

东方甄选 (1797 HK, 持有, 目标价: HK\$29.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$29.00 **当前股价: HK\$31.15**

股价上行/下行空间 -7%

52 周最高/最低价 (HK\$) 75.55/3.66

市值 (US\$mn) 4,030

当前发行数量(百万股) 1,014

三个月平均日交易额 (US\$mn) 54

流通盘占比 (%) 31

主要股东 (%)

新东方教育科技集团 56

腾讯控股 9

俞敏洪 3

按 2023 年 6 月 2 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	N/A	N/A
目标价 (HK\$)	29.00	N/A	N/A
2023E EPS (RMB)	1.05	N/A	N/A
2024E EPS (RMB)	1.26	N/A	N/A
2025E EPS (RMB)	1.41	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2023E	2024E
营收 (RMBmn)	4,312 (+4%)	5,972 (-9%)
EPS (RMB)	1.06 (-1%)	1.40 (-10%)

注: 所示市场预测来源于 Visible Alpha。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

研究团队

张译文, CFA

香港证监会中央编号: BLM908

林汝函

香港证监会中央编号: BNX931

二度转型进行中: 走向消费品牌化; 首次覆盖给予“持有”评级

- 从内容驱动型直播到自营品牌的转型正在稳步进行中, 但开花结果尚待时日。
- 我们预测 2023-25 财年集团层面商品交易总额 (GMV) 复合年增长率达 11%, 其中自营产品 GMV 复合年增长率为 27%。
- 首次覆盖给予“持有”评级, 目标价 29.00 港元 (对应 20 倍 2024 财年 P/E)。

此港股通报告之英文版本于 2023 年 6 月 6 日上午 6 时 55 分由华兴证券 (香港) 发布。中文版由华兴证券的赵冰 (证券分析师登记编号: S1680519040001) 审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

二度转型进行中: 自中国政府整顿教育行业以来, 东方甄选已成功转型为一家直播电商公司。目前, 公司正寻求将自身定位重塑为消费品牌而非 MCN (达人机构)。我们认为, 此次转型对于公司捍卫电商业务迄今所取得的成就而言是必要的, 但亦具有挑战性且需要时间。消费品牌与 MCN 模式各有所长: MCN 的核心竞争力在于“人”, 致力于孵化主播和扩大粉丝群体; 而消费品牌的竞争力在于“产品”和差异化。MCN 模式本质上是将流量 (自然流量或采买的流量) 变现, 在产品供应方面几乎无差异化。在我们看来, MCN 无需拥有可以成功打磨出消费品牌的核心竞争力。我们认为, 借助在抖音平台庞大的粉丝群以及迄今推出的自营产品 (以农产品、快消品和护肤品为主), 东方甄选的自营产品业务进展良好。我们预计, 2023 财年自营产品对公司商品交易总额 (GMV) 的贡献率将达 25%。不过, 我们认为东方甄选仍处于品牌建设的早期阶段, 其需要提升产品研发能力及品牌形象, 同时需要扩展抖音以外的分销渠道以触达消费者。

财务预测: 我们预计 2023-25 财年营收复合年增长率 (CAGR) 为 17%, 主要驱动力为核心业务 (即自营产品和直播电商业务; CAGR: 19%)。我们预计 2023-25 财年集团层面 GMV 复合年增长率达 11%, 其中自营产品 GMV 增速达 27%。考虑到业务重心转移, 我们预计非核心业务 (即大学教育和机构客户) 的收入仅稳步增长, 2023-25 财年 CAGR 达 7%。利润率方面, 我们预测 2023/24/25 财年毛利率为 42.4%/37.6%/37.4%, 下降主因在于营收组合变化。我们预计 2023/24/25 财年调整后净利润率大幅增长至 24.9%/24.8%/24.6%, 得益于核心业务利润率的提升。

首次覆盖给予“持有”评级, 目标价 29.00 港元: 我们的目标价对应 20 倍 2024 财年 P/E, 较中国 MCN、电商服务商及消费品行业平均估值倍数存在 15% 的折让。东方甄选当前股价对应 22 倍 2024 财年 P/E, 我们认为公允合理。但我们留意到, 东方甄选运营自营产品历史较短, 在产品竞争力及品牌影响力方面缺乏过往记录。**潜在增长催化剂:** GMV 高于预期; 消费者粘性 (以复购率和 ARPPU (每个付费用户平均月收入) 衡量) 好于预期。

风险提示: 下行风险——宏观经济复苏慢于预期, 营销费用高于预期, 品控风险; 上行风险——宏观经济复苏快于预期, 自营产品 GMV 增速超预期, 产品组合及利润率改善。

财务数据摘要

摘要 (年结: 05 月)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (RMBmn)	624	601	4,473	5,433	6,145
息税前利润 (RMBmn)	(155)	(158)	1,190	1,317	1,527
归母净利润 (RMBmn)	(40)	110	1,113	1,348	1,513
每股收益 (RMB)	(0.04)	0.11	1.05	1.26	1.41
市盈率 (x)	N/A	45.4	29.4	22.4	20.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。归母净利润和每股收益按非国际财务报告准则。

不止是单纯的直播电商

自 2021 年 12 月成立直播电商业务后，东方甄选目前在抖音平台运营六大直播账号，由包括董宇辉在内的人气主播牵头。截至 2023 年 5 月 31 日，东方甄选直播间粉丝数已从 2022 年 11 月的 3,520 万上涨至 4,180 万（数据源自抖音）。在“双减”政策出台后，东方甄选的战​​略重心转向直播电商业务；在大幅缩减教育业务规模后，1HFY23（截至 2022 年 11 月的财年）直播收入在总营收中的占比达 85%，由 2HFY22 的 2,460 万元增至 17.7 亿元。

每个抖音直播账号均针对不同兴趣领域：

- **东方甄选**是旗舰账号，截至 5 月 31 日拥有 3,030 万粉丝（数据源自公司）。其覆盖领域较广，不仅分享文化知识，而且销售第三方产品和自营产品。
- **东方甄选自营产品**是公司自营产品的官方账号（160 万粉丝）。
- 其他四个账号分别聚焦不同的垂直领域：**东方甄选之图书**是东方甄选旗下拥有 410 万粉丝的第二大人气平台，主推并销售书籍、文具等学习相关产品。**东方甄选美丽生活**（330 万粉丝）分享生活随想并提供包括服装、快消品、护肤品和家用品在内的各类产品。**东方甄选看世界**介绍不同地区的文化、旅游景点和本地产品；销售当地餐饮、农产品和手工制品。**东方甄选将进酒**主要分享红酒、啤酒、茶和其他饮料的资讯，并销售相关产品。

图表 1: 东方甄选——直播间账号摘要

账号名称 (英文)	账号名称 (中文)	粉丝量 (百万)	内容	产品
Dong Fang Zhen Xuan	东方甄选	30.3	内容多元化，包括文化知识和生活方式	产品种类繁多
Dong Fang Zhen Xuan Private-label	东方甄选自营产品	1.6	主推自营产品	自营产品
Dong Fang Zhen Xuan Book	东方甄选之图书	4.1	主推图书	书籍、文具等
Dong Fang Zhen Xuan Beautiful Life	东方甄选美丽生活	3.3	主要分享生活方式随想	服装、快消品、护肤品等
Dong Fang Zhen Xuan See the World	东方甄选看世界	1.8	主推各地文化、旅游景点和产品	当地餐饮、手工艺品等
Dong Fang Zhen Xuan Alcohol	东方甄选将进酒	0.7	主要分享酒类知识	酒、饮料、茶等

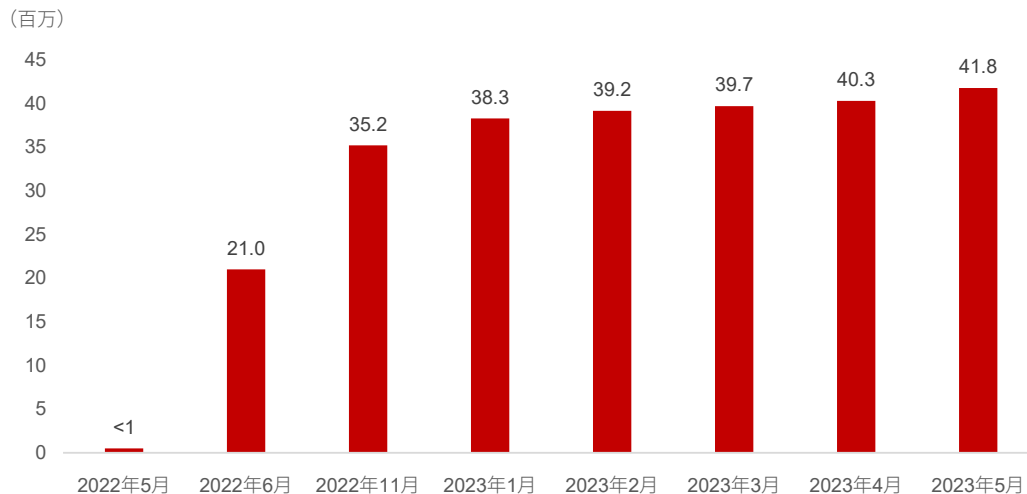
注：粉丝量截至 2023 年 5 月 31 日。

资料来源：抖音

头部主播介绍

董宇辉先生是东方甄选最重要的主播。通过讲述文化知识而非仅仅介绍产品，他以差异化的直播风格带动东方甄选的粉丝量由 2022 年 5 月末的不足 100 万激增至 2022 年 6 月末的逾 2,000 万（数据源自东方甄选）。截至 2023 年 5 月 31 日，董宇辉的个人账号拥有 1,080 万粉丝。东方甄选的其他人气主播包括顿顿（220 万粉丝），Yoyo（130 万）和明明（120 万）。

图表 2: 东方甄选——抖音直播间粉丝总数



资料来源：抖音

和其他 MCN 不同，东方甄选的主播已经陪伴公司多年，且我们认为这些主播与公司拥有相同的价值观。例如，董宇辉先生自 2015 年起任职于新东方（后任职于新东方在线）。为留存主播人才，东方甄选在 2023 年 4 月推出股份激励计划，公司将于三年内向高管和选定的雇员授出股份激励 3045.9 万股（占已发行股份的 3%），归属时每股股份的发行价为零。

图表 3: 东方甄选——股份奖励计划

承授人	授出股份奖励的数目	占全部授出股份之比
管理层		
俞敏洪	1,500,000	5%
孙东旭	3,000,000	10%
尹强	600,000	2%
其他雇员		
151 人	25,359,000	83%
总计	30,459,000	100%

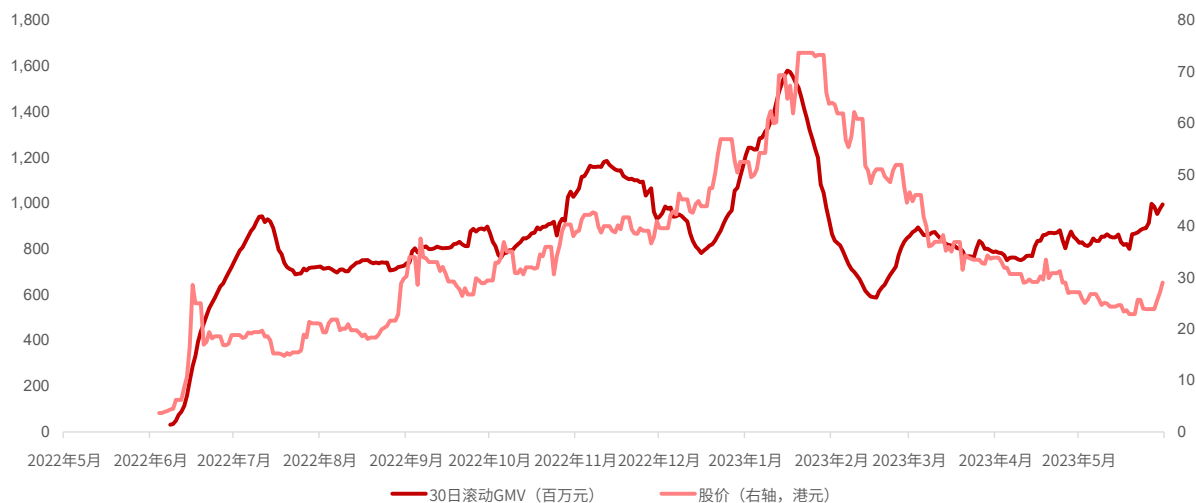
资料来源：公司公告

GMV 和 GMV 组成结构都至关重要

商品交易总额（GMV）是 MCN 机构的关键指标，我们使用第三方平台灰豚的数据来追踪东方甄选的日均 GMV 趋势。我们注意到，2022 年 5 月至 2023 年 4 月期间东方甄选的股价与 30 日滚动 GMV 趋势一致，但此后出现了偏离（见图表 4）。虽然 GMV 仍是东方甄选股价的主要驱动力，但我们认为投资者应关注 GMV 质量，将其视为公司增长前景的关键指标。其中，自营产品收入是衡量公司的消费品牌影响力、会员增长趋势和会员复购率的重要指标。

从 GMV 组合来看，抖音渠道在已公告 GMV 中占比超过 90%，其余来自天猫、京东、微信小程序和东方甄选的独立 App（数据源自公司）。此外，食品饮料收入占日均 GMV 的 60-70%，其次为日用品（20%）和书籍（5%）。

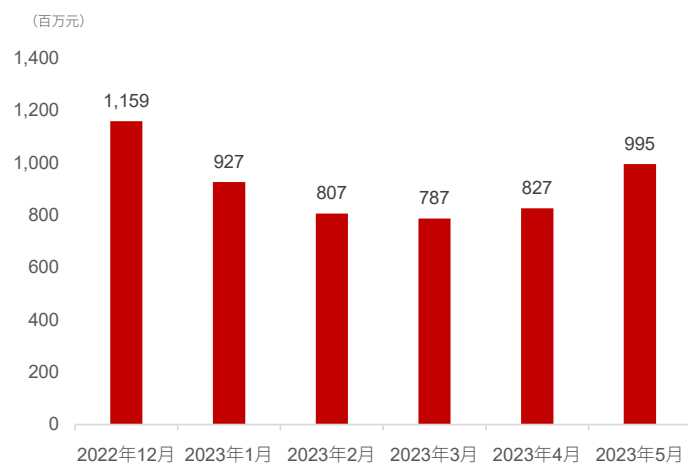
图表 4: 东方甄选——抖音 GMV 与股价的关系



注：数据截至 2023 年 5 月 31 日。

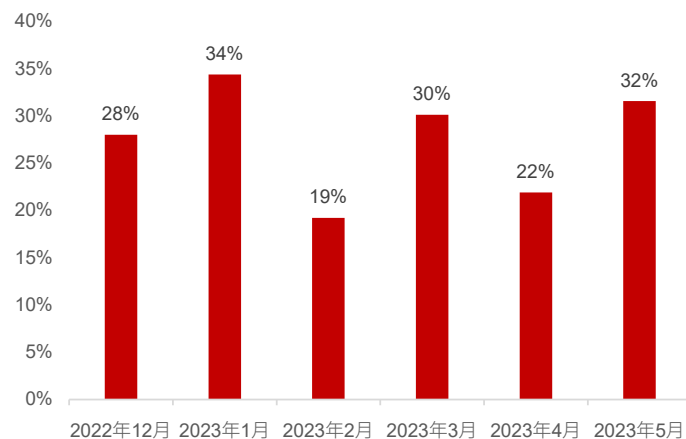
资料来源：灰豚数据，彭博，华兴证券（香港）

图表 5: 东方甄选——月度 GMV 跟踪数据



资料来源：灰豚数据

图表 6: 东方甄选——自营产品的 GMV 贡献率

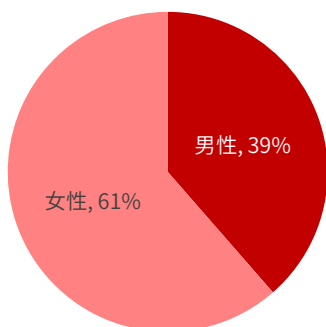


资料来源：灰豚数据

观众画像

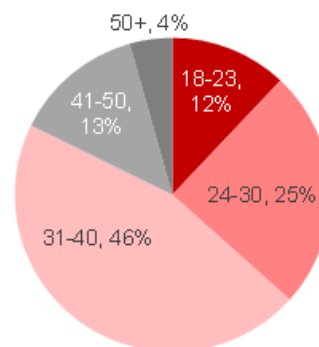
根据灰豚数据，主账号东方甄选直播间女性用户占比达 61%。从年龄分布来看，24-30 年龄段和 31-40 年龄段分别占比 25%/ 46%。从城市分布来看，上海、北京、西安、深圳和成都为前五大城市，观众人数合计占比达 13%。

图表 7: 东方甄选——按性别划分的观众画像



资料来源：灰豚数据

图表 8: 东方甄选——按年龄划分的观众画像



资料来源：灰豚数据

自营产品：关键品类与畅销单品介绍

东方甄选致力于通过自营产品为消费者提供价格合理的优质产品。公司的自营产品以农产品、食品饮料、日用品和床上用品为主。公司就自营产品业务与源头供应商/上游制造商达成供应端合作。考虑到 OEM（代加工）模式在中国的广泛应用，我们认为公司并无供应链方面的风险。东方甄选亦可收购关键制造商的少数股权以保障产能。然而，我们对东方甄选的产品研发能力（如食品饮料新配方、日用品与床上用品的新设计等）持一定谨慎态度。在履约方面，东方甄选与顺丰速运和京东物流（2618 HK，买入，目标价：29.80 港元；陈亚雷覆盖）合作以优化自营产品的服务体验。

定价方面，我们注意到农产品（如香肠和海鲜）的价格区间为 70-140 元、食品饮料 20-200 元、日用品（如纸巾）10-80 元、床上用品 300-600 元。根据东方甄选的数据，其核心客户是位于一、二线城市的女性购物者（约占付费用户的 70%）。灰豚数据显示，东方甄选自营产品直播间女性用户占 75%，多在 24-40 岁年龄段。

图表 9: 东方甄选——精选品类中最畅销的自营产品 SKU 快照



资料来源：抖音

关键投资问题：东方甄选是 MCN 还是消费品牌？

我们发现对东方甄选感兴趣的投资者的一个关键问题是：东方甄选应被视为 MCN 还是消费品牌。我们认为，东方甄选现正处于从 MCN 向消费品牌转型的早期阶段。MCN 的核心竞争力包括孵化主播和扩大粉丝群体，以及为直播选品以提高带货转化率——这些要素均由对人的依赖所驱动。另一方面，消费品牌的核心竞争力是产品，即提供具有既定和明确品牌形象的差异化产品。

东方甄选于 2021 年 12 月以 MCN 模式在抖音上启动直播电商业务。2022 年 6 月，一场由董宇辉先生主持的直播风靡全网，他在直播中用两种语言（中文和英文）生动地介绍产品。公司主账号的粉丝数从 2022 年 5 月的不到 100 万跃升至 2022 年 6 月底的 2,000 万以上。此后，直播间粉丝数逐步增长，公司开始将更多重心放在产品多样化上。

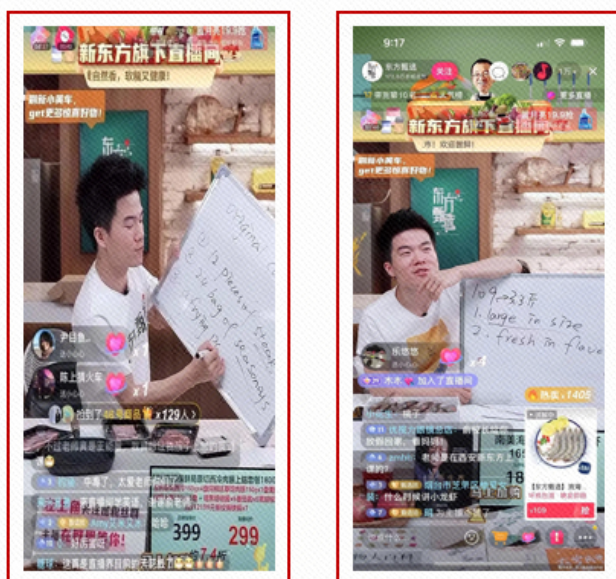
东方甄选于 2022 年 4 月启动自营产品业务并推出首款自营农产品，公司从根本上由 MCN 模式转型至自营品牌（消费品牌）模式。其产品组合目前包括第三方产品及自营产品。截至 2022 年 11 月，东方甄选已推出 65 款自营产品。公司现每月推出 5 至 10 款产品以满足消费者的不同需求。此外，东方甄选还通过在天猫和京东等电商平台开店、推出微信小程序和独立 App 等方式来拓展渠道。不过，根据公司公告，抖音仍是东方甄选的主要渠道，占总 GMV 的 90% 以上。

我们认为，现在判断东方甄选作为一个消费品牌的能取得怎样的成功还为时过早。一方面，公司的优势在于企业文化和稳定的管理团队，且主播团队善于讲述文化相关话题。其庞大的粉丝群体（4,180 万，截至 5 月 31 日）有助于构建品牌形象并发展客户群体。另一方面，公司在自营产品方面缺乏产品研发能力且依赖于第三方生产商。此外，其 GMV 高度集中于单一平台。

为克服弱点，东方甄选：1) 已收购数家 OEM 公司的少数股权以确保关键产品的产能——例如，公司于 2023 年 1 月斥资 1,750 万元收购了某香肠制造商 30% 的股权，收购款项用于工厂扩建；2) 已投资产品设计研发（如加工食品和饮料的配方）；及 3) 多元化分销渠道，即创建自有微信小程序和独立 App，以及在天猫和京东平台开店。

我们认为，对运营指标的跟踪应会有助于投资者了解公司的消费品牌转型进展。关键指标包括自营产品 GMV、活跃买家数量及其购买频率、平均订单价值和复购率。不过，东方甄选仅每半年发布一次业绩报告。

图表 10: 东方甄选——爆火出圈的直播片段



资料来源：抖音

图表 11: 东方甄选——App 及微信小程序快照



资料来源：东方甄选 App，东方甄选微信小程序

其他业务

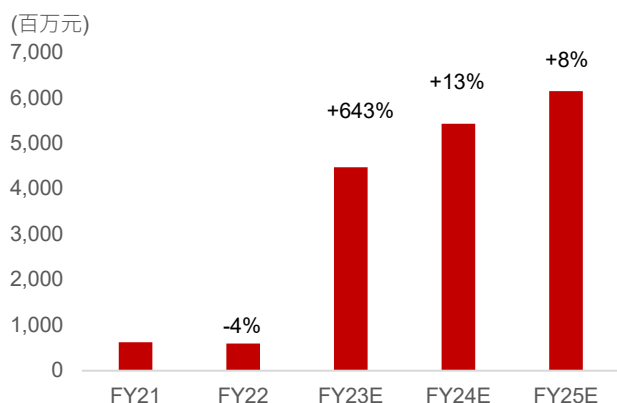
除直播电商外，东方甄选还有大学教育业务，包括提供国内大学备考和海外备考课程。2022 财年，国内大学备考正式课程业务的每名付费学生平均开支为 1,308 元，付费学生人次约为 54.6 万人。此外，东方甄选为机构客户提供软件即服务（SaaS）在线教育服务，客户主要为高校、公共图书馆，电信运营商和在线流媒体视频提供商。1H FY23，大学教育及在线教育服务板块合计贡献 15% 的总营收。

盈利预测

图表 13 展示了东方甄选在业务上的剧烈转变：2022 财年（截至 5 月 31 日）自营和直播电商业务占公司营收的 4%（2,460 万元人民币），我们预计 2023 财年这一比重将飙升至 85%，达到 38.2 亿元人民币。

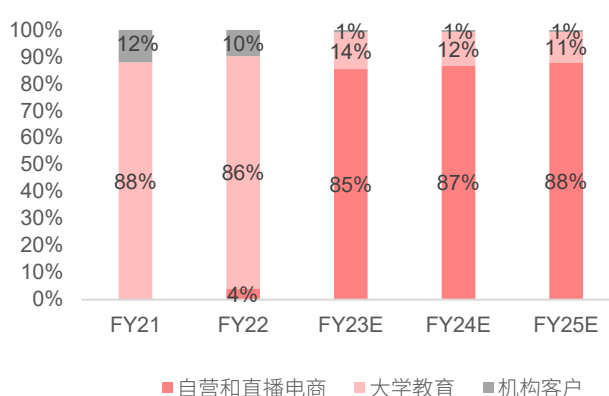
我们预测 2023-25 财年东方甄选整体 CAGR 为 17%，其中自营和直播电商板块的 CAGR 达 19%，其次为大学教育和机构客户业务，CAGR 分别为 7%和 6%。

图表 12: 东方甄选—总营收及同比增速



资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

图表 13: 东方甄选—营收组成变化



资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

自营和直播电商预计占 2023 财年总营收的 85%，2023-25 财年预计 CAGR 为 19%

东方甄选于 2021 年末进入直播电商赛道，2022 财年该板块营收达到 2,460 万元。我们预计 2023 财年相关营收有望增长 155 倍达到 38 亿元，而继这一爆发式增长过后，我们预计 2024/25 财年 GMV 增速为 14%/9%，营收增速回归常态，同比增加 23%/14%。

图表 14: 东方甄选—自营和直播电商板块关键假设

	1H23	2H23E	1H24E	2H24E	1H25E	2H25E	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
板块营收（百万元）	1,766	2,056	2,269	2,450	2,628	2,767	25	3,822	4,718	5,395
同比增速			28%	19%	16%	13%		15450%	23%	14%
GMV（十亿元）	4.8	5.4	5.7	5.9	6.2	6.4	NA	10.2	11.6	12.6
同比增速			19%	9%	9%	8%			14%	9%
- 自营	1.1	1.5	1.7	1.9	2.0	2.2	NA	2.6	3.6	4.2
- 第三方产品	3.7	3.9	4.0	4.0	4.2	4.2	NA	7.6	8.0	8.4
第三方GMV佣金率（%）	14%	14%	14%	14%	14%	14%	NA	14%	14%	14%
粉丝数量（百万人）	35.2	41.8					小于100万	41.8		

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

尽管板块 GMV 增速正逐步转向正常化，但东方甄选的整体业务结构正在经历调整，自营业务贡献不断扩大。我们预计自营 GMV 对总体 GMV 的贡献比率将从 2023 财年的 25%增至 2024/25 财年的 31%/34%。由此，我们预计自营产品 GMV 在 2023-25 财年期间的 CAGR 为 27%，高于第三方产品 GMV 5%的 CAGR。

在收入确认上，东方甄选对自营产品计入毛收入（GMV 的 100%），对通过直播电商业务开展的第三方产品计入净收入（我们预测佣金率通常为 GMV 的 10-15%）。

大学教育+机构客户预计贡献 2023 财年营收的 15%，2023-25 财年营收 CAGR 预计为 7%

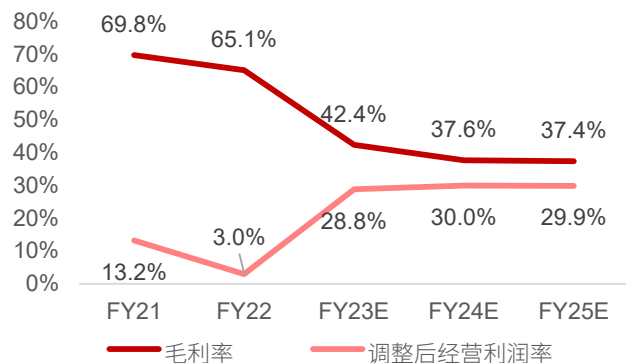
鉴于朝着直播业务的成功转型，教育不再是公司重心，这点可从 2023 年 3 月的更名一举可见一斑，从此公司不再叫新东方在线。我们预计大学教育和机构客户业务 2023-25 财年的整体营收 CAGR 为 7%。考虑到东方甄选采取了从在线教育到自营和直播电商的战略性转型，我们认为未来有可能会剥离这两项业务。

利润率

我们预计预测期内东方甄选毛利率将由于营收组合的改变而不断下降，从 2021/22 财年的 69.8%/65.1% 减少到 2023/24/25 财年的 42.4%/37.6%/37.4%。按板块来看，我们预测公司核心业务（即自营和直播电商）的毛利率将从 2023 财年的 37.4% 降至 2024 财年的 32.4%，主要是因为更多的股权激励以及自营产品对 GMV 贡献的加大，此部分会计上按毛收入确认，相比按净收入确认的第三方产品毛利率更低。由此，随着经营杠杆抵消收入组合的进一步改变，营收增速将超过成本和费用的增长，我们预计 2025 财年毛利率有望稳定在 32.5%。我们预测 2023-25 财年非核心业务（即大学教育和机构客户）的毛利率将稳定在 71-73%。

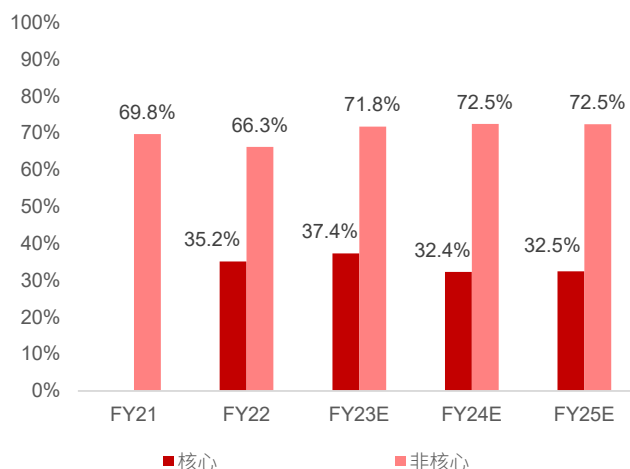
随着核心业务经营杠杆的加大（板块营收增速将超过成本增速），我们预计 2023-25 财年调整后的经营利润率将不断改善，达到 28.8%/30.0%/29.9%，相较 2021/22 财年的 13.2%/3.0% 有所提升。尽管核心业务毛利率相对较低，但相应营运开支也较少，因为东方甄选不买线上流量且从事直播业务也不需要一支庞大的运营团队（2023 财年上半年总员工人数仅增至 350 人，为 48 亿元的 GMV 提供支持）。

图表 15: 东方甄选--毛利率和调整后经营利润率



资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

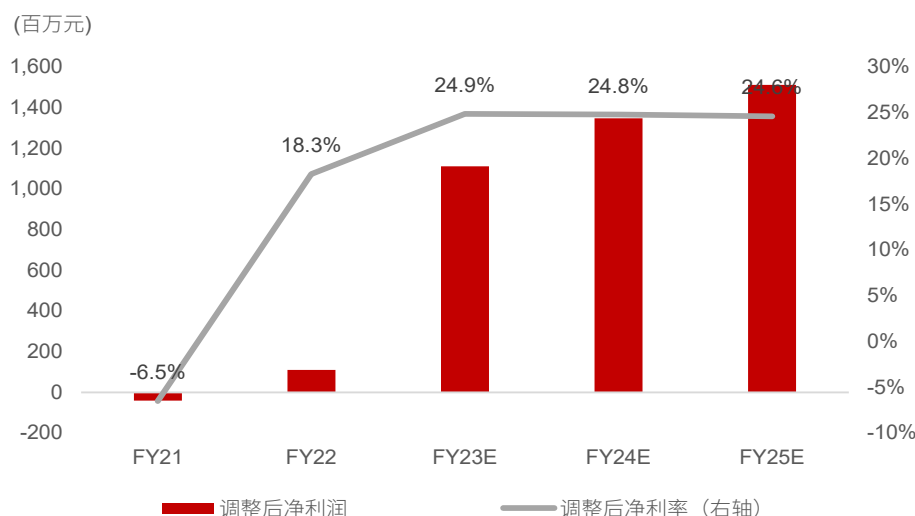
图表 16: 东方甄选—板块毛利率



资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

根据我们对调整后经营利润的测算，我们预测东方甄选 2023/24/25 财年调整后的净利率分别为 24.9%/24.8%/24.6%，较 2021/22 财年的 -6.5%/+18.3% 有所改善。调整后净利润方面，我们测算 2023 财年利润为 11.1 亿元，2024/25 财年将分别提升到 13.5 亿元/15.1 亿元。我们对 2023/24/25 财年每股收益的预测分别为 1.05 元/1.26 元/1.41 元，2023-25 财年的 CAGR 为 16%。

图表 17: 东方甄选--调整后净利润和调整净利率



资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

图表 18: 东方甄选--损益表

(百万元)	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
总收入	624	601	4,473	5,433	6,145
同比增速	0%	-4%	645%	21%	13%
收入成本	(189)	(210)	(2,577)	(3,388)	(3,848)
毛利润	435	391	1,896	2,044	2,297
毛利润率 (%)	69.8%	65.1%	42.4%	37.6%	37.4%
研发费用	(122)	(64)	(118)	(147)	(156)
销售及营销费用	(320)	(270)	(455)	(437)	(459)
一般及行政费用	(148)	(214)	(132)	(143)	(155)
营业费用	(590)	(549)	(706)	(727)	(770)
营业利润/(亏损)	(155)	(158)	1,190	1,317	1,527
经营利润率	-24.9%	-26.3%	26.6%	24.2%	24.8%
非IFRS营业利润/(亏损)	83	18	1,289	1,627	1,837
非IFRS经营利润率	13.2%	3.0%	28.8%	30.0%	29.9%
其他收入、损益	(99)	71	134	29	29
减值损失	(6)	(3)	(0)	0	0
分占联营公司业绩	8	3	(14)	(5)	(2)
财务费用	(3)	(3)	(2)	(2)	(2)
所得税费用	1	18	(294)	(301)	(349)
有效税率 (%)	0.4%	20.5%	22.5%	22.5%	22.5%
净收入 (IFRS)	(254)	(71)	1,014	1,038	1,203
净利润率 (IFRS)	-40.7%	-11.8%	22.7%	19.1%	19.6%
非IFRS调整后净收入	(40)	110	1,113	1,348	1,513
非IFRS调整后净利润率	-6.5%	18.3%	24.9%	24.8%	24.6%
非IFRS调整后每股收益 (摊薄后, 元)	(0.04)	0.11	1.05	1.26	1.41

注：财年截至每年五月。

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

图表 19: 东方甄选—资产负债表

(百万元)	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
存货	0	5	5	5	5
交易及其他应收款项	31	38	113	137	155
预付款	55	60	181	219	248
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	624	359	359	359	359
定期存款	317	683	683	683	683
银行结存及现金	1,520	547	2,106	3,689	5,321
流动资产总额	2,547	1,691	380	390	399
房产及设备	114	34	46	57	65
使用权资产	303	48	48	48	48
联营公司权益	90	178	178	178	178
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	207	99	99	99	99
购置地产及设备用存款	4	0	0	0	0
可退还租赁押金	20	8	8	8	8
非流动资产总额	739	368	3,445	5,092	6,770
总资产	3,285	2,059	3,825	5,482	7,169
租赁负债	104	28	28	28	28
合同负债	397	163	490	644	731
退款负债	93	14	14	14	14
应付账款	43	24	24	24	24
应计费用和其他应付款项	405	163	490	644	731
应付所得税	0	2	2	2	2
流动负债总额	1,043	393	1,046	1,355	1,530
递延所得税负债	24	4	4	4	4
租赁负债	210	21	21	21	21
非流动负债总额	234	25	25	25	25
总负债	1,276	418	1,071	1,380	1,555
股本	0	0	0	0	0
储备	2,009	1,641	2,753	4,101	5,614
少数股东权益	0	0	0	0	0
总股东权益及夹层股本	2,009	1,641	2,754	4,102	5,614
总负债、股东权益及夹层股本	3,285	2,059	3,825	5,482	7,169

注：财年截至每年五月。

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

图表 20: 东方甄选—现金流量表

(百万元)	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
净利润（亏损）	-1,659	-552	1,308	1,339	1,552
房产及设备折旧	46	35	8	10	11
使用权资产折旧	104	54	0	0	0
处置房产及设备亏损	1	46	0	0	0
根据预期信用损失模型确认的减值损失（净值）	6	3	0	0	0
房产及设备减值	63	0	0	0	0
使用权资产减值	17	0	0	0	0
股权激励支出	281	165	99	310	310
银行结余利息收入	-7	-2	0	0	0
定期存款利息收入	-5	-8	0	0	0
租赁保证金利息收入	-1	-1	0	0	0
财务成本	15	7	0	0	0
提前终止租赁合同获得的收益	-5	-19	0	0	0
外汇净损益	162	-47	0	0	0
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产收益	-40	-9	0	0	0
应占联营公司业绩	-8	-3	0	0	0
处置联营公司净亏损	0	0	0	0	0
本期支付所得税	-1	-0	-294	-301	-349
本期收到所得税	6	4	0	0	0
营运资本变动	115	-590	457	246	128
经营活动产生的现金流量	-914	-918	1,578	1,603	1,652
以公允价值处置金融资产所获收入	3,551	2,366	0	0	0
所购以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-3,881	-2,068	0	0	0
处置房产及设备收入	0	10	0	0	0
定期存款利息	49	5	0	0	0
购买房产及设备	-118	-20	-20	-20	-20
使用权资产支付额	-0	0	0	0	0
（支付）提前终止租赁合同获得的收益	-2	0	0	0	0
支付租赁保证金	-7	-3	0	0	0
租赁保证金退款	1	19	0	0	0
存入定期存款	-675	-654	0	0	0
提取定期存款	1,742	320	0	0	0
处置联营公司所获收益	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	659	-26	-20	-20	-20
行使股票期权而发行股票所获收益	12	1	0	0	0
发行股票所获收益	1,511	0	0	0	0
发行股票相关交易成本	-1	0	0	0	0
偿还租赁负债	-110	-47	0	0	0
非控股股东出资	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	1,412	-45	0	0	0
现金净值变化	1,158	-990	1,558	1,583	1,632
外汇影响	-118	18	0	0	0
年初现金及现金等价物	480	1,520	547	2,106	3,689
年末现金及现金等价物	1,520	547	2,106	3,689	5,321

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

估值

我们采用市盈率（P/E）对东方甄选进行估值。我们的目标价 29.00 港元基于 20 倍的 2024 财年目标 P/E，较中国 MCN 电商服务商及消费行业可比公司（图表 22）2024 财年的平均 P/E 存在 15% 的折价。我们采用消费品牌以及 MCN/电商服务公司作为估值可比公司。我们选取了线上渠道占销售收入大部分的消费品牌，因为我们认为如此可最接近于东方甄选的自营业务。我们也选取了有相似业务模型的 MCN/电商服务商，以此对标东方甄选的第三方产品直播业务。给出以上折价是因为东方甄选没有较长的历史业绩可证明其自营产品竞争力及品牌影响力，当前仍在处于商业模式转型期。

我们认为当前 22 倍的 2024 财年 P/E 的估值为公允水平，首次覆盖东方甄选，给予“持有”评级。我们认为公司从事自营业务仅一年，尚需时日来证明其产品竞争力和品牌影响力，由此对其持谨慎态度。我们期望看到公司像其他消费公司那样更频繁地更新其经营指标，以帮助投资者跟踪其转型的步伐和进展。

图表 21: 东方甄选—P/E 估值表

P/E 估值	FY24E
调整后净利润（百万元）	1,348
目标倍数	20x
P/E 估值	26,960
集团估值（百万元）	26,960
集团估值（百万港元）	31,386
目标价（港元/股）	29.00
假设	
股份数（百万股）	1,098
人名币兑港币汇率	1.16

资料来源：华兴证券（香港）预测

图表 22: 东方甄选——中国 MCN/电商服务提供商及消费品同业估值对比

股票代码	公司名称	评级	交易货币	最新价格	市值 (十亿美元)	财年截至	EPS (列报货币)			P/E			P/S			EV/EBITDA		
							FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
1797 HK	东方甄选	持有	港元	31.15	4.0	五月	1.05	1.26	1.41	27.0	22.4	20.0	6.4	5.3	4.7	20.3	16.1	14.2
中国MCN/ 电商服务提供商																		
002291 CH	遥望科技	未覆盖	人民币	18.11	2.3	12月	0.73	1.05	1.18	24.7	17.3	15.3	2.9	2.3	1.9	21.1	15.3	13.5
300792 CH	壹网壹创	未覆盖	人民币	31.54	1.1	12月	1.26	1.46	2.53	25.1	21.6	12.4	4.3	3.7	3.2	14.0	12.1	13.7
300785 CH	值得买	未覆盖	人民币	47.02	0.9	12月	1.32	1.74	2.00	35.6	27.0	23.6	3.9	3.3	3.1	24.0	18.8	15.9
605136 CH	丽人丽妆	未覆盖	人民币	13.95	0.8	12月	0.81	0.80	1.03	17.3	17.5	13.5	1.3	1.2	1.1	NA	15.2	NA
002878 CH	元隆雅图	未覆盖	人民币	17.69	0.6	12月	0.86	1.01	1.14	20.6	17.5	15.5	1.3	1.1	1.0	16.9	13.9	11.9
003010 CH	若羽臣	未覆盖	人民币	26.64	0.5	12月	0.33	0.52	0.63	82.0	51.2	42.3	2.4	2.2	2.1	NA	NA	NA
均值										34.2	25.4	20.4	2.7	2.3	2.1	19.0	15.1	13.7
中国消费品企业																		
603719 CH	良品铺子	未覆盖	人民币	28.50	1.6	12月	1.11	1.37	1.66	25.6	20.8	17.3	1.0	0.8	0.7	16.7	14.4	12.1
2145 HK	上美股份	未覆盖	港元	27.00	1.4	12月	1.00	1.39	1.73	24.5	17.6	14.1	2.8	2.2	1.8	19.0	13.7	11.5
300783 CH	三只松鼠	未覆盖	人民币	21.86	1.2	12月	0.72	0.88	0.98	30.5	24.8	22.4	1.1	1.0	0.9	22.0	17.4	15.3
YSG US	逸仙电商	未覆盖	美元	0.97	0.7	12月	(0.02)	0.36	0.43	(327.4)	19.0	15.8	1.2	1.0	1.0	15.2	4.3	6.1
均值										26.9	20.6	17.4	1.5	1.2	1.1	18.2	12.5	11.3

注：现价按 2023 年 6 月 2 日收盘价。未覆盖公司数据为彭博一致预期，我们在计算平均市盈率及市销率时排除了异常值。异常值指负数和极大数。

资料来源：彭博，华兴证券（香港）预测

图表 23: 东方甄选—历史动态 P/E



资料来源：彭博

风险提示

下行风险：

- **宏观经济复苏慢于预期：**若中国的经济复苏慢于我们的预期且消费者购买欲持续减弱，东方甄选的电商 GMV 可能会承压，这将对我们的营收预测构成下行风险。
- **营销费用高于预期：**东方甄选目前不向直播平台购买流量；相反，其凭借优质内容驱动粉丝数量和 GMV 增长。考虑到消费者兴趣的动态变化，若其流媒体热度下降且粉丝数增长放缓，东方甄选可能需要购买流量或扩大营销投入。销售及营销费用的增加或将压缩利润率，导致东方甄选的收益低于预期。
- **品牌声誉与产品质量风险：**产品质量与品牌声誉是东方甄选自营产品成功的关键。鉴于东方甄选销售第三方产品且自营产品由 OEM 生产，因此公司的品控能力存在风险。此外，任何与东方甄选产品有关的负面新闻或争议都可能严重损害品牌形象和声誉，这将导致公司的电商 GMV 下降。

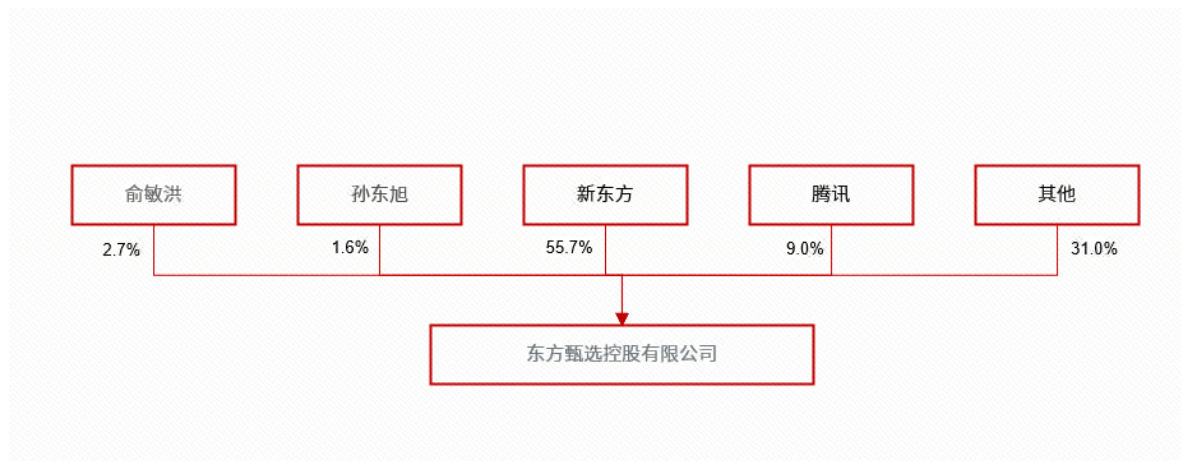
上行风险：

- **宏观经济复苏快于预期：**若中国经济快速复苏，消费者购买欲可能会提升且价格敏感度有望降低。在这种情况下，东方甄选的 GMV 可能会超出我们的预期，由此为我们的营收预测带来上行风险。
- **自营产品 GMV 增速快于预期：**公司现每月推出 5 至 10 款产品，以满足消费者的不同需求。如果东方甄选能够以快于计划的速度拓展其自营产品品类，同时优化供应链管理，公司粉丝量增长或将快于预期且顾客忠诚度有望好于预期，从而导致自营产品 GMV 高于预期。
- **产品升级进展超预期：**如果东方甄选升级其自营产品/及第三方产品、以及提升产品利润表现的速度快于我们的预期，集团层面净利润率的提升或将超出我们的预期。
- **品牌认可度提升：**如果公司对东方甄选品牌的推广带动消费者认可度提升，公司的内生性流量或将加速增长，这可能会导致公司更易于将直播间观众转化为购买者。

附录

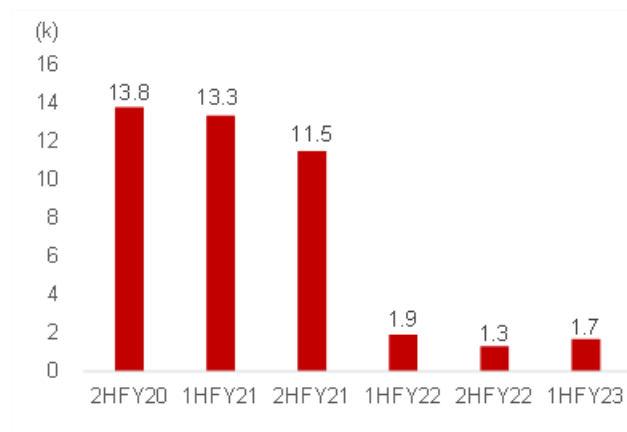
东方甄选是新东方教育科技集团的子公司，后者持股 56%。公司前身——新东方在线——是一家活跃于中国教育行业的企业，主要提供在线课程。自 2021 年以来，公司拓展了课程种类（例如，引入 STEAM（科学、技术、工程、艺术及数学）课程以满足非学术辅导需求），并以东方甄选品牌建立了电商业务，提供一系列生活方式和其他产品。考虑到电商业务的潜力，东方甄选已将战略重心转向电商领域。

图表 24: 东方甄选--主要股东（2022 财年）



资料来源：公司公告

图表 25: 东方甄选--员工数量



资料来源：公司公告

图表 26: 东方甄选--主要管理层简介

姓名	职务	背景
孙东旭	行政总裁	孙东旭先生（36 岁）为行政总裁（自 2019 年 8 月起）。于集团内，孙先生亦为北京迅程的董事（自 2019 年 9 月起）、德信东方的董事（自 2019 年 8 月起）。此前，孙先生为西安新东方学校的校长（自 2016 年 4 月至 2018 年 7 月）及新东方西北区区域总裁（自 2016 年 4 月至 2018 年 5 月）。孙先生的职业生涯始于新东方集团，其于天津新东方学校国外考试部任任教师（2007 年 6 月至 2008 年 6 月）。孙先生获中国南开大学颁授工学学士学位，主修计算机科学与技术。
尹强	财务总监	尹强先生（48 岁）为财务总监（自 2018 年 5 月起）。于集团内，尹先生亦自 2016 年 1 月起担任北京迅程的董事兼财务总监，自 2019 年 7 月至 2020 年 11 月担任珠海崇胜的董事。尹先生亦担任新东方中国的财务总监及助理副总裁（自 2005 年 6 月至 2016 年 5 月）及副总裁（自 2019 年 4 月起）。尹先生曾于 1996 年至 2001 年担任罗兵咸永道会计师事务所的高级会计师。尹先生获中国首都经济贸易大学颁授经济学学士学位。
俞敏洪	董事会主席	俞敏洪先生（59 岁）为董事会主席（自 2018 年 5 月起）。俞先生亦为北京迅程（自 2015 年 5 月起）及经保留新东方集团的若干公司（包括乐词网络）的主席兼董事。俞先生为新东方的创办人，现担任新东方董事会执行主席。俞先生获中国北京大学颁授英语学士学位。

资料来源：公司公告

附：财务报表

年结: 05月

利润表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
销售收入-自营及直播电商	25	3,822	4,718	5,395
销售收入-大学教育	518	611	672	706
销售收入-机构客户	58	39	42	44
营业收入	601	4,473	5,433	6,145
营业成本	(210)	(2,577)	(3,388)	(3,848)
毛利润	391	1,896	2,044	2,297
管理及销售费用	(549)	(706)	(727)	(770)
其中: 研发支出	(64)	(118)	(147)	(156)
其中: 市场营销支出	(270)	(455)	(437)	(459)
其中: 管理支出	(214)	(132)	(143)	(155)
息税前利润	(158)	1,190	1,317	1,527
息税折旧及摊销前利润	(123)	1,198	1,327	1,538
利息收入	0	0	0	0
利息支出	(3)	(2)	(2)	(2)
税前利润	(89)	1,308	1,339	1,552
所得税	18	(294)	(301)	(349)
净利润	(71)	1,014	1,038	1,203
调整后息税前利润	18	1,289	1,627	1,837
调整后息税折旧及摊销前利润	53	1,297	1,637	1,848
调整后净利润	110	1,113	1,348	1,513
基本每股收益 (RMB)	(0.07)	0.95	0.97	1.12
稀释每股调整收益 (RMB)	0.11	1.05	1.26	1.41

资产负债表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,691	380	390	399
货币资金	1,230	2,788	4,372	6,004
应收账款	38	113	137	155
存货	5	5	5	5
其他流动资产	419	(2,526)	(4,123)	(5,764)
非流动资产	368	3,445	5,092	6,770
固定资产	34	46	57	65
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
其他	56	3,121	4,757	6,427
资产	2,059	3,825	5,482	7,169
流动负债	393	1,046	1,355	1,530
短期借款	0	0	0	0
预收账款	163	490	644	731
应付账款	187	513	668	755
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	21	21	21	21
负债	418	1,071	1,380	1,555
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	1,641	2,753	4,101	5,614
归属于母公司所有者权益	1,641	2,754	4,102	5,614
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	2,059	3,825	5,482	7,169

现金流量表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	(71)	1,014	1,038	1,203
折旧摊销	35	8	10	11
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	224	(188)	18	(28)
其他	(35)	(8)	(10)	(11)
营运资本变动	(590)	457	246	128
经营活动产生的现金流量	(918)	1,578	1,603	1,652
资本支出	(20)	(20)	(20)	(20)
收购及投资	(2,068)	0	0	0
处置固定资产及投资	2,376	0	0	0
其他	(313)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(26)	(20)	(20)	(20)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	0	0	0	0
发行 (回购) 股份	1	0	0	0
其他	(47)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(45)	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	(972)	1,558	1,583	1,632
自由现金流	(938)	1,558	1,583	1,632

关键假设

	2022A	2023E	2024E	2025E
商品交易总额 (十亿元)	N/A	10.2	11.6	12.6

财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
YoY (%)				
营业收入	(3.7)	644.8	21.5	13.1
毛利润	(10.2)	385.1	7.8	12.3
息税折旧及摊销前利润	(12.3)	1,076.5	10.7	15.9
调整后息税折旧及摊销前利润	(58.7)	2,346.1	26.2	12.9
净利润	72.0	1,528.1	2.4	15.9
调整后净利润	371.8	911.5	21.2	12.2
稀释每股调整收益	73.0	1,443.2	2.0	15.4
调整后稀释每股调整收益	362.3	851.3	20.7	11.8
盈利率 (%)				
毛利率	65.1	42.4	37.6	37.4
息税折旧摊销前利润率	(20.4)	26.8	24.4	25.0
调整后息税折旧摊销前利润率	8.8	29.0	30.1	30.1
息税前利润率	(26.3)	26.6	24.2	24.8
调整后息税前利润率	3.0	28.8	30.0	29.9
净利率	(11.8)	22.7	19.1	19.6
调整后净利率	18.3	24.9	24.8	24.6
净资产收益率	(4.3)	36.8	25.3	21.4
总资产收益率	(3.4)	26.5	18.9	16.8
流动资产比率 (x)				
流动比率	4.3	0.4	0.3	0.3
速动比率	4.3	0.4	0.3	0.3
估值比率 (x)				
市盈率	45.4	29.4	22.4	20.1
市净率	3.0	11.9	7.4	5.4
市销率	47.8	6.4	5.3	4.7
企业价值倍数	N/A	20.9	20.4	17.6
调整后企业价值倍数	40.3	19.3	16.5	14.7

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券(香港)预测

附录

分析师声明

本人林汝函、张译文（CFA 持证人）兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：东方甄选（1797 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其它部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称为“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员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。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人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，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888