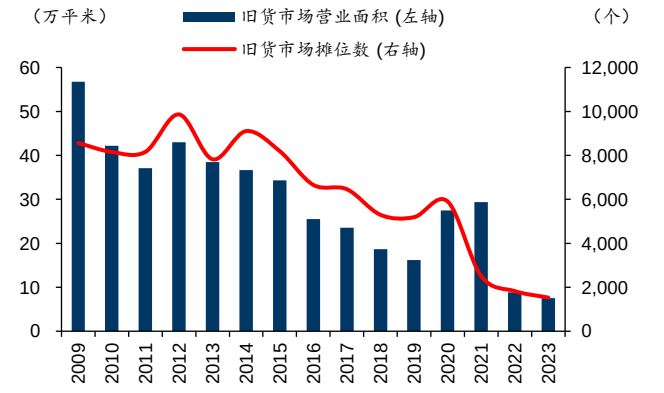
1#实体旧货市场：实体旧货市场是发展旧货行业的基础，也是旧货行业最基本的载体。实体旧货市场将经营商户集聚起来经营，提高交易效率、摆脱“信任危机”、缩短交易周期，也方便行业管理。由于在城市建设中缺少相关政策支持和规划保障，实体旧货市场不断萎缩。据中国统计年鉴，我国亿元以上旧货市场从 2009 年的 25 个减少至 2023 年的 4 个，对应成交额从 140 亿元降至 19 亿元。

图表17：2009-2023 年我国亿元以上旧货市场成交额及数量



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表18：2009-2023 年我国亿元以上旧货市场营业面积及摊位数



资料来源：国家统计局，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2#跳蚤市场：跳蚤市场主要集中于社区和校园，具有交易流程简单（即时性）、目标消费群体清晰（老师、学生、同一社区人员）、环保节约等特点。据中国旧货业协会调查，75.4%的人认为跳蚤市场可以为生活提供便利，62.6%的人认为跳蚤市场可以解决一些困难人群的生活急需和就业问题。

3#实体零售二手店：实体零售商店包括寄卖店的发展情况呈现出积极增长的态势，成为新亮点，并且具有广阔的发展前景。据中国旧货业协会数据，截至 2023 年年底，全国共有 30 多万家从事旧货零售和寄卖的实体商店。实体商店主要经营二手名贵商品，其优势在于能够给消费者提供直观的购物体验，并提供售后服务，增加了消费者的信任度。近几年，头部线上平台，如万物新生、转转、闲鱼等都在积极布局实体商店或在商业综合体内设点，其中爱回收和转转门店以回收为主要业务，部分门店也开展二手机或 3C 配件等产品销售。

图表19：二手电商积极开拓线下网点

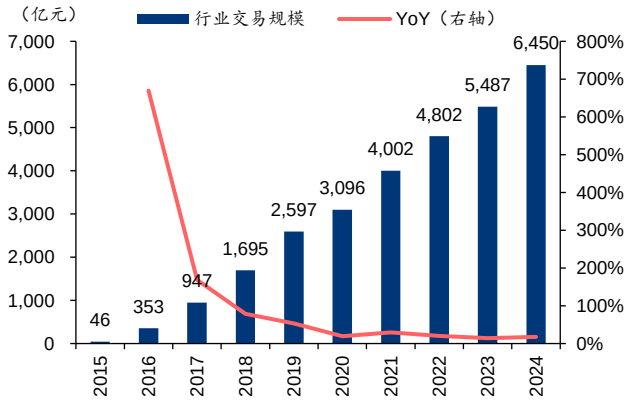


资料来源：爱回收数据来自万物新生季报，转转数据来自转转官网，闲鱼数据来自 36 氪未来消费，华泰研究

线上渠道：二手电商快速发展，综合和垂类电商各有千秋

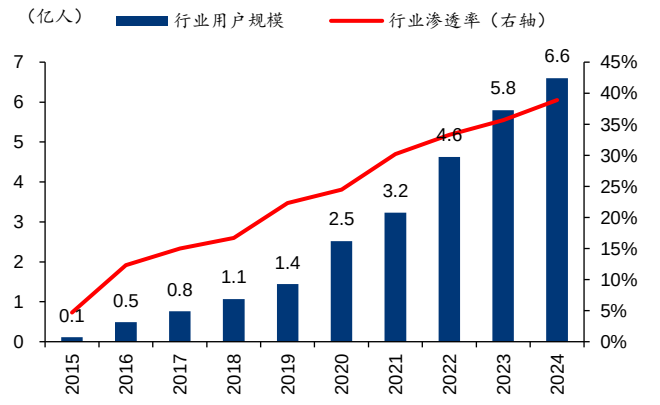
二手电商交易规模突破 6,400 亿元，行业渗透率快速提升。根据电数宝电商数据库，我国二手电商交易规模从 2015 年的不足 50 亿元逐年增长至 2024 年的 6450 亿元，始终保持双位数以上增长，期间 CAGR 为 73.2%。二手电商的用户规模持续增长，24 年用户规模为 6.6 亿人/同比+13.79%，其中闲鱼用户数已经突破 5 亿，转转通过收购红布林、推出“千城计划”，构建“全品类+服务”生态，女性用户快速增长。受益于消费观念转变、政策红利、平台模式创新和技术驱动，我国二手电商行业渗透率从 2015 年的 4.7%提升至 2024 年的 38.9%。

图表20：2015 年以来二手电商行业交易规模及 YoY



资料来源：电数宝，华泰研究

图表21：2015 年以来二手电商用户规模及行业渗透率



资料来源：电数宝，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

参与企业众多，并形成了两类鲜明的商业模式路径。1）C2C 模式（如闲鱼）：运营模式相对较轻，强调社区属性，专注中长尾非标准化商品的二次流通，致力于满足消费者多样化分层的二手商品购买需求，谋求建立“逛”的心智。2）C2B2C 模式（如万物新生）：运营模式相对较重，致力于解决高价值二手物品的标准化定价与信息不透明问题。我们认为这几类商业模式各有特色，多举措并行致力于解决二手交易过程中的痛点，适用于不同类型的二手商品，满足了不同消费者需求，为用户进行二手平台买卖提供了不断成熟的基础设施，相辅相成共同推动了我国二手经济的繁荣发展。

图表22：2024 年二手电商参与企业图谱



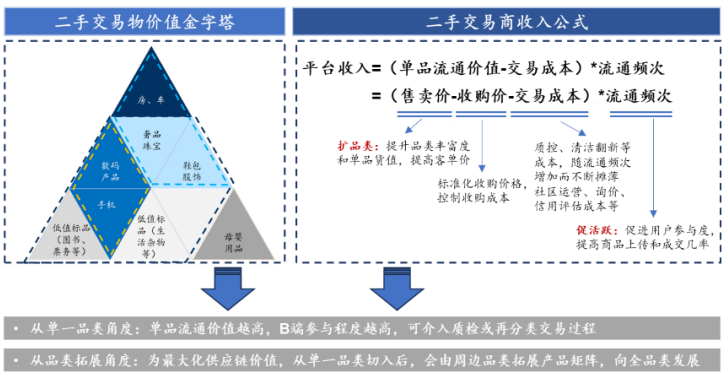
资料来源：网经社《2024 年度中国二手电商市场数据报告》，华泰研究

竞争要素拆解：扩品类促活跃，供给端稳量压价

二手参与商的收入=流通频次*（单品流通价值-B 端维护成本）=流通频次*（出售价-回收价-B 端维护成本）。从产品角度，平台作为二手交易沟通买卖双方的重要中介或实际参与者，其主要目标是通过提升流通效率和降低交易摩擦来尽可能提高用户出售和购买二手商品的意愿，提高消费者在交易过程中的体验。所以不论是 C2C、C2B2C、B2B2C 模式，都在追求各类商品的共同流转和单个商品的多次流转，来实现平台交易的增长。其核心在于买家和卖家的利益平衡，实现对交易物品的价值互认，B 端参与的商业模式更关注维护成本的降低，而 C 端平台更关注流通频次的提高和覆盖商品种类的丰富。我们认为这几类商业模式各有特色，满足了不同消费者需求，相辅相成共同推动了我国二手经济的繁荣发展。

基于收入要素拆解，我们认为二手电商平台的核心竞争要素为：1）平台化和集中化：平台化能够触达更多二手闲置的卖家和买家，实现规模扩大和品类丰富，同时省略传统线下二手模式下，回收再转卖的多个环节，减少垫付或预支回收款等大额现金流出但回款不及时的风险，有利于平台现金流转。2）对 C2C 平台：拓展品类覆盖范围，提高用户活跃度和用户规模，通过佣金、广告、增值服务多样化收入渠道。3）对 C2B2C 平台：提高对上游回收端的覆盖，可通过增加线下回收门店、与品牌商、运营商战略合作实现。部分头部平台整合全产业链，减少中间流通环节，提高流通效率，赚取多层价差。提升平台上下游议价能力，避免规模越做越大，亏损越来越多的情况。

图表23：二手交易物品流通价值及二手交易商收入要素组成



资料来源：鲸准《2019 循环电商产业白皮书》，互联网怪盗团《二手电商交易的市场与心理研究》，华泰研究

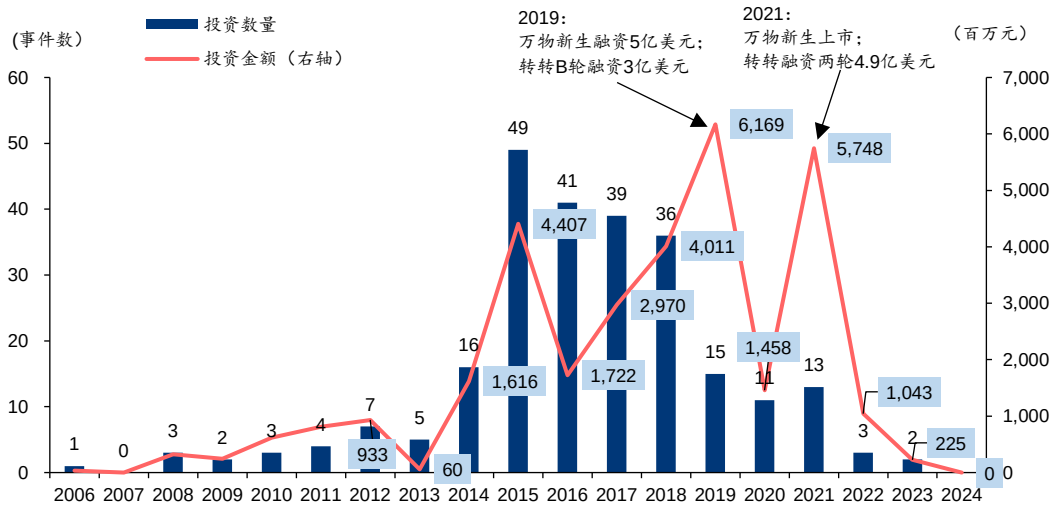
下载日志已记录，仅供内部参考

竞争格局分析：细分龙头先发优势显著，格局有望向龙头集中

市占率角度：当前各细分二手赛道马太效应初步显现，头部平台凭借流量、资金与履约能力持续扩大份额，行业集中度加速提升。以二手 3C 赛道为例，万物新生、转转、闲鱼三家龙头各自构建起从回收到销售全链条协同的产业生态，CR3 份额从 2020 年的约 11%增长至 21%（灼识咨询）。当前平台信用逐渐成为二手消费决策的默认选项，挤压个体商户的生存空间。“平台即品牌”趋势下，缺乏品牌背书的分散商家被迫转型。部分商家牺牲定价权，采用寄卖等形式融入平台认证体系。部分聚焦特定长尾需求。总体看，用户与优质供给持续向头部汇聚，新进入者获客成本攀升，“强者恒强”格局正加速形成。

一级市场投资动态显示，二手赛道近年格局集中趋势明显。我们以“二手物品”为关键词在 IT 桔子搜索，融资案例数量高峰为 2015-2018 年，2019 年之后融资案例较少且主要为万物新生、转转两家独角兽公司大额融资，反映赛道格局日渐清晰，新进入者机会较少。

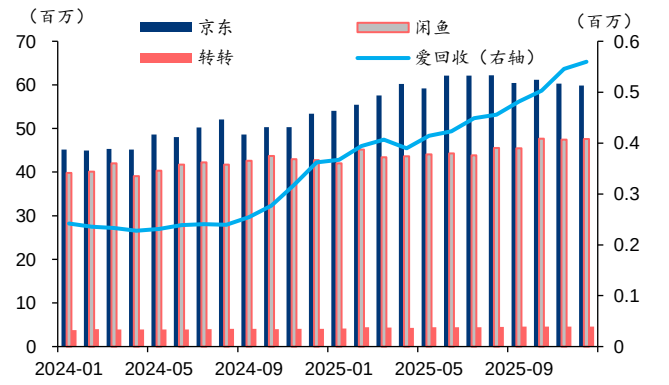
图表24：二手赛道历年融资情况



资料来源：IT 桔子，华泰研究

用户活跃角度：闲鱼在 C2C 领域积淀庞大的用户基础，万物新生受益京东精准导流。据 QuestMobile 数据，2025 年 5 月闲鱼 MAU（月活跃用户）达 2.05 亿人/同比+22.1%，活跃率（DAU/MAU）为 24.6%，由于 C2C 模式覆盖品类广、交易相对高频，闲鱼用户数量在二手平台中处于领先。C2B2C 平台中，万物新生集团旗下的高端二手交易平台“拍拍”主要依托京东运行，且京东主站内嵌爱回收小程序，可提供以旧换新和闲置回收服务。京东精准的 3C 用户流量对万物新生业务有较大赋能。

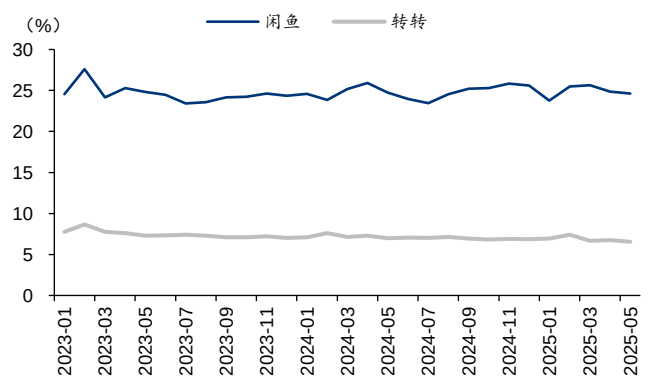
图表25：二手相关平台 MAU（月活跃用户）对比



注：仅覆盖 iOS 用户数据

资料来源：SensorTower，华泰研究

图表26：闲鱼/转转 活跃率（DAU/MAU）对比



资料来源：QuestMobile，华泰研究

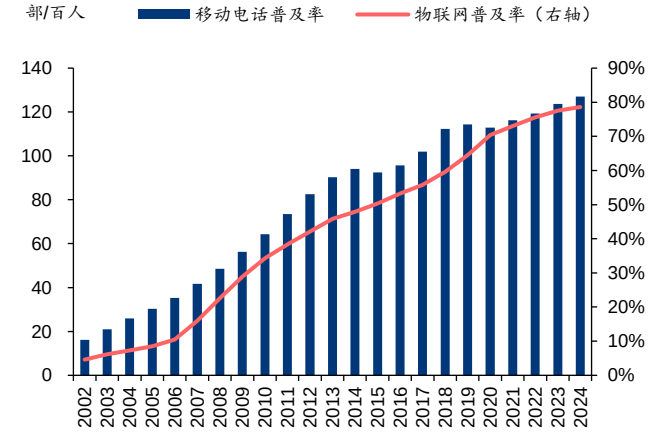
下载日志已记录，仅供内部参考

垂类赛道空间广阔，看好二手 3C 电子行业潜力

1#二手消费电子：供给驱动的千亿级蓝海市场，下沉需求强劲

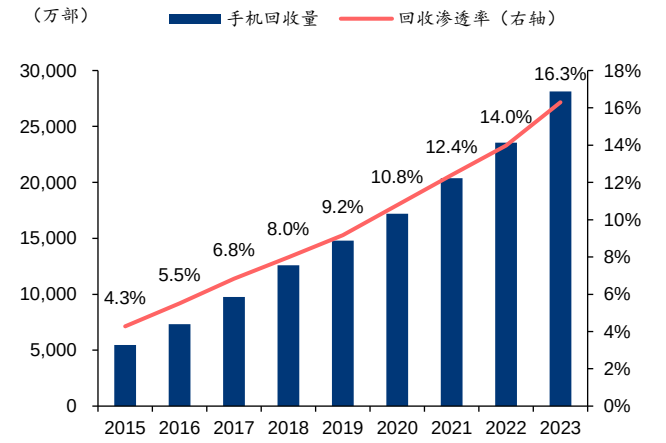
行业发展驱动力：移动电话全面普及，二手回收渗透率提升。根据中国循环经济协会 2024 年的数据，我国废旧手机存量已超 20 亿部，闲置设备存量大。根据智研咨询，我国手机回收渗透率已从 2015 年的 4.3%上升至 2023 年的 16.3%，但相较美国、日本 55%以上的回收率还有较大提升空间（弗若斯特沙利文）。考虑到大企业主导的回收基础设施日渐完善，绿色循环和理性消费理念普及，我们认为未来消费者的回收意愿将持续提升。

图表27：2002-2024 年移动电话和互联网普及率



注：2015 年移动电话用户口径有调整，移动电话普及率与往年不可比
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表28：2015-2023 中国手机回收量及渗透率



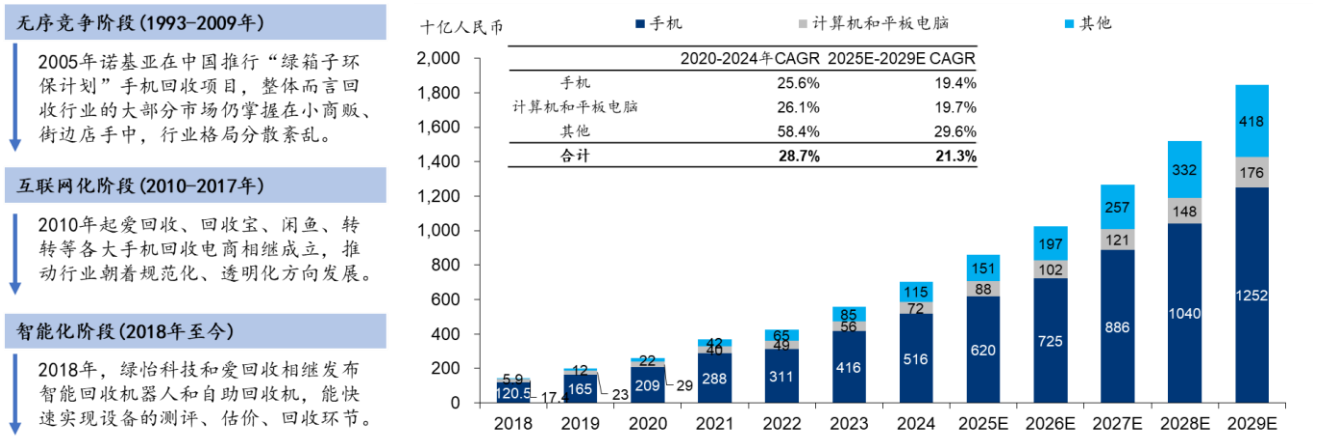
注：回收渗透率=手机回收量/在用手机总数=手机回收量/（移动电话普及率*人口）
资料来源：国家统计局，智研咨询《2024-2030 年中国手机回收行业市场全景调查及前景战略分析报告》，华泰研究

二手消费电子规模快速增长。随着二手交易的便利性和规范性提高，居民消费理念变迁，我国二手消费电子产品交易市场规模快速增长。根据弗若斯特沙利文，中国二手 3C 产品总交易规模从 2019 年的 1988 亿元增长至 2024 年的 7020 亿元，对应 CAGR 达 28.7%，预计到 2029 年行业规模将进一步增长至 1.8 万亿元，2025-2029 年 CAGR 达 21.3%。根据观研网，2020 年至 2023 年，我国二手手机交易量从 1.52 亿部增长至 2.43 亿部，几乎翻番。分品类看，在二手消费电子交易中，二手手机交易额最高，2023 年占比达 74.7%。弗若斯特沙利文预计，2029 年可供转售或回收的二手手机将达到 10.49 亿台，整体二手 3C 消费电子可供交易或回收量于 2029 年达到 15.45 亿台。

此外，AI 浪潮或将驱动换机周期缩短，并推升二手需求。我们预计 AI 技术的快速发展将推动消费电子产品迭代提速，缩短居民的换机周期，为二手市场提供充足供给。同时，存储芯片等核心元器件持续涨价，一方面提升二手手机的回收残值，居民出售旧机的经济收益提升，变现意愿增强；另一方面推高新机零售价，二手手机性价比优势进一步凸显，吸引更多价格敏感型消费者。供需两端共同催化，驱动二手消费电子行业保持高增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表29：中国二手消费电子产品交易市场规模（按流转交易额计）

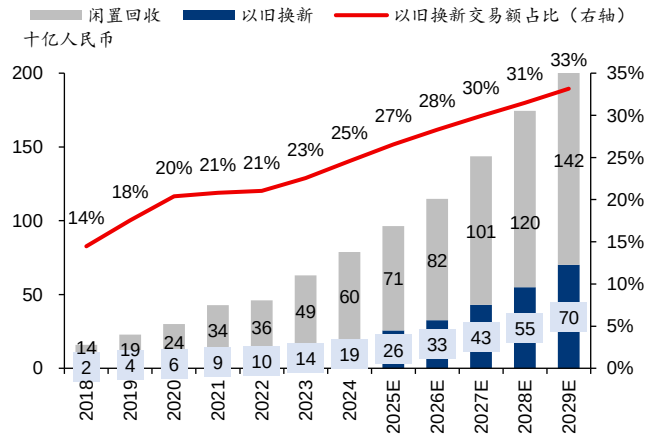


注：“流转交易额”指二手商品所有流转环节的加总交易金额，包括回收、终端销售、B2B 流转、二手商品卖家与终端买家直接交易等形式；“其他”包括耳机、照相机、便携式播放器及可穿戴式电子产品。

资料来源：智研咨询《2024-2030 年中国手机回收行业市场全景调查及前景战略分析报告》，弗若斯特沙利文，闪回科技招股说明书，华泰研究

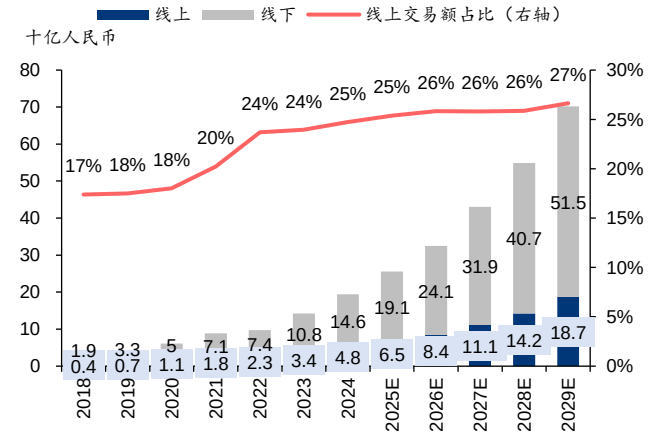
闲置回收为主要回收方式，以旧换新快速发展。当前手机回收主要分为闲置回收和以旧换新两种方式，前者是指个人消费者或商户回收装置以换取现金，后者是指个人消费者或商户以旧装置换取补贴来购置新设备。根据弗若斯特沙利文，2024 年闲置回收/以旧换新途径的交易额分别为 595/194 亿元，分别占比 75%/25%，预计到 2029 年分别增长至 1415/702 亿元，对应 CAGR 分别为 29.3%/18.9%。以旧换新渠道有助于推动新设备销售，同时培养消费者忠诚度，近年来快速发展，沙利文预计以旧换新渠道在手机回收的交易额中占比有望从 2024 年的 25%增长至 2028 年的 33%。分渠道看，2024 年线上/线下的二手手机以旧换新交易额分别为 48/146 亿元，预计 2029 年线上/线下交易额分别增长至 187/515 亿元，线上/线下占比分别为 27/73%。

图表30：2018-2029E 中国手机回收市场交易额：以旧换新+闲置回收



资料来源：弗若斯特沙利文，闪回科技招股书，华泰研究

图表31：2018-2029E 中国以旧换新的手机回收交易额的渠道明细

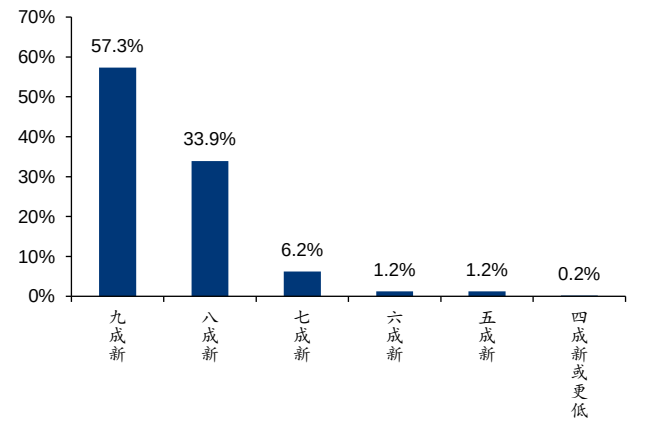


资料来源：弗若斯特沙利文，闪回科技招股书，华泰研究

供给驱动的蓝海，下沉市场消费需求强劲。由于存量储备充足，二手手机回收行业主要由供给驱动，成色好的手机能经过简单处理直接进入流通渠道销售给终端消费者，而成色稍差的手机可通过 B 端介入实现拆机翻新或回收再利用，处理渠道成熟完善。根据头豹研究院，现阶段，中国手机回收行业产品整体呈现高线城市向低线城市流通的趋势，2019 年一线城市的二手手机在本地销售占比仅占 10%，剩余 90%流向其他城市；而三线及以下城市的二手手机中 90%均被本地销售渠道消化，下沉市场二手手机消费需求更为强劲。从用户接受度来看，根据企鹅智库 2020 年发布的《智能手机报告》，约 30%的网民换机时会考虑二手手机，超 90%的网友能接受八成新和九成新的二手手机，能够接受七成新的二手手机的网民骤降至 6.2%，定价在原价的 60%-70%最为理想。

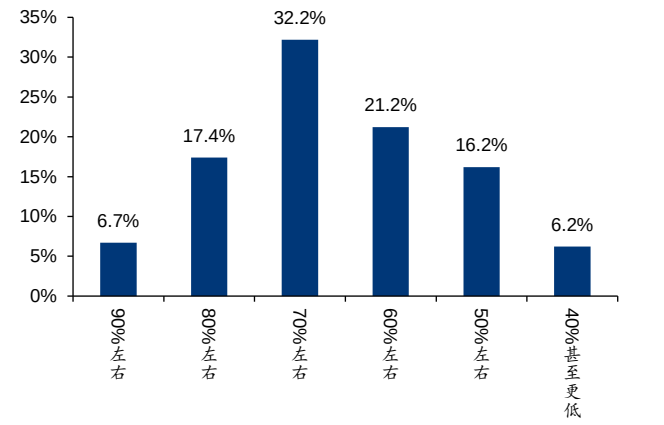
下载日志已记录，仅供内部参考

图表32：对手机新旧的最低接受界限



资料来源：企鹅智库《智能手机报告》（2020.11），华泰研究

图表33：购买二手手机，能接受的原价最高百分比



资料来源：企鹅智库《智能手机报告》（2020.11），华泰研究

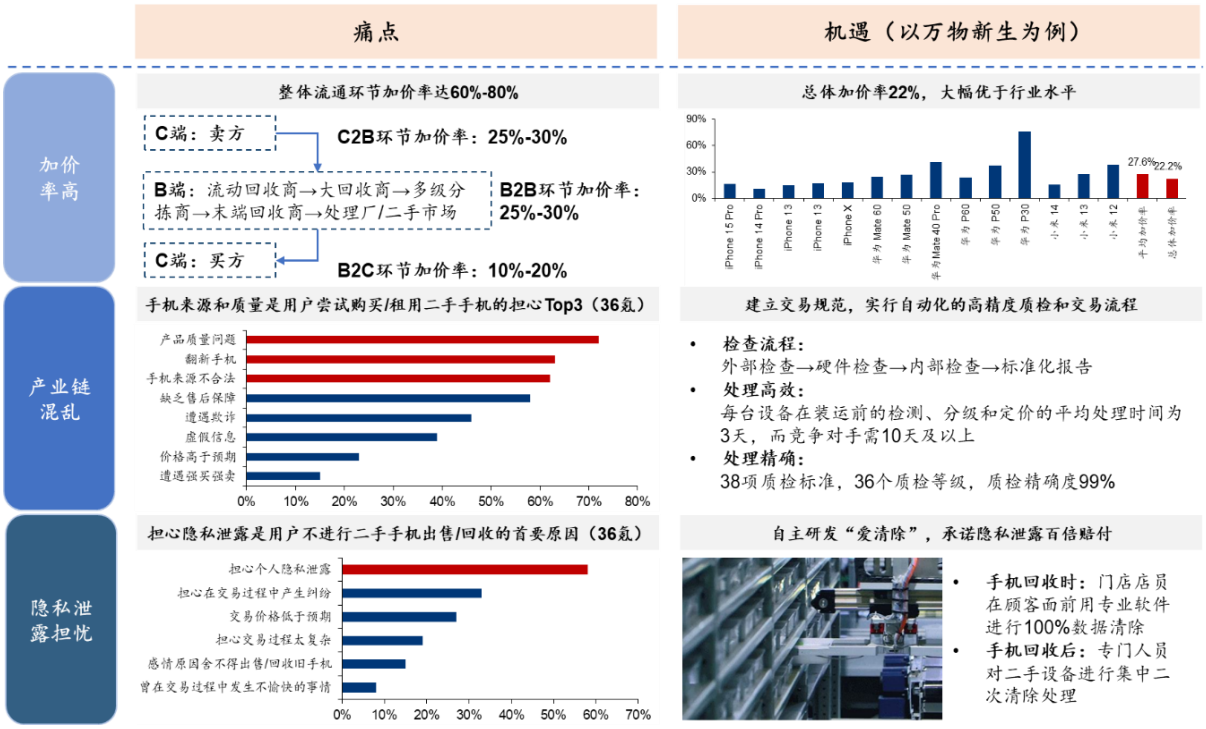
交易痛点包括产业链混乱、加价率高等。二手消费电子交易始于 1990s，起初是传统的线下交易，随着电子产品的普及和二手手机交易市场的不断扩张，传统商户开始聚集，逐渐有了规模化、固定化的交易场所，诞生了中关村电子市场、华强北电子街等线下大型电子卖场。我们认为目前二手消费电子行业的主要痛点包括：加价率高、产业链混乱和隐私数据泄露三大问题。

- **痛点 1：加价率高。**二手手机等消费电子产品从回收收集到重新进入消费市场，需经过多重环节，包括居民➡流动回收商➡大回收商➡多级分拣商➡末端回收商➡处理厂/二手市场➡消费者，考虑到一定的周转滞销风险，二手商品中介商往往具备较强的回收压价诉求，以追求相对稳定的利润率空间与资金周转效率，传统的多层分销渠道导致整体加价率高达 60%-80%，根据万物新生招股书，行业二手电子设备回收业务 C2B 环节加价率约为 25%-30%，B2B 环节加价率约为 25%-30%，B2C 环节加价率约为 10%-20%。
- **痛点 2：产业链混乱。**由于二手交易天然的信息不对称，二手产品的质量往往无法得到保障，部分商家存在以翻新机、水货机、高仿机等以次充好等问题，根据 36 氪《二手手机行业研究报告》，手机来源不合法、翻新手机、产品质量问题成为消费者在尝试购买二手手机的主要顾虑。
- **痛点 3：隐私泄露担忧。**不同于其他二手产品，二手手机等电子产品承载了用户大量私人信息，包括身份、地址、密码等敏感个人数据，在二手手机重新销售和流通之前，对此前机主的信息清理至关重要，据 36 氪《二手经济下的用户观察报告》数据显示，在没有进行过二手手机交易的用户中，58%的用户最担心个人隐私被泄露。

行业痛点既是挑战也是机遇，为龙头发展铸就壁垒。以行业龙头万物新生为例，万物新生凭借在供给侧、处理侧和销售侧的多点布局，以技术创新驱动各个环节的交易痛点解决，铸就差异化的竞争力和壁垒，创造利润空间。1）加价率问题：万物新生凭借“C2B+B2B+B2C”的全产业模式布局，充分扩容需求端与供给端丰富度，实现了相对更具规模优势的供需匹配网络，既驱动收入规模保持快增，也提升了盈利能力。我们选取头部品牌常见的二手手机型号作为样本，通过回收价和平台出售价计算当日加价率，结果表明爱回收加价率平均值为 27.6%，总体加价率为 22.2%，大幅优于传统产业链水平。2）产业链问题：万物新生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，实行自动化的高精度质检和交易流程，确定 38 项质检标准和 36 个质检等级，质检精确度达 99%。3）隐私数据问题：万物新生自主研发“爱清除”，通过多次数据擦写与覆盖，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，彻底杜绝用户数据被恶意恢复，有效防止用户隐私泄露及数据隐私安全事件发生。并承诺一旦隐私泄漏，将进行 100 倍赔付。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表34：二手消费电子交易痛点和万物新生对应举措

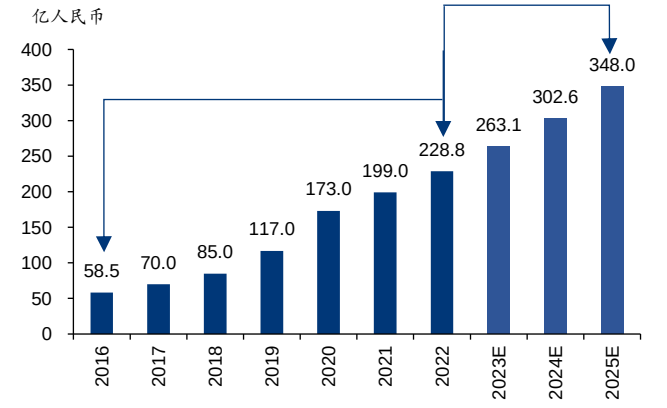


资料来源：36 氪《二手经济下的用户行为观察报告》，36 氪《二手手机行业研究报告》，爱回收，拍拍严选，万物新生招股书，万物新生官网，华泰研究

2#二手奢侈品市场：初具百亿市场规模，提高转化率为核心

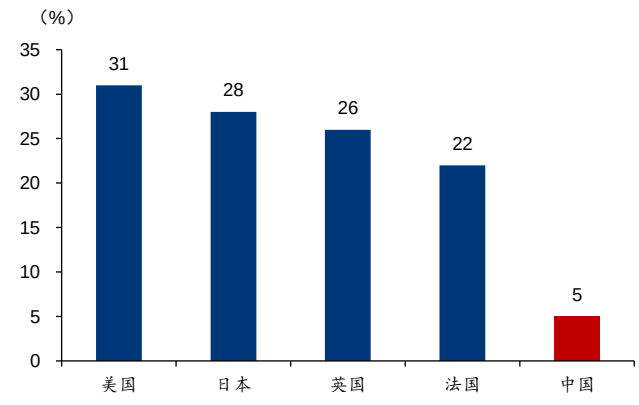
2019 年起我国二手奢侈品市场初具百亿规模。随着循环时尚理念的加速普及，产业链成熟和平台化建设，二手奢侈品市场在我国快速发展，主要产品包括二手箱包皮具、服饰鞋帽等，代表性奢侈品牌包括爱马仕、古驰、香奈儿等。

图表35：2016-2025E 中国二手奢侈品市场规模



资料来源：益普索&红布林《2023 年循环时尚行业趋势报告》，华泰研究

图表36：各国二手奢侈品流转率对比



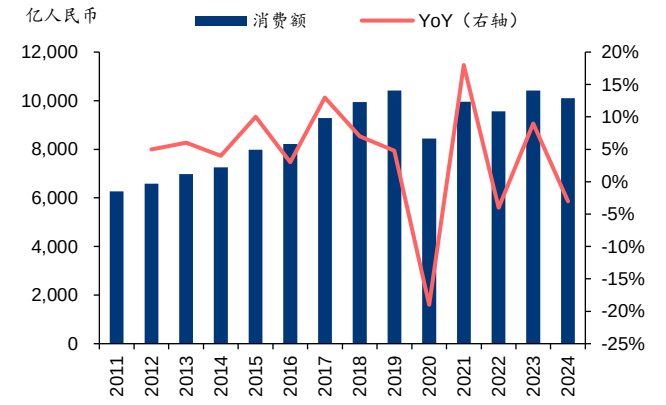
资料来源：头豹研究院《2021 年中国二手奢侈品行业概览》，华泰研究

存量市场大流转率低，对标海外市场潜力大。根据要客研究院发布的《2024 中国奢侈品报告》，2024 年全球奢侈品市场规模为 2.8 万亿人民币（同比+3%），其中中国人奢侈品消费额达 1.01 万亿人民币（同比-3%），占全球比重为 36%，国人奢侈品消费额位居全球第一。一手奢侈品消费的持续增长构成了二手奢侈品重要的存量市场，据要客研究院预测，截至 2024 年我国存量奢侈品价值超 3 万亿元人民币，是境内奢侈品市场年销售额的 5 倍；但根据贝恩 2025 年发布的报告，中国二手奢侈品市场渗透率依然处于低位，占奢侈品总市场的比例不到 10%，远低于发达市场 20%-30%的水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

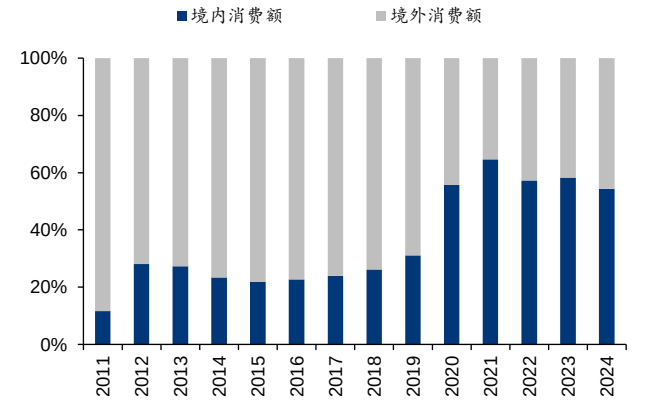
我们认为奢侈品具备一定的保值属性，存量储备充足，随着商业模式的完善，二手奢侈品市场有望进一步增长，根据益普索预测，2025 年我国二奢市场规模有望达 348 亿元，2022-2025 年 CAGR 达 15.0%。我们认为随着人均奢侈品保有量逐步提升、奢侈品消费中更新换代的需求占比提升，二手奢侈品市场渗透率有望向发达国家靠近，有望带动二奢市场规模实现翻倍以上的成长空间。

图表37：2011-2024 年中国人全球奢侈品消费额



资料来源：要客研究院《2024 中国奢侈品报告》，华泰研究

图表38：2011-2024 年中国人境内外奢侈品消费额占比变化



资料来源：要客研究院《2024 中国奢侈品报告》，华泰研究

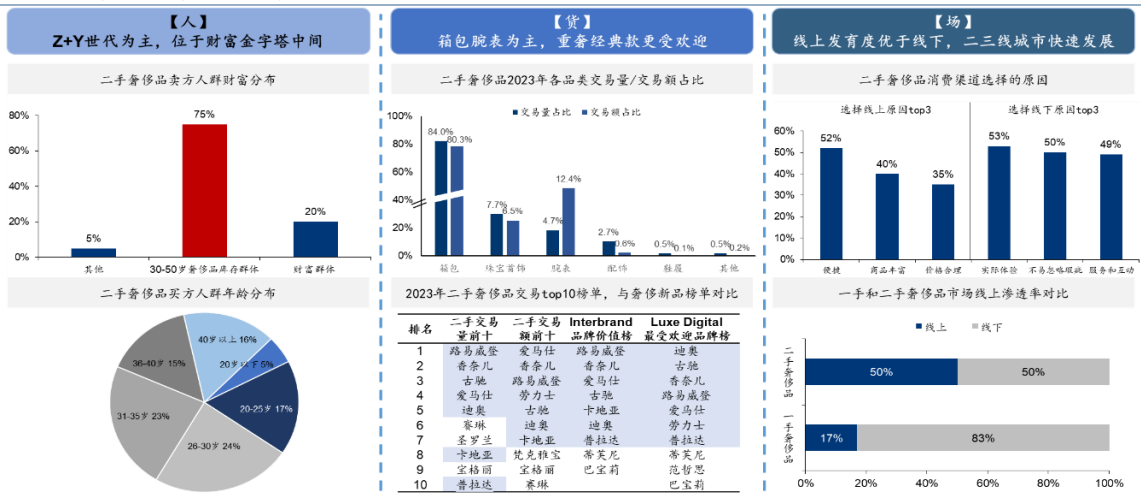
人：Z 世代和 Y 世代为主，位于财富收入金字塔的中间。二手奢侈品市场的核心参与群体，集中于居民收入与财富金字塔的中层圈层。这类群体具备正品奢侈品消费诉求，同时价格敏感度较高、看重消费性价比，也有存量奢侈品闲置变现、以及迭代升级款式置换的现实需求。根据中国奢侈品研究中心报告，当前二手奢侈品关注人群以女性为主导，Z 世代和 Y 世代群体加和占比达 80%+，其中 Y 世代（35 岁以上）有稳定经济收入和有一定社会地位，具有较多的奢侈品库存和升级置换需求，Z 世代（20-30 岁）对奢侈品具有强消费需求，购买力较为有限且拒绝高仿货，因此成为二手奢侈品市场的活跃参与群体。

货：以箱包腕表为主，重奢经典款更受欢迎。二手市场畅销商品类同一手市场，一手奢侈品市场是二手市场的风向标，但是由于一手市场到二手市场需要时间沉淀，因此往往经典款供给并成交更多。据中国奢侈品研究中心报告数据，1）品类分布上，箱包交易量和交易额占比分别为 84%/80%，腕表成交金额占比次之，达到 12%。2）品牌分布上，二奢的交易品牌和一手奢侈品整体趋同，全品类交易量前五的品牌为路易威登、香奈儿、古驰、爱马仕和迪奥，这五大品牌分别位列 Interbrand 品牌价值榜第 1/2/4/3/6，Luxe Digital 品牌榜第 4/3/2/5/1，少数超级赢家主导了一手和二手奢侈品市场，集团化趋势明显。

场：线上发育度优于线下，二三线城市快速发展。二手奢侈品在线上天然具有聚合分散市场、调度货源的优势，线上的发育度优于线下。根据要客研究院，2019 年中国二手奢侈品市场线上渗透率已达到 50%，远远高于一手市场 17%的线上渗透率。根据益普索和红布林 2023 年调研，线上平台凭借便捷性、丰富性和价格优势，成为用户主要的信息渠道和交易渠道，而线下门店的优势主要体现在实际产品体验、更安心的保障和更好服务。城市分布上，一线城市二奢交易的绝对占比高，二三线需求随着线上市场的拓展增长很快。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表39：二手奢侈品市场【人货场】分析

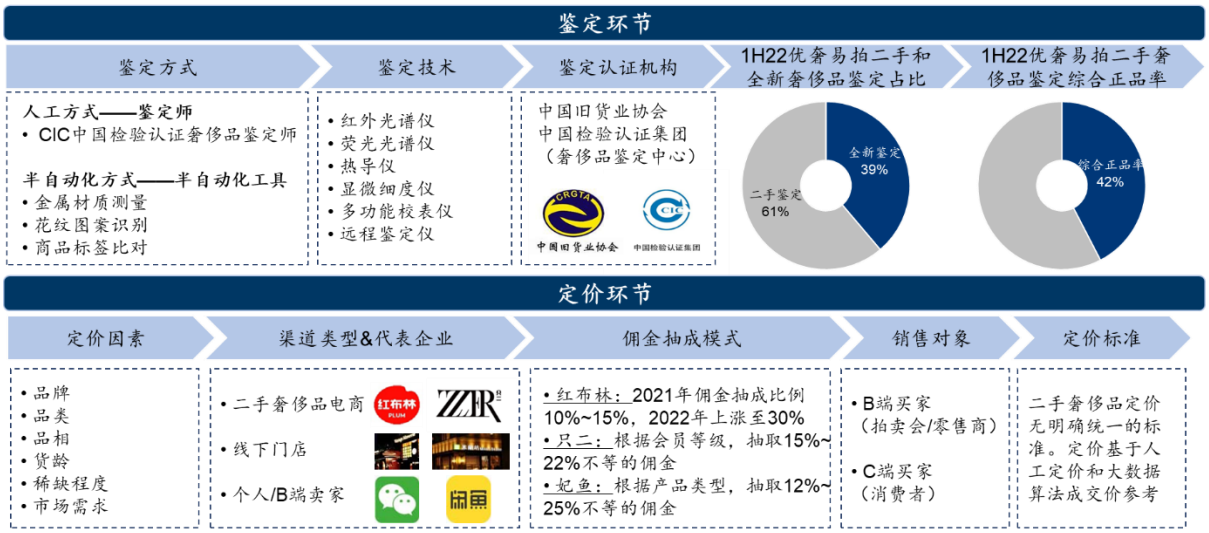


资料来源：中国奢侈品研究中心《中国二手高端消费品线上卖方(回收)市场发展研究报告 2024》，要客研究院《2019 中国二手奢侈品报告》，益普索&红布林《2023 年循环时尚行业趋势报告》，华泰研究

二奢发展关键是提高转化率，核心痛点是鉴定和定价。从产业链来看，二奢上游卖家包括个人卖家和 B 端公司，货源充足但分散，中游主要提供鉴定、定价和销售服务，下游消费者年轻特征显著，更偏好一线品牌经典款。中游鉴定资源匮乏、定价无统一标准，成为行业发展的主要痛点。

- **鉴定环节：**当前奢侈品的主要鉴定方式包括鉴定师的人工鉴定和半自动方式检测，我国专业鉴定师人才相对匮乏，随着线上渠道的发展，奢侈品假货销售的渠道更多、成本更低。根据优奢易拍，1H22 闲置奢侈品交易量同比+14.3%，但综合正品率仅为 42.4%，同比-6.2%，货源真实性成为消费者的最大顾虑。
- **定价环节：**二手奢侈品在定价时主要考虑因素包括品牌、品类、品相、货龄、稀缺程度等，当前线上平台主要采取佣金模式影响卖方定价或终端售价。红布林抽取佣金从最初的 10%~15%上涨至 2022 年的 30%，2023 年红布林宣称不再收取佣金，允许卖家自主设置到手价，但会对产品真实售价进行调控，本质仍是通过调整交易环节的费用结构获取收益，相关成本最终传导至终端消费者，真实加价率仍然达到 30%；只二根据卖家会员等级的不同，收取 15%-22%的佣金；妃鱼平台根据商品的最终定价梯度收费，各品类存在细微差别，抽佣比例约 12%~25%，在此基础上还会收取一定的鉴定服务费、洗护服务费等。随着二奢交易平台初具规模，价格谈判能力增强，在行业缺乏统一定价标准和规范的情况下，对卖家利益空间和售卖积极性造成较大影响。

图表40：二手奢侈品市场核心痛点：鉴定环节的假货问题和定价问题的不统一



资料来源：头豹研究院《2021 年中国二手奢侈品行业概览》，优奢易拍《2022 年上半年闲置奢侈品发展报告》，华泰研究

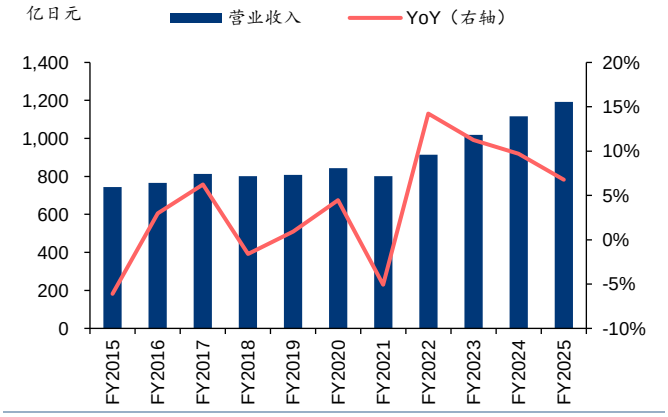
下载日志已记录，仅供内部参考

3#二手图书：低价值标品，市场规模潜在增长空间受限

全球二手书典范：日本 BOOK-OFF，始于旧书，不止于旧书。BOOK-OFF 诞生于日本泡沫经济破灭时期，其创始人坂本孝此前经营二手乐器，并发现了二手图书的市场机会。1990 年，BOOK-OFF 在神奈川开出第一家书店，截至 25 年 5 月末，BOOK-OFF 已在全球开店 846 家（日本开店 744 家，海外开店 43 家，其他门店 59 家）。BOOK-OFF 采取 C2B2C 模式，先从消费者手中直接回收二手书籍，将旧书分为 ABC 三个等级，A 级成新度高，进货后简单处理后可直接出售，B 级有使用痕迹但可回收，C 级则不予回收。在经过消毒翻新等处理后，BOOK-OFF 将“新古书/次新书”以相对较低的价格转给消费者，并提供新书书店一样的阅读环境，民众称之为“新古书店”。2007 年 BOOK-OFF 开设线上销售网站 BOOK-OFF ONLINE，并于 2020 年推出 APP，将交易出售的品类由传统图书拓展至动漫、游戏卡、光盘软件、玩具、手机电脑、乐器、服饰等。据公司财报，FY25（2024/6/1-2025/5/31），公司净销售额达 1192.05 亿日元，同比+6.8%；经营利润 34.48 亿日元，同比+13.0%。

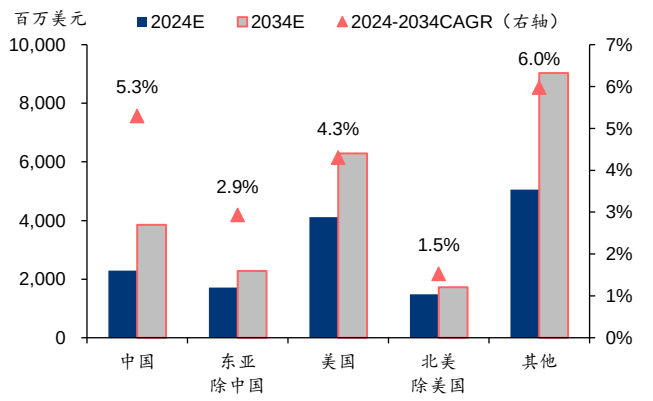
中国二手书属于低价值标品，供需两端限制因素阻碍发展。闲置商品流通价值（物品残值-交易成本）是决定品类发展成熟度的关键因素之一，物品流通价值越高，B 端越有动力介入质量检测、维护保养和信用背书环节，盈利空间更广阔。由于中国新书定价较低，且普遍采用打折销售方式，二手书籍的利润空间较低，属于低流通价值的闲置物品，叠加需求端国民阅读意愿下降，所以中国暂时无法诞生类似 BOOK-OFF 的二手图书巨头。根据 Fact.MR 预测，中国二手书的市场规模有望从 2024 年的 23 亿美元增长至 2034 年的 39 亿美元，对应 CAGR 为 5.3%。

图表41：BOOK-OFF 历年营业收入统计



注：2021 年 BOOK-OFF 将财年日期截止日从 3 月 31 日调整到 5 月 31 日
资料来源：Capital IQ，华泰研究

图表42：全球二手书市场规模预测



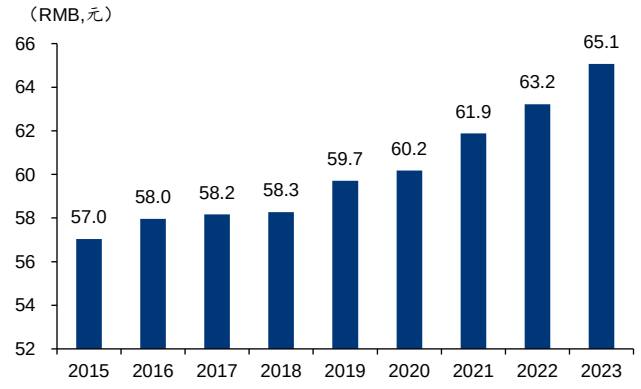
资料来源：Fact.MR，华泰研究

供给侧对比日本：中国新书定价低，一/二手之间利润空间小。日本实行“图书再贩制度”（Resale Price Maintenance System），出版社根据成本和各环节利润占比制定图书价格后，无论是实体书店还是电商平台，都不能随意打折，所以新书都是以原价售卖，定价高昂。而我国新书定价虽然有所上涨，但存在“高定价低折扣”现象，在电商平台大促时新书折扣能达到 5 折甚至更低，且我国盗版书新书和二手书之间的差价空间小。根据日本国统局，2023 年日本新书平均价格为 1,305 日元（折合人民币 65 元），而同期中国新书均价仅 47.5 元，且图书零售折扣力度从 2022 年的 66 折增至 2024 年的 59 折，对应零售端新书均价仅为日本新书价格的不到一半（开卷数据）。

需求侧对比日本：中国国民图书消费频率低，消费意愿较弱。随着移动互联网发展，短视频作为新兴媒体形态逐渐渗透，根据中国网络视听节目服务协会于 25 年 3 月发布的《中国网络视听发展研究报告（2025）》，截至 2024 年末我国短视频用户规模达 10.4 亿人/占整体网民的 93.8%，人均单日使用时长达 156min，居所有互联网应用首位。同时伴随无纸化阅读开始流行，纸质图书的需求进一步被挤占。根据新华社历年全国国民阅读调查结果，我国成年国民人均纸质图书阅读量从 2011 年的 4.35 本缓慢增长至 2024 年的 4.79 本，而同期的人均电子书阅读量从 1.42 本增长至 3.52 本。同时根据北京开卷数据，2024 年我国整体图书销售市场码洋规模为 1,129 亿元，同比-1.52%。国民实体读书意愿下降导致一手图书市场规模萎缩，进而影响二手图书市场发展。

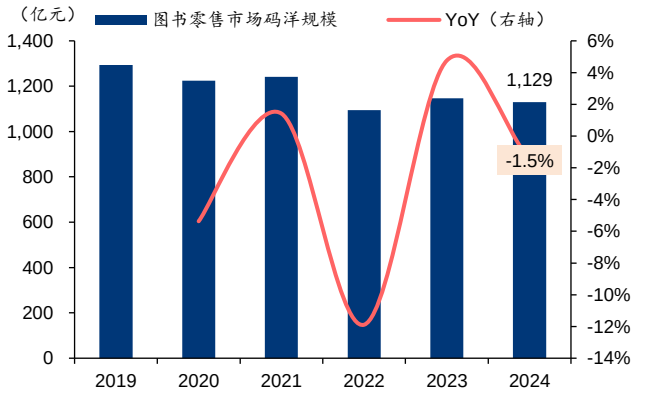
下载日志已记录，仅供内部参考

图表43：2015-2023 年日本书籍新刊平均价格



注：取 2025.7.3 汇率进行换算，1 日元=0.049861 人民币
资料来源：日本国家统计局，华泰研究

图表44：2019-2024 年我国图书零售市场码洋规模统计



资料来源：北京开卷，华泰研究

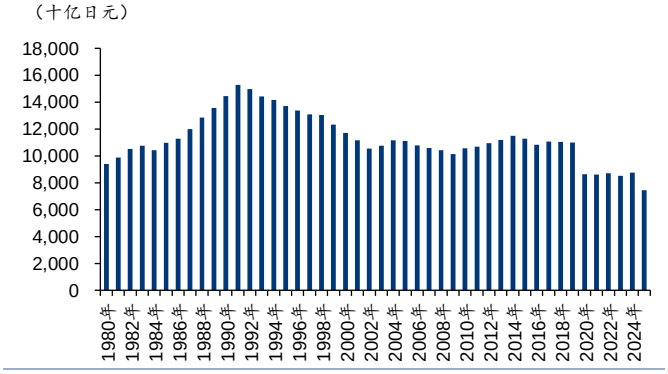
4#二手服饰：有效零售供给有限，需求端接受度仍需提升

我国国内二手服饰供给庞大，但尚未形成充分规模化的独立零售市场。据新华网，我国每年产生大量废旧纺织品，旧衣回收后主要流向捐赠、出口、国内流通和再生资源利用，其中可二次销售衣物约占回收总量 35%，对应经济价值约 150 亿-180 亿元；若按千万吨旧衣、5000 元/吨转手价格测算，理论年销售空间可达 500 亿元。但当前我国旧衣二次销售仍以小门店、地摊和线上交易为主，规范化、品牌化和规模化程度仍低。国内二手服饰更多作为综合性二手平台的一部分业务，高价值品类优先跑通：C2C 平台主要承接长尾闲置服饰交易，发布门槛较低、SKU 丰富。C2B2C/B2B2C 模式下平台更侧重高端品牌/奢侈品服饰回收，通过鉴定、分级定价等方式提升交易确定性。

海外旧衣回收市场：关键在于供给体系、零售场景及消费心智。

日本："人货场"优势兼具，二手服饰市场蓬勃发展。据日本《再利用经济报》，2024 年日本二手衣料服饰市场规模达 6,392 亿日元/yoy+8.1%，线下筛选陈列和线上撮合共同支撑日本二手服饰市场发展。1）供给端，日本服饰消费在 1991 年前后达到 15.3 万亿日元峰值（日本经济产业省），于泡沫经济前后较高的奢侈品及品牌服饰消费沉淀了可进入二次流通的品牌化、高残值存量，且 21 世纪初具备大量进口优质供给补充（日本于 2006 年之前一直为旧衣进口大国，朝日新闻），叠加经济下行后已有较成熟线下交易场景，优质供给经挑选后以较好成色陈列展现并进入交易。2）需求端，日本底层文化中存在"物尽其用"这一观念，这一概念包括减量、重复使用、回收利用，并强调对物品和环境的尊重（日本国家旅游局），这一观念下日本消费者对旧衣/旧物的再利用接受度较高。

图表45：日本服饰消费市场规模



资料来源：日本经济产业省，华泰研究

图表46：部分日本二手服饰销售平台

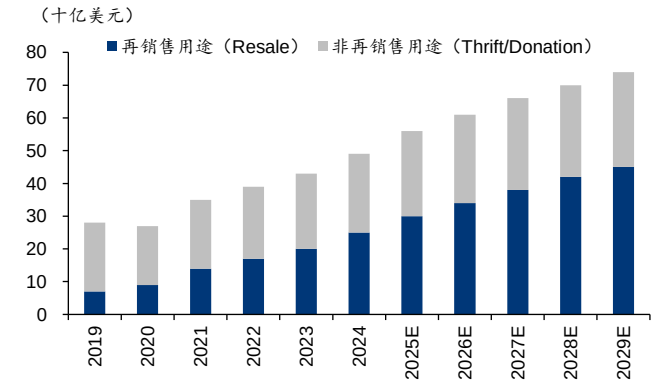


资料来源：各品牌官网，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

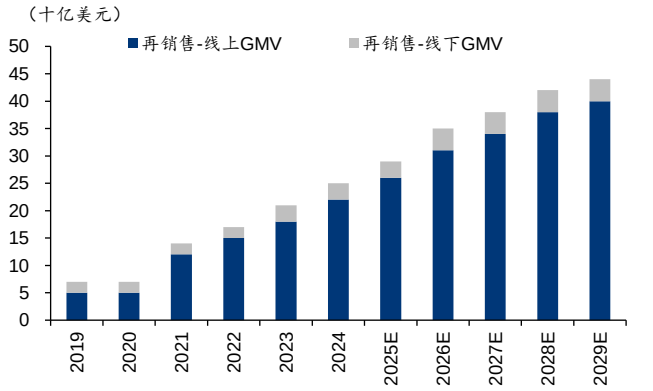
美国：线下社区旧货体系成熟，线上多平台覆盖不同垂类。据 ThredUP，2024 年美国二手服装市场规模约 490 亿美元/yoy+14%，其中 Resale（经过平台筛选后的二手商品销售，线上居多）与 Non-resale（传统二手旧货交易，线下居多）各占约 50%。1）供给端，美国已形成捐赠慈善旧货后再销售的完整线下供给体系，相关组织如 Salvation Army、Goodwill 等通过社区捐赠和线下门店沉淀稳定货源。IRS 明确旧衣及家庭用品处于“良好使用状态或更优”的使用条件下方可享受捐赠税收扣除，客观上鼓励可售旧衣进入正规流通渠道。线上渠道则主要由 ThredUP/Poshmark/Depop/The Realreal 等平台分别覆盖不同垂类服饰回收。2）需求端接受程度较高，美国旧货售卖 Thrift store 最早与社区慈善、宗教救助、和公益捐赠体系绑定，旧货捐赠/再利用更像是一种互助和可持续生活方式的象征；后发展至 Resale 商业体系后消费者接受度亦较高。

图表47：美国二手服饰市场规模



资料来源：ThredUP，华泰研究

图表48：美国-再销售用途二手服饰线上/线下 GMV



资料来源：ThredUP，华泰研究

中国：优质供给有限，旧衣二次零售仍待培育。供给端看，我国旧衣回收后更多流向再生利用、低价流通、出口或公益处理，具备较高残值且可零售优质供给相对有限；近年来部分平台引入旧衣回收售卖体系，以多抓鱼为例，服饰回收需满足特定品类、回收价格偏低（大众快消品牌回收价格或不及原价 10%），单件回收模型或仍较薄。政策端，我国于 2002 年将旧衣物列为《禁止进口货物目录》，海外旧衣难以通过一般贸易规模化进入国内市场，目前中国二手服饰供给更依赖本土居民闲置、品牌寄卖和小规模回收分拣。需求端角度，目前我国部分高线城市消费者对小众/孤品二手销售接受度较高，但消费者整体对旧衣接受度仍有提升空间。

图表49：多抓鱼旧衣回收为例：服饰回收需满足特定品类、回收价格偏低



资料来源：多抓鱼小程序，华泰研究

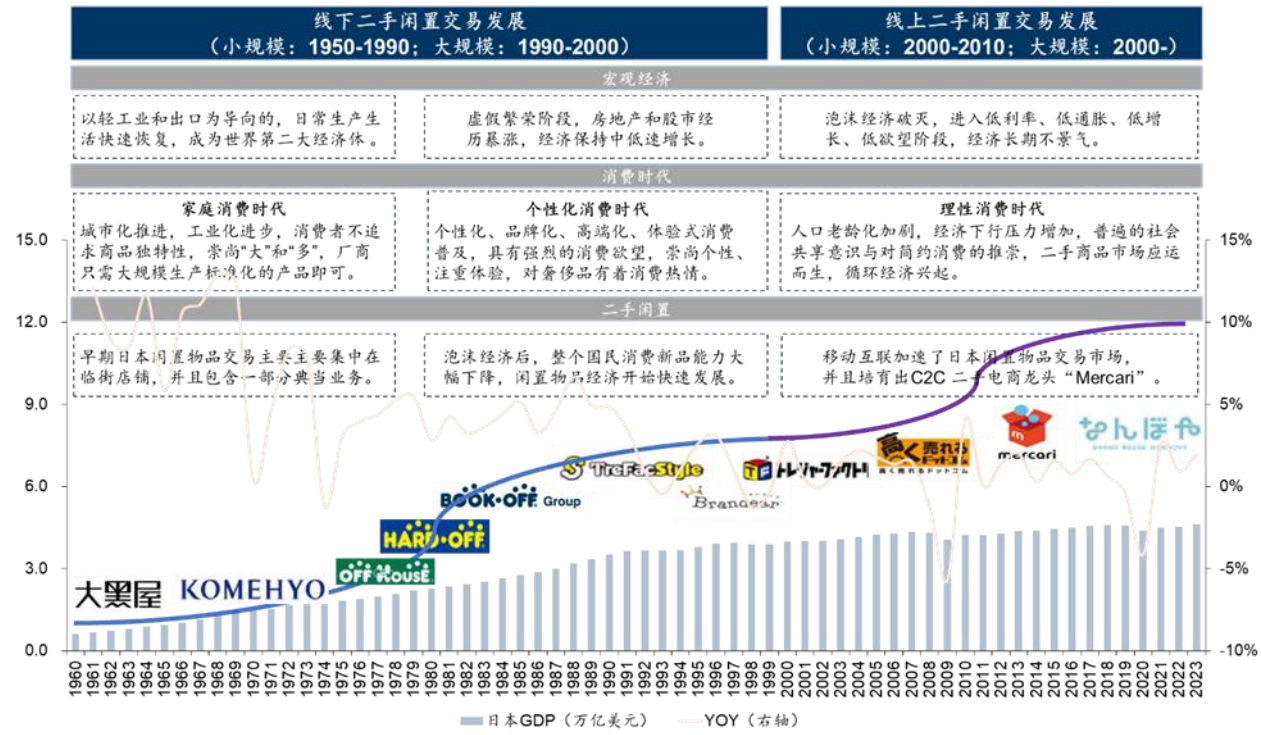
下载日志已记录，仅供内部参考

他山之石：日美二手经济发展复盘

日本二手经济复盘：中古文化奠基，经济下行催化

战后日本经济经历了从繁荣到衰退的历程。1）战后重建和高速发展阶段（1945-1970 年）：二战后，日本建立了以轻工业和出口为导向的经济，日常生产生活快速恢复，GDP 增速保持在两位数增长，一跃成为世界第二大经济体；2）虚假繁荣阶段（1970-1990 年）：1973 年日本遭遇石油危机，1985 年广场协议后日元大幅升值，日本经济步入虚假繁荣阶段，房地产和股市经历暴涨，经济保持中低速增长；3）泡沫破灭（1991 年至今）：1991 年日本泡沫经济破灭，进入低利率、低通胀、低增长、低欲望阶段，景气度长期处于较低水位。

图表50：日本二手经济市场发展历程及宏观和消费背景梳理

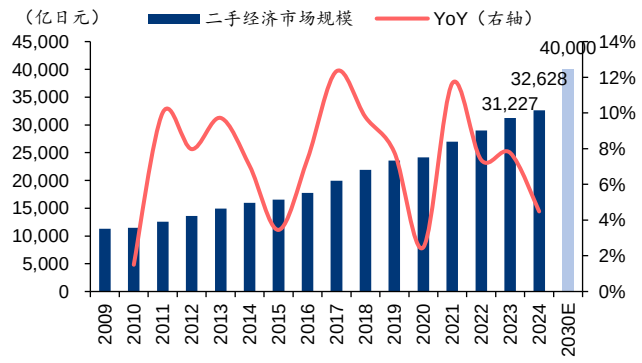


注：GDP 以 2015 年不变价为基准

资料来源：世界银行，易观分析《中国二手电商市场洞察 2019》，鲸准研究《2019 年循环电商产业白皮书》，《第四消费时代》（三浦展著，马奈译），华泰研究

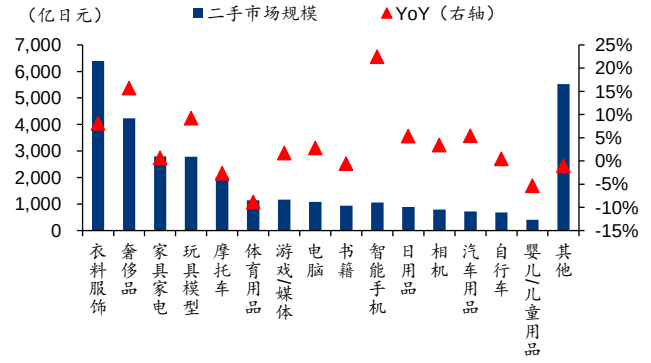
日本二手经济韧性较强，我们认为主因二手消费习惯渗透率逐渐提升。与日本整体经济步入低增长的状况不同，日本二手经济市场规模实现连续 14 年增长，从 2009 年的 1.1 万亿日元增长至 2024 年的 3.3 万亿日元，期间 CAGR 为 7.3%。预计到 2030 年，日本二手经济市场规模将达到 4 万亿日元，2025-2030 年 CAGR 达 3.5%。其中衣服饰品、奢侈品、家具家电是其二手市场规模最大的三个品类，2024 年规模分别达 6,392、4,230、2,792 亿日元，分别占整体二手市场的 19.6%/13.0%/8.6%（日本《再利用经济报》）。

图表51：2009-2030E 日本二手经济市场规模及同比增速



资料来源：日本环境署《2024 年再利用市场数据手册》，华泰研究

图表52：2024 年日本二手市场分品类市场规模及同比增速



资料来源：日本《再利用经济报》，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

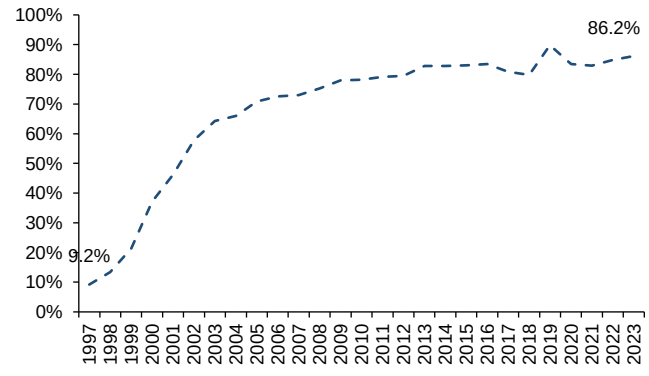
#驱动因素 1：步入理性消费时代，消费习惯和理念变化。在日本战后繁荣和泡沫经济阶段，伴随着经济的中高速发展，私人部门积累了大量财富，中产阶级不断壮大，购买力提升，彼时个性化、品牌化、高端化和体验式消费不断普及，此时仅有少数从事二手奢侈品的店铺出现（如大黑屋，成立于 1947 年）。而泡沫经济破灭后，随着经济下行压力的增加和人口老龄化问题的加剧，民众消费力下降，消费意识回归理性，环保意识提升，民众一方面减少购置新品，转向购买二手商品；另一方面主动出售闲置物品，换取收益缓解生活压力，二手经济应运而生，逐渐形成了完善成熟的由中古实体店、跳蚤市场、二手电商组成的二手交易市场。

#驱动因素 2：闲置商品供给丰富。得益于二战后的货币贬值带来出口的高速增长，日本经济 1945-1974 年进入经济发展的腾飞期。期间日本国内消费快速成长，大体量的社会消费使得日本居民具备了充沛的闲置物品储备，为二手经济的发展打下根基。

#驱动因素 3：悠久的中古文化奠基，线下业态率先发展。日本中古品销售可以追溯到室町时代（14-16 世纪），由于原料生产受限且生产一匹布料所要消耗的人力、物力、财力巨大，由此衍生出二手衣物交易；到江户时代（17-19 世纪），贩卖唐货、旧衣服、铁制品等的“八品商”出现，贩卖的中古商品种类开始丰富。二战以后，中古文化逐渐成为日本鲜明且流行的标签，日本线下二手闲置物品交易模式不断优化成熟，交易品类逐渐从奢侈品扩展到全品类，以 BOOK OFF 为代表的 B2C 店铺和以代代木公园为代表的 C2C 跳蚤市场相继创立。在此过程中，日本线下二手店铺形成了一套非常成熟的估价、购买、清洁、保存和销售的体系，同时提升了供给端消费者的二手商品出售效率，也为需求端消费者的商品质量提供了保障。根据日本环境署，2023 年日本 B2C 形式的线下中古店销售额达 1.14 万亿日元/yoy +7.5%，占整体二手市场规模的 36.6%。

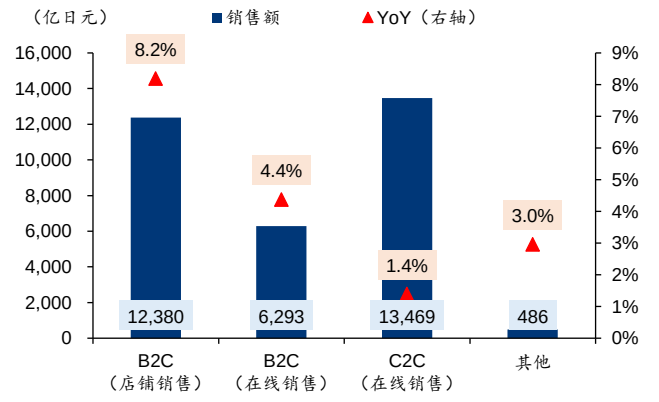
#驱动因素 4：移动互联网普及，线上业态快速发展。日本线上 C2C 二手商品交易市场起步于 1998 年日本雅虎所推出的“Yahoo Auction”，其基本商业模式是 PC 端的网络拍卖形式。受限于 PC 端复杂的准备工作，难以大范围普及。随着移动互联网的快速普及（普及率从 1997 年的 9.2%增长至 2023 年的 86.2%），线上二手物品交易从 PC 端转至手机端，交易过程中的拍照、定位、沟通等环节便利性大大提高，以 Fril、Mercari 为代表的移动端二手电商 APP 顺势而生。根据日本《再利用经济报》，2024 年日本线上 C2C/B2C 形式的二手交易额分别达 13469/6293 亿日元，分别同比+1.4%/+4.4%。

图表53：1997 年以来的日本互联网普及率



资料来源：日本总务省通信利用动向调查，华泰研究

图表54：2024 年日本二手市场分渠道市场规模及同比增速



资料来源：日本《再利用经济报》，华泰研究

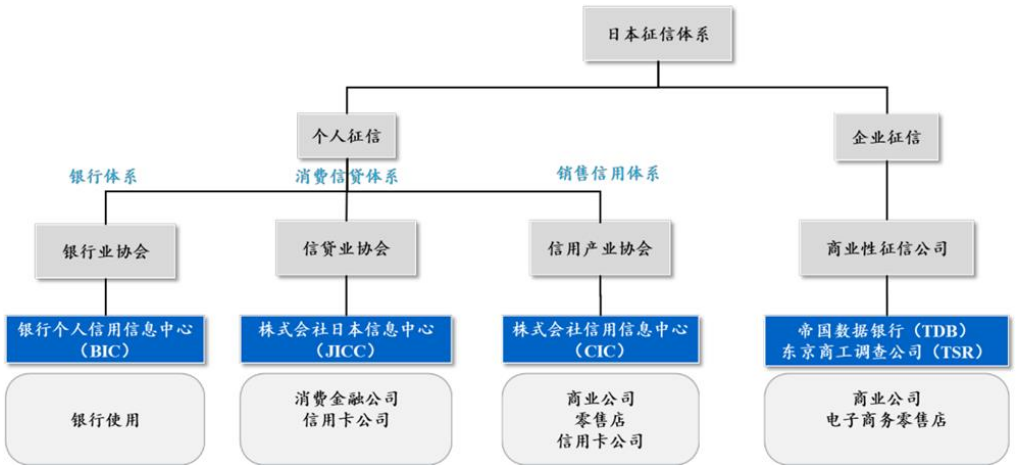
#驱动因素 5：完善的法律规范和征信体系，引导产业有序发展。

- **1）法律体系：**早在 1949 年，日本就颁布了《古物营业法》，并分别在 1993 年、1995 年、1999 年 7 月和 12 月、2002 年和 2004 年先后 6 次进行修订和补充。1995 年，日本国家公安委员会制定了《古物营业法实施令》和《古物营业法实施规则》及后附的《古物营业相关法令的解释基准》，要求在日本开设旧货交易业务的商店在当地管理机构进行登记备案；对于从业人员，虽没有强制要求具有上岗职业资格证，但也鼓励其在相关机构接受培训。

下载日志已记录，仅供内部参考

◆ **2）征信体系：**由于信用文化与欧美不同，日本形成了独特的，以行业协会为主导与市场化运作并存的混合业态。1950-2000 年征信行业快速发展，日本形成了以全国银行个人信用信息中心（BIC）、株式会社日本信息中心（JICC）和信用信息中心（CIC）三大信用信息中心为主的个人征信格局，并且在 1987 年，三家机构通过跨行业的信用信息共享网络 CRIN 实现了信息的共享交换。这意味着个人消费信用等信息直接与银行和政府征信捆绑，极大地增加了消费交易行为中的信用违约成本，使消费者能够专注于二手交易本身，而不过分担心信用违约风险。

图表55：日本征信机构体系

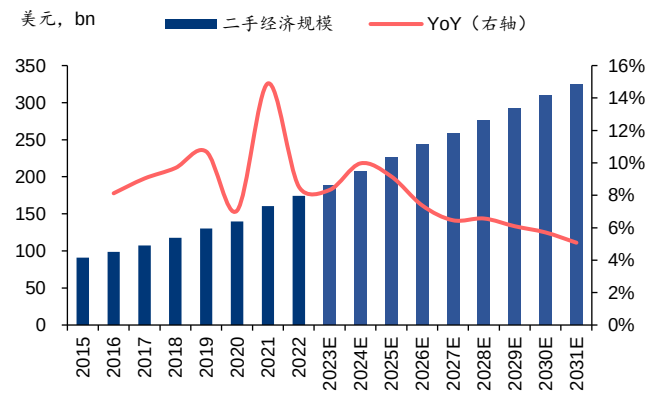


资料来源：金融发展与监管科技研究中心《“征信新规”下的信用数据分享问题研究》，华泰研究

美国二手经济复盘：社区文化奠基，通胀催化

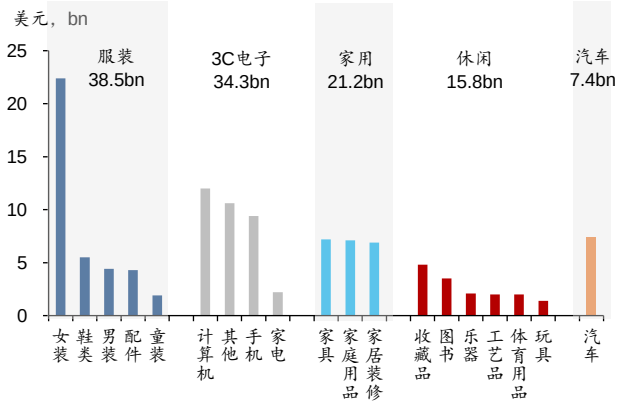
二战后宏观经济“三段式”发展，二手经济受多重因素驱动快速发展。二战后美国经济先后经历了战后繁荣时期（战后至 1960s）、滞涨时期（1970-1980s）和信息时期（1980s 至今），对应 GDP 增速的平均中枢分别为 4.24%、2.52%和 2.67%。过程中伴随着闲置储备增加、贫富差距拉大、消费理念转变和通胀因素的催化，二手经济蓬勃发展，根据 GlobalData，美国二手经济市场规模从 2015 年的 911 亿美元增长至 2022 年的 1741 亿美元，对应 CAGR 为 9.7%，远快于同期非食品的零售支出增速，其预计到 2031 年美国二手经济市场规模将增长至 3250 亿美元。

图表56：2015-2031E 美国二手经济市场规模



资料来源：GlobalData & Mercari《Mercari 2023 Reuse Report》，华泰研究

图表57：2022 年美国二手市场分渠道市场规模及同比增速

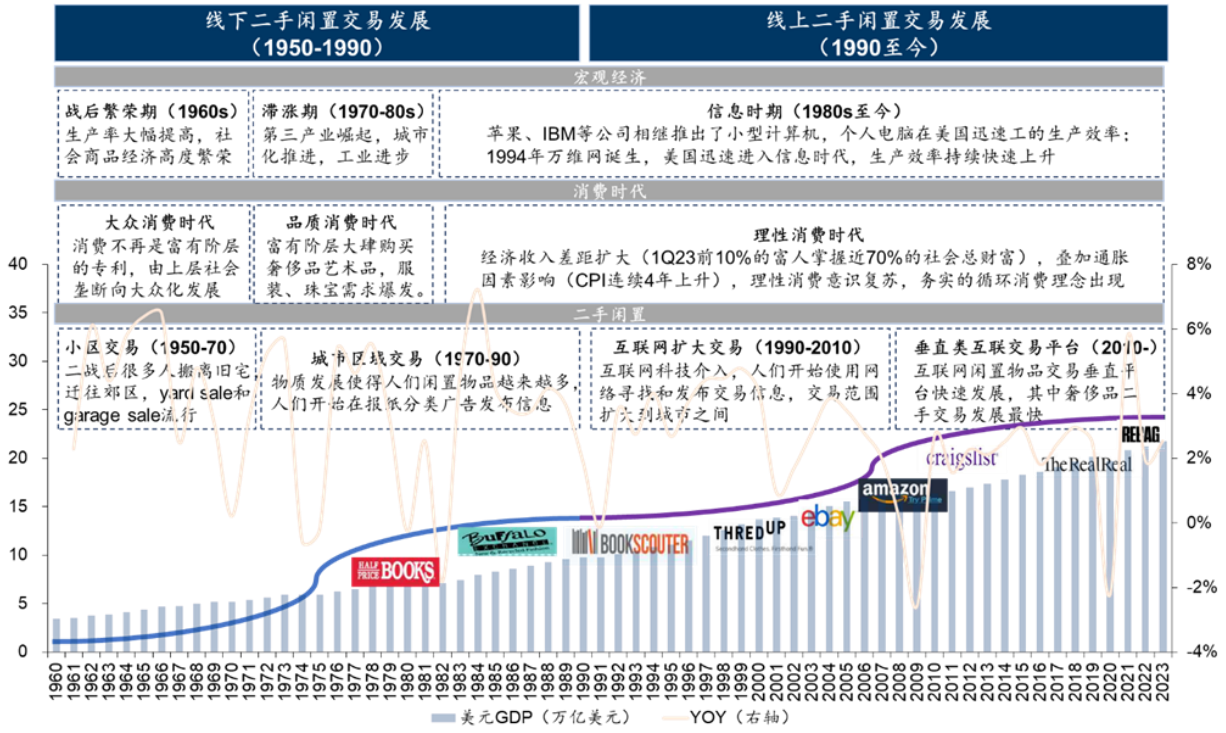


资料来源：GlobalData & Mercari《Mercari 2023 Reuse Report》，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

#驱动因素 1：贫富差距加大，理性消费意识复苏。近百年来美国消费主要经历了三个阶段。1）大众消费时期（1920s-1960s）：受益于泰勒制和福特式生产线的大规模使用，美国生产率快速提高，社会商品经济高度繁荣，消费从上层社会垄断过渡到商业化、大众化。2）品质消费时期(1970s-1980s)：美国城市化进程不断推进，第三产业崛起创造了大量就业需求，物质财富的富足为消费发展提供了肥沃土壤，富有阶层开始通过购买奢侈品、艺术品彰显品质和品牌追求。3)理性消费时期(1990s 至今)：美国财富快速向富裕群体集中，根据 statista 数据，1Q23 美国收入前 10%群体占有社会总财富的 69%，收入后 50%群体仅占有总财富的 2.4%，贫富差距的扩大使得美国国民理性消费意识复苏，闲置物品交易快速发展。

图表58： 美国二手经济市场发展历程及宏观和消费背景梳理

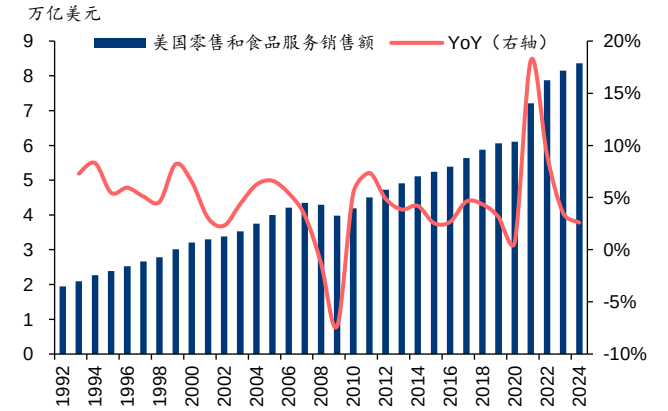


注：GDP 以 2015 年不变价为基准

资料来源：世界银行，易观分析《中国二手电商市场洞察 2019》，鲸准研究《2019 年循环电商产业白皮书》，华泰研究

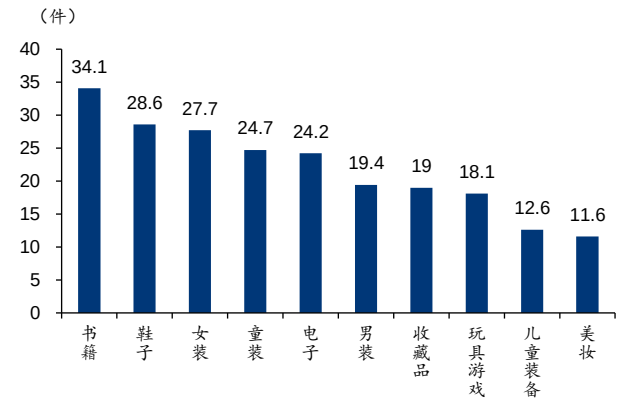
#驱动因素 2：闲置商品储备充分。根据美国商务部，1992 年美国零售交易和食品服务总额已达 1.95 万亿美元，并在 2024 年增至 8.36 万亿美元，1992-2024 年 CAGR 为+4.7%，尽管因 2008 年全球经济危机、2020 年新冠疫情，出现了两次较大幅度的调整，但大体量的社会消费总额仍为二手经济的发展提供了充足的供给。根据 GlobalData，截至 2023 年，美国家庭可供交易的二手产品规模达 5598 亿美元，户均二手闲置物品价值为 4267 美元，对应户均闲置物品 161 件，其中包括书籍/鞋类/女装分别 34.1/28.6/27.7 件等。

图表59： 1992 年以来美国零售交易和食品服务总额（季调）



资料来源：美国商务部，华泰研究

图表60： 2022 年户均闲置商品类别和数量



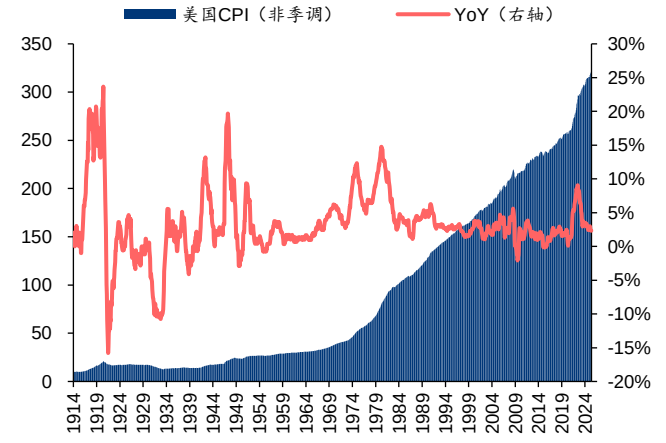
资料来源：GlobalData & Mercari《Mercari 2023 Reuse Report》，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

#驱动因素 3：社区文化构成二手交易的土壤。美国地广人稀，除曼哈顿等大城市的商业中心区，美国大多数房屋通常为低于两层的独栋建筑，并附有车库和地下室，并以独栋住宅集中分布的形式形成社区。社区拥有明显的空间划分界限，并通常以教会为中心、以信仰为纽带，形成了相对紧密的组织形式。因此社区内的居民彼此间拥有联系，居民若有闲置物品会通过庭院或者车库向社区内其他居民进行销售，社区内也会定期组织闲置物品交易。社区文化产生的情感连接提升了居民之间的信任、减少了交易成本与摩擦，一方面促成了“线上社区交易”，另一方面也为跨区域的线上交易提供文化土壤，Facebook 和 eBay 等线上交易平台均以社区文化为内核和纽带。

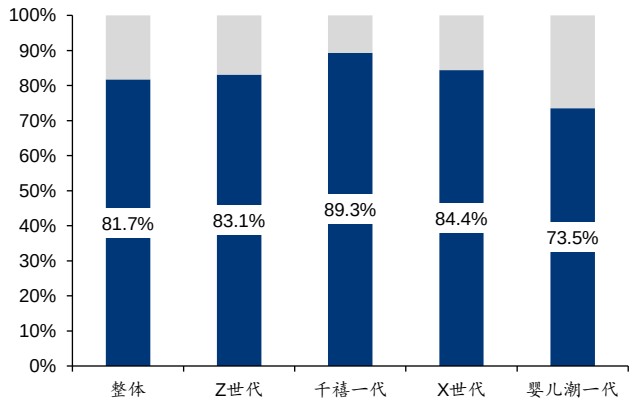
#驱动因素 4：通胀高企，二手经济性价比优势凸显。2020 年以来美国通胀高企，多年通胀导致美国食品和生活必需品的价格持续上涨，家庭财富负担不断加重，对比之下二手物品的性价比优势进一步凸显。根据 GlobalData 2023 年消费者调查，美国分别有 82%的消费者在过去 12 个月购买过二手物品，有 89%的消费者未来 12 个月计划购买二手物品，其中有 57%的受访者未来购置更多二手物品是为了应对通货膨胀所带来的物价上涨，76%的受访者是为了省钱。

图表61： 美国月度 CPI 和同比情况



资料来源：Wind，华泰研究

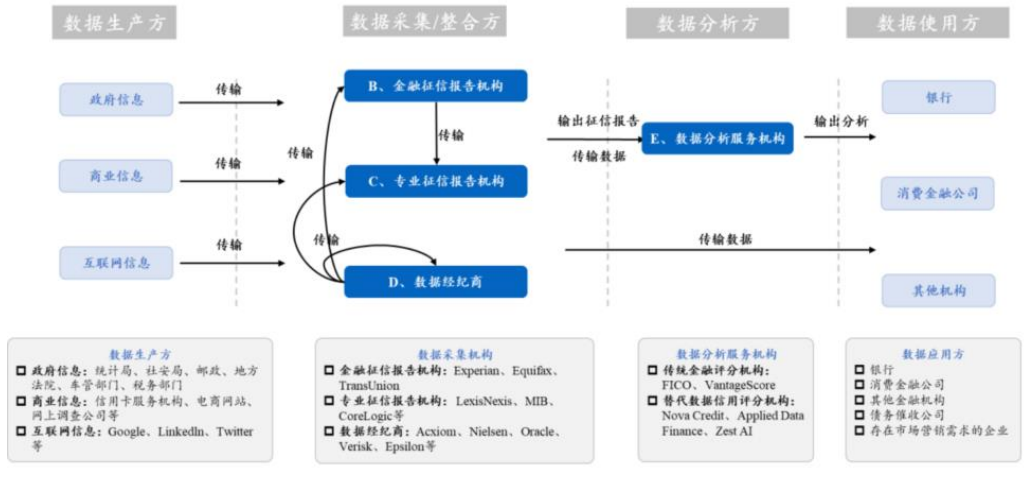
图表62： 过去 12 个月购买过二手物品的人群占比



资料来源：GlobalData & Mercari《Mercari 2023 Reuse Report》，华泰研究

#驱动因素 5：法律和征信体系完善。美国针对二手车管理出台《二手车法规》，并推出二手车质量认证制度，降低了买卖双方信息不对称问题。同时建立了市场主导模式的个人征信体系，美国征信业以商业征信公司为主体（主要为全联公司、艾贵发公司和益百利公司），负责消费者个人信用记录的收集、整合和处理，征信公司有偿向银行、保险公司、房地产商、用人单位等提供个人信用报告。

图表63： 美国征信机构体系



资料来源：金融发展与监管科技研究中心《“征信新规”下的信用数据分享问题研究》，华泰研究

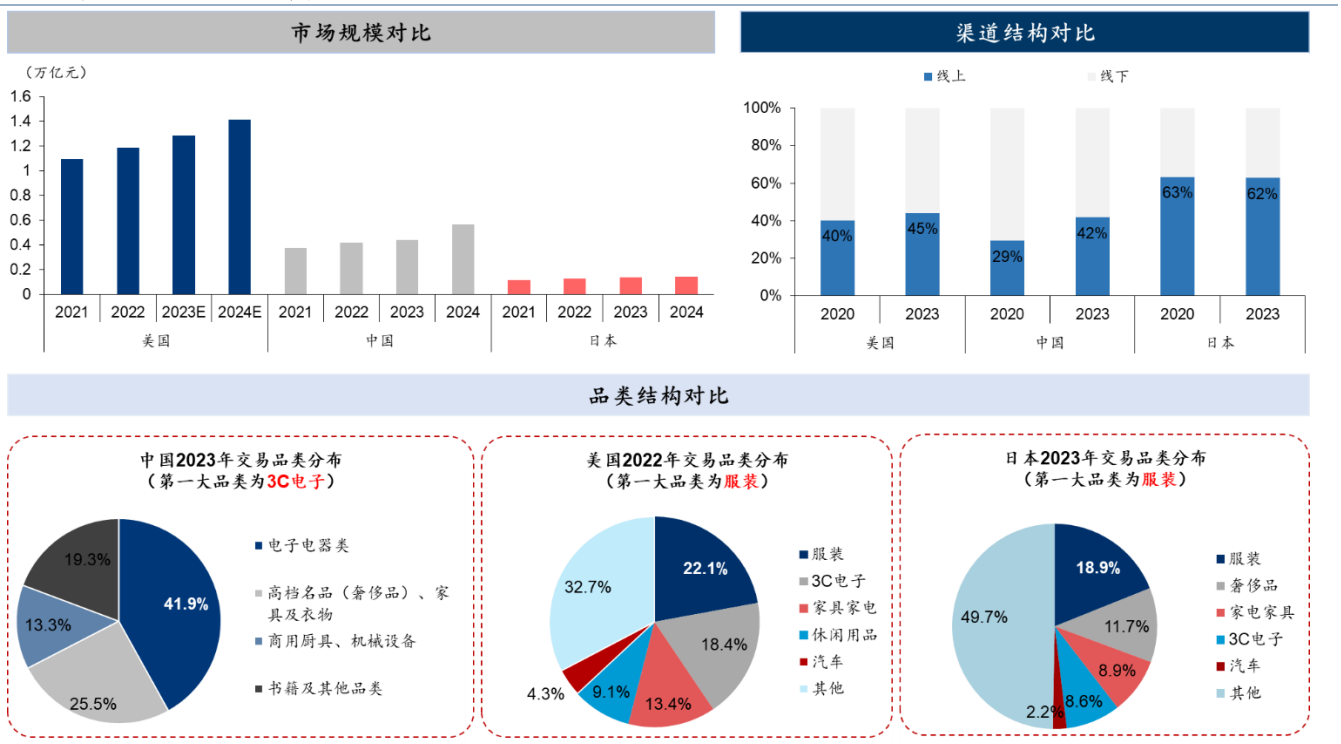
下载日志已记录，仅供内部参考

中日美三国二手经济对比

虽然中日美三国的二手经济发展都离不开经济繁荣期丰富的闲置储备和消费理念的转变，但在供给结构、业态发展和法律征信体系等方面仍存在一定差别。

- **1）供给结构：**我国作为世界工厂，产能具备显著的比较优势，能够为我国消费者提供性价比较高的新品供给。这意味着若二手商品不具显著的品牌溢价，较新品（同品类但不同品牌）的竞争优势将会变小，这使得我国部分闲置商品品类如服装、手机配件等在二手电商平台销售不佳（因为一手服装价格已足够低廉），而日本和美国第一大交易类目均为二手服饰（日本：2024 年交易额 6,392 亿日元，占比 20%；美国：2022 年交易额为 385 亿美元，占比 22%）。
- **2）渠道发展：**日本美国线下二手店铺发展源远流长，且孕育出 Brand off、Book off 等大型连锁商家，线下二手先于线上发展；而中国二手经济崛起得益于线上电商发展，转转于 2020 年起开设线下门店，2024 年 1 月闲鱼才开出第一家线下店铺，线下业态更多作为二手交易平台的体验补充和信用背书，线下连锁化落后于线上平台化（2023 年中国线上二手交易规模占整体的 42%，对比 2020 年占比提升 12.4pct，而美国/日本 2023 年线上占比对比 2020 年分别+4.7/-1.5pct）。
- **3）法律和征信：**美国实行市场化征信体系，独立于政府/中央银行，数据使用机构能够向上游进行购买用于自身经营，并针对二手车等特定行业出台法律法规，规范发展；日本二手行业相关法律体系更为健全，自上而下引导行业发展，并实行以行业协会为主导、市场化运作并存的混合业态。我国目前暂未对二手闲置行业出台明确的法律准则，个人征信体系有待健全，面临一定道德风险。

图表64：中国/美国/日本二手经济市场规模及结构对比



注：中国市场规模=全渠道交易额/3（我们假设二手商品从回收到出售给终端消费者共交易 3 次）

资料来源：中国旧货业协会《2024 旧货行业发展报告》，商务部，日本环境署《2024 年再利用市场数据手册》，GlobalData & Mercari《Mercari 2023 Reuse Report》，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

海外成熟市场具备镜鉴意义，但二手经济发展经验难以简单复制。我们认为，日美二手市场成熟的背后是制度、信用、税收等共同作用的结果。日本二手经营纳入《古物营业法》监管，古物商许可、身份确认及交易记录留存降低了商品来源和交易信用风险，叠加线下中古店、综合回收店等成熟业态，不断强化二手交易可信任的消费心智；美国虽缺乏统一二手监管框架，但二手车等核心品类监管较成熟，个人信用体系和线下旧货渠道发达，支撑日常化二手消费。相比之下，我国二手商品流通仍处规范完善阶段，金融征信对普通二手交易传导有限，平台评价、鉴定质检、担保交易和售后仲裁仍是核心信任基础。因此我们认为，中国二手经济当前阶段更适合沿高客单、强鉴定、可标准化品类率先突破，并由龙头平台通过完善履约服务、参与重塑履约标准等方式持续降低交易摩擦。

图表65：中国/美国/日本二手经济市场规模及结构对比

	日本	美国	中国
制度	有整体监管框架。 日本二手经营被纳入《古物营业法》监管框架；商业性经营二手品需要“古物商”许可。古物商许可申请由警方管理。	暂无统一框架，分品类监管。 Eg.二手车行业有二手车交易监管规则的联邦法规，	仍处于提议推进阶段。 《“十四五”循环经济发展规划》提出要完善二手商品流通法规，规范二手商品流通秩序和交易行为
征信基础	三大个人征信机构：BIC、JICC、CIC，并通过CRIN共享部分个人征信信息。 《古物营业法》规定，当二手物品经销商购买/交换二手物品或接受寄售以进行销售或交换时，必须采取相应措施以确认对方身份，交易记录完善、真实。	有成熟的个人信用报告体系，以商业中心公司为主体，并可有偿向银行/保险/房地产商/用人单位等提供个人征信报告。 各平台内嵌自身买卖方评分机制。	金融征信体系+市场化金融机构并行，重点服务金融/信贷/融资等场景。针对于个人的征信体系多集中于金融征信、社会征信等方向。 《电子商务法》要求电商平台建立健全信用评价制度，公示信用评价规则，为消费者提供评价途径，且不得删除消费者对平台内商品或服务的评价
税收机制	日本国税厅规定，出售转让“生活用动产”的所得免税。单件或一组价值超过30万日元的贵金属、宝石、书画、古董、艺术品等，不属于免税的“生活用动产”范畴	IRS规定，纳税人若以低于购入价的价格出售二手物品则不计入应税收入	《增值税法》明确，古旧图书、自然人销售的自己使用过的物品免征增值税（2026.1.1起施行） 《关于增值税法施行后增值税优惠政策衔接事项的公告》规定自2026年1月1日起，销售旧货（进入二次流通的具有部分使用价值的货物，不包括自己使用过的物品），按照简易计税方法依照3%征收率减按2%计算缴纳增值税。
零售结构	线上居多，但线下是重要交易场景。 中古店、综合回收店、连锁二手店成熟。后期线上配合线下发展	线下居多。 线下传统旧货卖场体系成熟；线上ThredUp、Depop、Poshmark等承接垂直需求	线下占比更高；近年来线上发展更迅速，正逐渐成为主要交易场景。 传统旧货市场/跳蚤市场发展较缓；线上发展活跃
消费心智	二手=惜物/高成色/可信任	二手=省钱/淘货/可持续	二手=性价比提升，但仍有鉴别/卫生/面子等心智门槛。目前部分高线城市年轻群体接受度更高

资料来源：中国人民银行，国家税务总局上海市税务局，国家税务总局，Code of Federal Regulations，日本银行家协会，IRS，日本国税厅，Japanese Law Translation，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

产业链公司梳理与投资观点

综合来看，我们认为中国二手经济正处于供需共振、政策支持与商业模式不断优化的黄金发展期，由边缘消费场景逐渐转向主流。过去市场往往将二手交易视为顺周期偏弱环境下的替代性消费，但从海外经验看，日本中古市场与美国循环零售的长期扩容均说明，二手经济本质上是消费社会成熟后的自然产物。当居民物质存量积累到一定阶段，消费关注点会从“拥有更多”逐步转向“使用效率更高”，二手流通、以旧换新、翻新再销售、租售结合等模式将融入主流零售体系。我们认为我国当前仍处在循环经济发展的起步阶段，随着供给端逐渐累积存量商品池，需求端理性消费、性价比消费趋势持续强化，叠加“两新”政策、循环经济政策持续推动标准化建设，行业中长期成长空间广阔。

具体到细分赛道，我们看好二手消费电子板块的成长确定性，同时关注二手奢侈品行业的快速扩容。

- **二手消费电子：品类禀赋优秀、空间广阔且格局向头部集中。**1）品类特点：手机、平板、电脑等 3C 产品更新迭代快、保有量大、标准化程度高，是适合规模化发展的二手品类。2）成长驱动力：行业当前渗透率仍较低，按当年新机出货量计算，2024 年我国旧机回收率为 17.1%，相较发达国家 55%-75%仍有较大提升空间（沙利文）。加之电子产品销售均价随技术进步连年上升，我们认为行业中期仍有望保持双位数以上增长中枢。3）竞争格局：当前行业格局仍较为分散，回收端货源向电商平台和手机品牌商集中，销售端消费者信赖大品牌，我们认为经营合规的大回收商有望实现强者恒强。
- **二奢品类：具备高客单价、高品牌溢价与较强保值属性，存量储备充足，为流通交易提供丰厚土壤。**据要客研究院预测，截至 2024 年我国二奢存量市场规模超 3 万亿元人民币，是境内奢侈品市场年销售额的 5 倍；但根据贝恩 2025 年发布的报告，中国二手奢侈品市场渗透率依然处于低位，占奢侈品总市场的比例不到 10%，远低于发达市场 20%-30%的水平，渗透率有翻倍以上的提升空间。伴随循环时尚理念普及、年轻消费群体崛起及直播等线上渠道放量，行业有望保持快速增长。

当前我国二手循环行业已经涌现出万物新生、闲鱼、转转等一批优质企业，我们建议重点关注具备流量优势的平台企业以及构建了全产业链壁垒的细分赛道龙头。1）平台型企业的核心价值在于流量入口、用户心智和交易网络效应，一旦形成规模后具备较强的竞争壁垒，后续可通过佣金、增值服务等方式实现多元变现。2）垂类龙头企业的核心竞争力则在于对非标商品标准化处理能力以及供应链整合能力，尤其是在二手 3C、奢侈品等高客单价赛道，企业通过回收渠道建设、质检定级体系、仓储物流及售后保障等环节构筑全链路壁垒，在提升交易效率与用户信任度的同时，有望持续扩大市场份额并释放规模效应。随着行业规范化进程加快、消费者接受度提升以及政策持续支持，我们认为头部企业的集中度和盈利能力仍具备进一步上行空间。

图表66： 主要二手交易平台梳理

品类	货值	运费	鉴定估价	客群	代表性二手交易平台	运营模式	用户规模	GMV
全品类	-	-	-	-	闲鱼	C2C、B2C	月活 2 亿以上（2025 年）	日均超 10 亿元
3C 电子	中	低	有门槛	广	万物新生（爱回收、拍机堂、拍拍）	C2B2C、C2B+B2B+B2C	-	386 亿元（销售端 GMV）
					转转	C2B2C、C2B+B2B+B2C	-	347 亿元（销售端 GMV）
图书	低	低	易	广	孔夫子旧书网	C2C、B2C	2100 万	约 12 亿元
古玩	低-高	低	高门槛	窄	微拍堂	C2C、B2C	活跃买家 390 万(2021 年)	405 亿元（2021 年）
潮玩谷子	低	低	易	窄	千岛	C2C、B2C	3000 万	约 120 亿元
鞋服	低-中	低	有门槛	广	得物	C2B2C、B2B2C	累计注册用户超 5 亿	约 2000 亿元
奢侈品	中-高	低	有门槛	广	只二	C2B2C、B2B2C	-	-
汽车	高	高	有门槛	广	瓜子二手车	C2B2C、B2B2C	-	-
烟酒	中	低	有门槛	广	香烟受管制无法流通；酒类无折损、不存在二手概念，回收后往往直接上架销售			
家具、餐饮设备等	中	高	有门槛	广	货值相对运费较低，一般在区域二手市场交易			

注：除特别标注，否则均为 24 年数据

资料来源：各公司公告、官网、微信公众号、官方 app，灼识咨询，中国出版传媒商报，玩世代，中国企业家杂志，36 氪，新浪科技，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

闲鱼是目前国内用户规模最大的全品类二手交易平台，定位从“二手平台”逐步转向“交易社区”，已拥有超 6 亿注册用户、月活跃用户突破 2 亿。闲鱼采取的是以 C2C 为主的轻运营模式，背靠阿里生态，专注于搭建基础交易场景和营造社交氛围，以社区文化增强用户信任。闲鱼的竞争优势在于庞大的用户流量池、活跃的社区氛围以及阿里生态内淘宝、支付宝等多场景协同导流，但其轻平台模式在品控和售后保障上仍有提升空间。

万物新生是国内二手消费电子领域唯一的全产业链上市平台，其核心竞争力在于“C2B+B2B+B2C”全产业链闭环布局。公司纵向整合 3C 二手循环全产业链，以爱回收、拍机堂、拍拍、AHS Device 四大业务线，实现 C2B 回收+B2B 流通+B2C 零售流量全闭环。截至 2025 年末，万物新生在全国 298 座城市拥有 2195 家线下门店及遍布全国的上门回收团队，以高密度的线下网络构筑对上游供给的深度覆盖能力。2025 年万物新生实现收入 210.48 亿元；全年净利润 3.36 亿元成功扭亏为盈。

转转是国内规模较大的二手平台，经历了从 C2C 到 C2B2C 的战略转型。公司成立于 2015 年，从 58 同城二手频道独立而来，旗下拥有转转、找靓机、红布林等多个消费品牌，核心业务涵盖二手手机、数码产品及奢侈品等品类。2025 年 9 月，转转宣布逐步关停起家的 C2C“自由市场”业务，专注于 C2B2C“官方验”模式。转转通过高密度广告投放，在年轻和下沉群体有一定品牌心智。2025 年，转转营收总额突破 200 亿元，拥有超过 4 亿注册用户、5000 万月活跃用户。

自下而上我们推荐二手循环产业龙头万物新生（RERE US）。公司通过纵向整合全产业链实现资源协同：京东流量精准灌溉+手机品牌商货源直通+两千家门店网格化履约+自动化供应链体系建设+终端品牌心智占领，五维协同实现成本和效率的降维打击。长期看，公司履约链条完善、履约效率持续优化，核心二手 3C 回收业务增长潜力有望持续释放，1PtoC 业务及合规翻新占比提升或将驱动毛利率稳步上行；多品类布局或将进一步打开成长空间。

风险提示

消费者心智建设进展不及预期：二手商品流通体系与鉴定标准规范化进程不及预期，消费者对二手商品接受度改善低于预期。

二手商品供给和行业痛点解决不及预期：未来受消费者习惯改变、资源投入不足、技术闲置等原因，行业痛点解决不及预期，居民出售二手商品意愿下降，影响市场供给和规模发展。

行业竞争加剧：我国二手经济发展时间相对日美短，不断有新企业进入，若竞争不断加剧，则会影响企业的盈利能力，对企业长期稳健的发展产生不利影响。

信用体系建设不及预期。信用体系是二手经济交易的核心，有助于降低交易成本、减少交易摩擦。若社会或平台信用体系建设不达预期，将会影响行业或企业的长远发展。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表67：重点公司推荐一览表

			最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
股票名称	股票代码	投资评级	(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
万物新生	RERE US	买入	4.77	7.80	1,054	2.00	2.97	4.07	4.80	16.34	11.01	8.02	6.81

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表68：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
万物新生 (RERE US)	万物新生公布 4Q25 及全年业绩：4Q25 收入 62.54 亿元/yoy+29.0%，超 Q3 指引上限（原指引上限：61.8 亿/yoy+27.4%），2025 全年收入 210.48 亿元/yoy+28.9%。4Q25 non-GAAP 净利润 1.40 亿元/yoy+14.0%，对应 non-GAAP 净利率 2.2%；2025 全年净利润 3.36 亿元（vs2024 年净亏损 0.08 亿元）成功扭亏为盈，non-GAAP 净利润 4.28 亿元/yoy+36.3%，对应 non-GAAP 净利率 2.03%/同比+0.11pct。公司回购稳步推进并获批 2025 财年现金分红，落实股东回馈。长期看，公司履约链条完善、履约效率持续优化，核心二手 3C 回收业务增长潜力有望持续释放，1PtoC 业务及合规翻新占比提升或将驱动毛利率稳步上行；多品类布局或将进一步打开成长空间。维持"买入"评级。 考虑公司 26 年起可抵扣亏损或有减少，我们调整 26E-27E 实际税率至 17%/17%（前值 15%/15%），对应调整公司 26-27 年经调整归母净利润至 6.63/9.10 亿元（较前值-1.9%/+1.0%），引入 2028E 经调整归母净利润预测 10.72 亿元，对应 26E-28E 调整后 EPS 2.97/4.07/4.80 元。参考可比公司彭博一致预期 26E PE 均值 15x，考虑规模化进程中 1P 业务毛利仍有上行空间、费率亦有优化潜力，略抬升溢价率，给予公司 26 年 18x 经调整净利润对应 PE，上调目标价至 7.80 美元（前值 7.64 美元，对应 18X 26E 经调整净利润对应 PE）。 风险提示：上游合作破裂风险，回收渗透率提升不及预期，行业竞争加剧。 报告发布日期：2026 年 03 月 12 日 **点击下载全文：万物新生(RERE US,买入): Q4 超市场预期，看好 26 年盈利向上**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、曾珺，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 万物新生（RERE US）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、曾珺本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 万物新生（RERE US）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

下载日志已记录，仅供内部参考

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司