

互联网	收盘价 港元 12.96	目标价 港元 13.40	潜在涨幅 +3.4%
-----	-----------------	-----------------	---------------

2024年6月26日

## 东方甄选 (1797 HK)

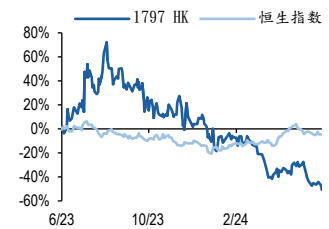
自营建设虽具长期增长潜力，短期盈利不确定性仍存，首予中性

- ⊕ **市场关注点主要包括** 1) 利润短期承压；2) 主账号 GMV 数据下降；3) 大主播稳定性及公司管理战略仍在调整期。我们认为公司利润率或在2024财年3季度（截至2024年2月29日）触底。2024财年3季度为公司战略调整阶段，增加自营品促销力度，导致自营品毛利率下滑。春节后，运营逐渐回归正常节奏，专场直播推进更为积极，预计4季度公司盈利能力将较3季度有所改善。但考虑自营品短期仍以规模增长为目标，投入力度仍存不确定性。
- ⊕ **主账号流量增长面临挑战，GMV 规模部分被货架及其他渠道分流。**“小作文”事件后，东方甄选主账号经历粉丝数短暂下降，目前已稳定在3000万量级，但确实反映出新增流量增长承压的局面，公司长期拓圈发展面临挑战。与辉同行上线后，2-3月，东方甄选主账号直播间（不含货架销售）GMV下降至2-3亿元（人民币，下同），目前环比稳定。主账号数据下滑一方面反映流量增长承压，一方面也体现被矩阵账号等分流的影响，估算日均GMV约1000万元左右（含货架销售金额）。2024年3月下旬以来，东方甄选恢复专场户外直播，和“小作文”事件之前的专场活动GMV量级大致一致。我们观察到专场活动期间直播间发放福袋等激励活动推广自营产品，虽会在长期拓展自营品获客渠道，但会在短期影响公司利润率。
- ⊕ **与辉同行进入稳定运营阶段，贡献利润增量。**我们认为与辉同行直播间有望维持日均GMV1500-2000万元，月度GMV5-6亿元。后续文化专场持续输出直播间调性，通过品牌/外景专场，有望推动单场直播GMV破亿，保持直播间稳定运营，为公司贡献利润增量。管理层此前宣布和董宇辉不做简单利润分成，虽人员成本或上升，但公司利润结构仍优于其他MCN。
- ⊕ **目标价 13.40 港元，首予中性。**我们预计2024/2025财年公司收入同比增45%/13%至66亿元/74亿元；调整后净利润6.9亿元/8.4亿元，对比2023财年11亿元降37%/23%。我们认为与辉同行独立发展后，东方甄选战略聚焦自营品建设，而主账号流量增长、淘宝渠道贡献仍有待观察，即时零售、出海等新业务也仍在早期阶段。综合中国消费品牌、MCN机构及电商平台的估值区间，我们认为公司合理市盈率为16倍，基于2025财年调整后净利润8.4亿元人民币，给予145亿港元估值，对应目标价13.40港元。我们看好其自营品战略，同时对比其他MCN机构具备更好的利润空间及业务天花板，因此享有估值溢价。但考虑短期利润率趋势仍有不确定性及近期业务战略管理调整期，现价已反映短期业务增长潜力，首予中性评级。

### 个股评级

中性

### 1年股价表现



资料来源: FactSet

### 股份资料

52周高位 (港元)	45.40
52周低位 (港元)	12.96
市值 (百万港元)	13,365.00
日均成交量 (百万)	12.20
年初至今变化 (%)	(53.38)
200天平均价 (港元)	21.62

资料来源: FactSet

### 孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8048

### 谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8045

### 赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8054

### 蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8041

### 财务数据一览

年结5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	601	4,510	6,557	7,433	8,357
同比增长 (%)	-3.7	651.0	45.4	13.3	12.4
净利润 (百万人民币)	110	1,089	688	836	909
每股盈利 (人民币)	0.11	1.02	0.64	0.75	0.79
同比增长 (%)	-361.8	843.3	-37.9	18.8	4.0
市盈率 (倍)	111.1	11.8	19.0	16.0	15.4
每股账面净值 (人民币)	1.62	2.63	2.73	2.93	3.07
市账率 (倍)	7.45	4.58	4.42	4.12	3.92

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

## 目录

<b>核心观点</b> .....	<b>3</b>
利润率有望在 3 季度触底，但短期投入力度仍存不确定性.....	3
公司多渠道布局，自营品建设稳步拓展.....	4
<b>估值</b> .....	<b>7</b>
相对估值法.....	7
<b>风险</b> .....	<b>9</b>
<b>多渠道布局流量</b> .....	<b>10</b>
抖音矩阵账号+淘宝直播+自有 APP，非直播贡献亦在上升.....	10
与辉同行直播间持续输出文化调性，品牌专场、外景直播是 GMV 重要抓手.....	14
东方甄选主账号直播数据被部分分流，目前环比企稳，自营品、视频占比提升.....	16
淘宝直播大促数据显示资源投入短期或有战略调整.....	19
自有 APP 定位服务战略价值，仍在早期迭代阶段.....	20
<b>供应链建设打造自营产品长期增长空间</b> .....	<b>22</b>
迎合新中产消费群体对“高品质性价比”产品的需求，看好刚需生活用品消费增长空间.....	22
对比主要玩家，东方甄选自营品正在快速拓展阶段.....	22
发挥直播优势，溯源提升品牌信任度.....	25
<b>区别于其他头部直播电商账号的核心观点</b> .....	<b>26</b>
对比交个朋友.....	26
直播电商公司长期发展方向（即时零售、出海、文旅、下沉）仍在探索阶段.....	29
<b>财务预测</b> .....	<b>32</b>

## 核心观点

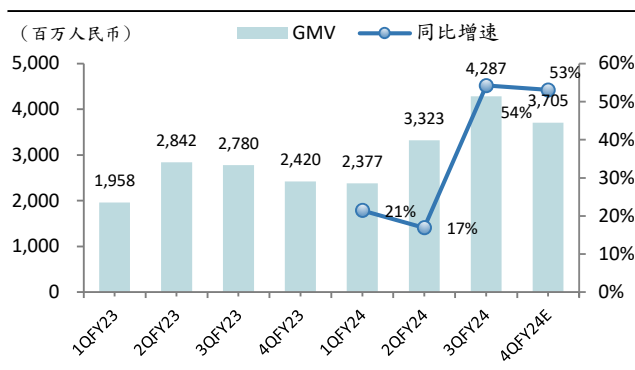
### 利润率有望在 3 季度触底，但短期投入力度仍存不确定性

我们通过新东方业绩披露估算，东方甄选 2024 财年 3 季度（截至 2 月 29 日）净利转亏为 2500 万元（人民币，下同），扣除股权激励等非现金支出影响后，估算调整后运营利润为 6000 万元，对应利润率为 3%，同比下降 17 个百分点。我们认为利润率下滑的主要原因在于：

- 1) “小作文”事件后主账号热度提升，为提升新用户留存及进一步打开自营品知名度，主账号进行一系列品牌日加大促销力度，带动自营品销售规模提升，预计对 2024 财年下半年自营品毛利率造成压力，我们估算东方甄选 3 季度毛利率率同比下降 9 个百分点，其中自营品毛利率率下降 14 个百分点。
- 2) 公司继续拓展多渠道发展战略，增强公司长期增长稳定性，导致营销费用、研发费用投入增加。

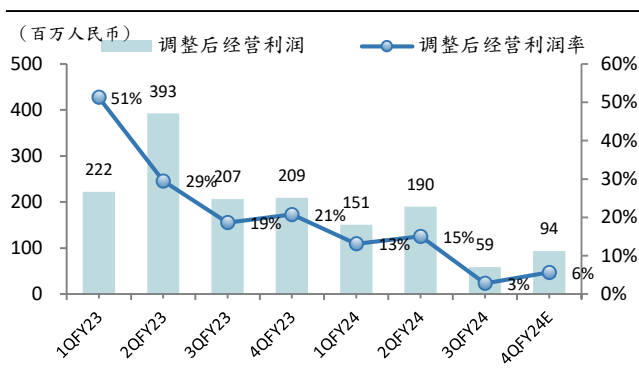
我们认为，3 季度为公司战略调整阶段，春节假期以后，公司运营逐渐回归正常，专场直播的推进也更为积极。我们预计利润率有望在 3 季度触底。4 季度品牌日活动保持每周 2 天的频次（对比 2023 年 12 月的 12 天），促销活动逐渐常态化，预计将推动毛利率率在 4 季度迎来反弹。但自营品促销力度缩减乃循序渐进，人员奖金亦或有所增长，预计短期利润率反弹力度仍存不确定性，我们预计 2024 财年调整后净利润为 6.9 亿元，对比 2023 年的 10.9 亿元，对应利润率下降 14 个百分点。

图表 1: 预计 2024 财年下半年 GMV 保持高速增长



资料来源：公司资料，交银国际预测

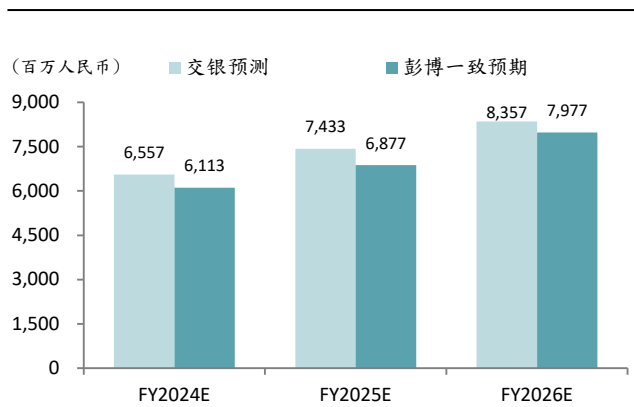
图表 2: 预计利润率有望在 2024 财年 3 季度触底



资料来源：公司资料，交银国际预测

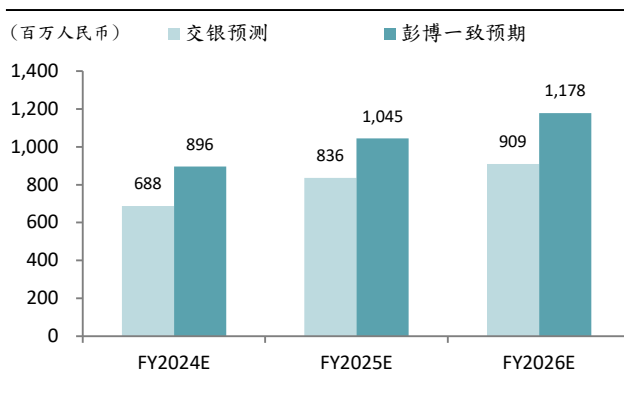
我们预计 2024 财年/2025 财年公司收入增 45%/13% 至 66 亿/74 亿元，调整后净利润为 6.9 亿/8.4 亿元。我们和市场预期不同的地方主要在于收入预测更为乐观，利润预测低于彭博一致预期。收入预测的差异主要来自对 GMV 的预测，我们参照近期自营产品收入数据披露，认为收入的市场预期仍有上调空间。预计短期调整之后，公司利润有望恢复平稳增长，自营品复购用户规模的提升以及规模效应的显现有望缓释部分增量投入。

图表 3: 收入：交银预测 vs. 彭博一致预期



资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 4: 经调整净利润：交银预测 vs. 彭博一致预期



资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

## 公司多渠道布局，自营品建设稳步拓展

东方甄选自营品正在快速拓展阶段，具备长期增长空间。迎合新中产消费群体对“高品质性价比”产品的需求，我们看好刚需生活用品消费增长空间。公司数据显示，2024 财年下半年（2023 年 12 月-2024 年 5 月），公司自营品 GMV 达到 36 亿元+，同/环比增 108%/74%。截至 2024 年 6 月，自营品总数超过 400 款，其中有 100 款+产品位于抖音产品排行榜 TOP3，抖音平台累计自营品订单突破 1 亿。

东方甄选自营品矩阵账号月度 GMV 连续突破 1 亿元，成为公司第三个在抖音平台销售额过亿的账号，2024 年公司在抖音增加 10 个垂类账号，将陆续开通直播，推动自营品渠道多元化增长。另外，凭借公司自营品口碑（好评率 95%+），天猫、京东、拼多多、小红书店铺等货架电商渠道获得稳定增长。自营品总用户数超过 2500 万人，其中 1470 万为复购用户，复购率达到 59%。

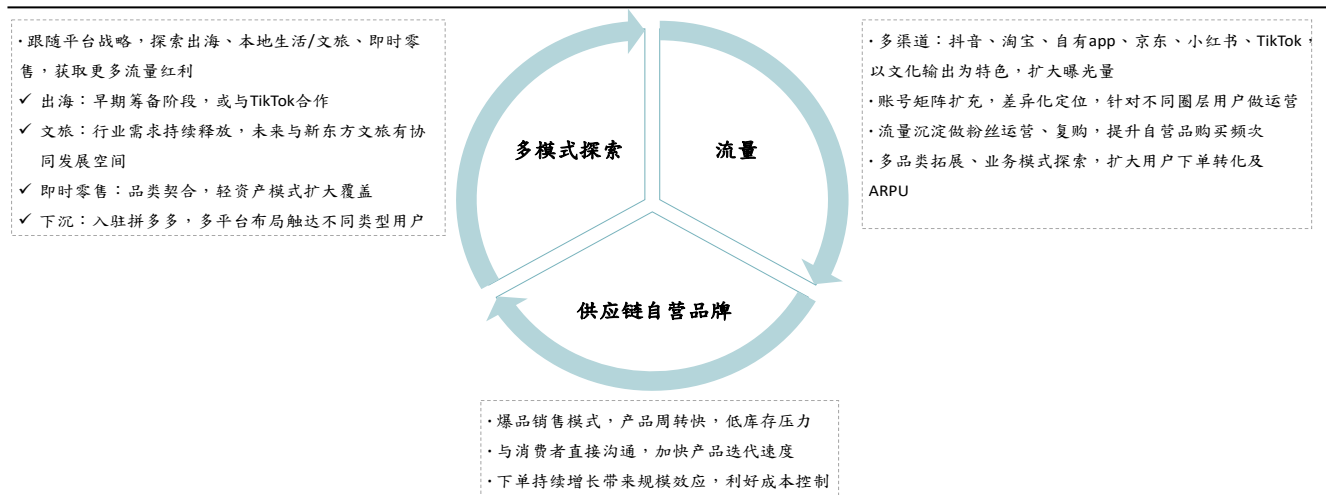
自有 APP 成为自营新品首发的主要渠道，爆款自营产品在 APP 的销量达到全网销量的 40%+，受益于会员优惠、APP 粘性拉动。

预计公司自营品长期目标突破 1000 款，仍有很大的提升空间。我们预计公司自营品销售规模将保持快速增长，预计 2023-26 年 CAGR 为 42%。东方甄选的优势在于依托于直播间流量基于爆款直接销售利润率更高、极速商品流转周期，以及与消费者直面沟通加快产品迭代速度、溯源构建品牌信任度和提升转化效率。

公司已经实现抖音矩阵账号+淘宝直播+自有 APP 布局，非直播 GMV 贡献亦在不断提升。预计 2024 财年，公司 GMV 将达到 137 亿元，较 2023 财年的 100 亿元增 37%，2025 财年 GMV 增 16%至 160 亿元，主要来自与辉同行全年 GMV 贡献、自营品非直播贡献持续提升。通过孵化自营品子账号、上线视频切片，以及品牌知名度提升带来复购、货架下单提升，未来非直播占比将持续提升。

东方甄选主账号货架占比提升，分流部分直播间带货数据。“小作文”事件之后，东方甄选主账号经历粉丝数短暂下降，目前已经稳定在3000万量级，主账号日均GMV在“小作文”初期因热度提升、平台曝光增加，为直播间带来新用户。“农产品+地方文化”的创新直播方式结合东方甄选自身优势和文旅行业，外景专场带来更好的沉浸体验。我们估算，“小作文”事件之前，东方甄选专场直播占当月主账号直播总GMV的比例达到15-25%，场均GMV是平日场次的2-7倍，2024年3月恢复专场直播，主账号带货数据部分被矩阵账号和多渠道账号分流，东方甄选整体专场带货GMV与“小作文”事件前量级相当。

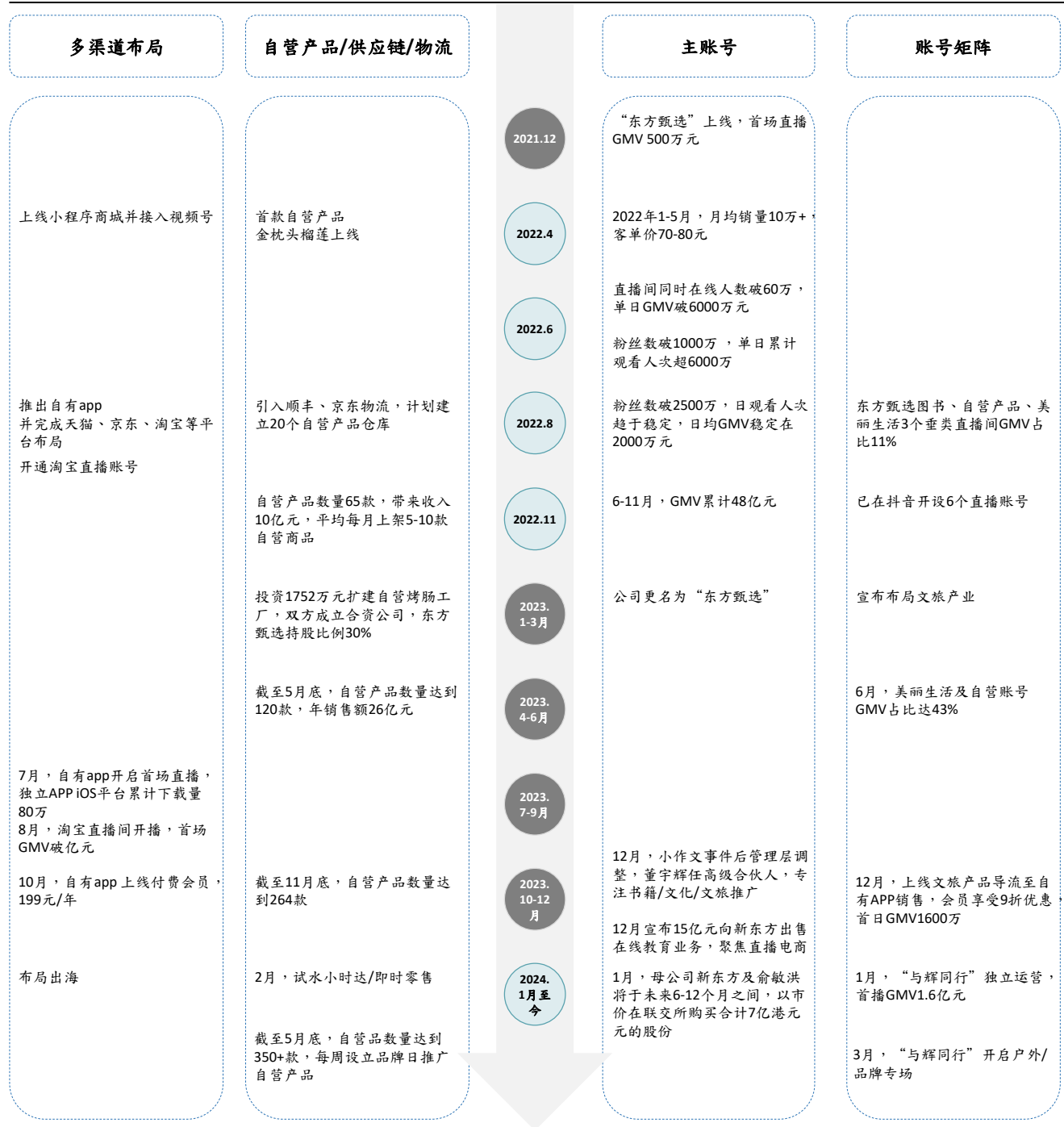
图表5:东方甄选增长逻辑：以流量为载体、供应链为底座，跟随大平台战略探索多种模式，但现阶段即时零售、文旅、下沉、出海均在早期阶段



资料来源：公司资料，交银国际



图表 6: 转型直播带货出圈后，布局供应链、矩阵账号及多渠道发展；“小作文”事件后“与辉同行”独立发展，东方甄选战略发力自营品推广



资料来源：百观数据，新科，新榜，蝉妈妈，新浪科技，公司资料，交银国际

## 估值

### 相对估值法

与东方甄选模式或业务品类相似的公司主要包括：1) MCN 机构，如交个朋友/遥望科技，交个朋友现价对应 2024 年市盈率为 8 倍，遥望科技为亏损；2) 商超渠道，如中国的永辉、高鑫零售，仍为亏损预期，国外的沃尔玛/开市客现价对应 2024 年市盈率分别为 28 倍/48 倍；3) 中国消费品牌，以食品饮料为主，现价对应 2024 年平均市盈率 19 倍。4) 电商平台 2024 年平均市盈率为 7-11 倍。

我们认为公司的流量价值（代销业务）和自营品业务相辅相成不可完全分割，所以用基于公司整体利润进行相对估值的方法更为合理。考虑公司目前利润率趋势尚存在不确定性，我们将沃尔玛、开市客从可比公司估值区间中剔除，综合中国消费品牌、MCN 机构及电商平台的估值区间，我们认为东方甄选合理市盈率倍数为 16 倍，高于可比公司中 MCN 机构及增长已触及天花板的电商平台，低于中国消费品牌及国外商超渠道如沃尔玛及开市客，主要因为：

- ① 公司拥有比 MCN 机构更高业务增长天花板，专场特色明朗，利润结构更优。东方甄选具备自营+流量运营两种业务模式，自营品增长空间更大，具备更高品牌心智及业务稳定性。东方甄选售卖商品客单价低、转化率、观看量更高，更符合当前电商平台发展方向。公司独特“农产品+户外”直播的平台体系形成特色，专场直播影响力大，得到当地文旅部门资源支持。新东方集团业务生态、母公司品牌效应显著，更容易吸引优秀主播、渗透潜在客户群体下单。
- ② 相比内地商超渠道受到消费习惯迁移导致收入下滑及亏损的情况，我们认为东方甄选模式更类似沃尔玛、开市客，具备流通品销售快速周转加发展自营品牌提高品牌认知和用户忠诚度，沃尔玛旗下的山姆、开市客将中国市场作为其未来拓展的重要地区，我们认为内地仓储会员商超消费空间在 3600-7200 亿元级别，东方甄选具备差异化优势，未来自营产品销售规模将保持快速增长。但目前公司正处于加快自营品推广阶段，短期利润率趋势尚不明朗，因此给予一定估值折价。

我们基于 2025 财年调整后净利润 8.4 亿元，以及 16 倍市盈率，给予公司 145 亿港元的估值，对应目标价 13.40 港元，现价已反映短期业务增长预期，公司自营品发展稳步推进，长期供应链建设仍有增长空间，但基于短期利润率弹性仍存不确定性，首次覆盖给予**中性**评级。

图表 7: 可比公司包括中国消费品牌、电商平台、MCN 机构，2024 年平均市盈率为 16 倍

公司	代码	报表货币	市值 (百万美元)	P/E		P/S		—收入(百万报表货币)—		—净利润(百万报表货币)—		2023-25E CAGR (%)	
				FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
<b>渠道</b>													
沃尔玛	WMT US	USD	546,237	27.9	25.4	0.8	0.8	676,420	703,306	4%	19,662	21,455	9%
开市客	COST US	USD	376,086	48.0	43.4	1.4	1.3	273,224	290,646	7%	7,871	8,639	10%
高鑫零售	6808 HK	CNY	1,773	NA	21.5	0.2	0.2	73,939	76,310	3%	196	599	NA
永辉	601933 CH	CNY	3,437	NA	51.2	0.3	0.3	79,253	81,346	2%	116	478	NA
<b>平均</b>				<b>38.0</b>	<b>35.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>						
<b>消费品牌</b>													
农夫山泉	9633 HK	CNY	57,862	30.8	26.8	8.4	7.4	49,792	57,021	16%	13,634	15,675	14%
海天味业	603288 CH	CNY	26,305	30.3	27.3	7.0	6.4	27,310	29,958	10%	6,332	7,063	12%
双汇发展	000895 CH	CNY	11,557	14.9	14.3	1.3	1.3	64,061	66,717	5%	5,611	5,858	8%
安井食品	603345 CH	CNY	3,011	12.5	10.7	1.3	1.2	16,523	18,877	16%	1,736	2,028	17%
洽洽食品	002557 CH	CNY	2,024	13.9	12.0	1.9	1.7	7,688	8,534	12%	1,060	1,225	24%
盐津铺子	002847 CH	CNY	1,756	19.2	15.1	2.4	2.0	5,255	6,458	25%	674	856	30%
桃李面包	603866 CH	CNY	1,150	14.0	12.6	1.2	1.1	7,102	7,559	6%	600	665	8%
三只松鼠	300783 CH	CNY	1,256	24.9	18.0	0.9	0.7	10,213	13,043	35%	367	508	52%
卫龙	9985 HK	CNY	1,886	13.6	11.9	2.5	2.2	5,496	6,207	13%	1,023	1,168	10%
元祖股份	603886 CH	CNY	490	11.6	10.5	1.3	1.2	2,825	3,011	6%	308	340	11%
康师傅	322 HK	CNY	6,772	13.8	12.5	0.6	0.6	84,456	88,365	5%	3,398	3,783	10%
维达	3331 HK	HKD	3,616	27.3	17.1	1.3	1.2	21,703	23,184	8%	1,282	1,728	161%
良品铺子	603719 CH	CNY	663	21.1	19.6	0.6	0.5	8,674	9,435	8%	207	245	17%
<b>平均</b>				<b>19.1</b>	<b>16.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>						
<b>电商平台</b>													
阿里巴巴	BABA US	CNY	178,148	7.4	6.7	1.2	1.1	1,042,098	1,137,084	10%	174,316	192,236	9%
拼多多	PDD US	CNY	199,789	11.4	8.8	3.4	2.5	424,755	574,892	52%	127,581	164,934	56%
京东	JD US	CNY	43,000	8.1	7.4	0.3	0.3	1,161,124	1,227,922	6%	38,402	42,276	10%
唯品会	VIPS US	CNY	7,755	6.6	6.4	0.5	0.5	113,536	117,943	2%	9,581	10,052	3%
<b>平均</b>				<b>8.4</b>	<b>7.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>						
<b>MCN</b>													
遥望科技	002291 CH	CNY	555	NA	NA	0.7	0.6	5,684	6,601	18%	(141)	134	NA
交个朋友	1450 HK	CNY	241	8.1	5.6	1.2	0.9	1,488	2,055	38%	185	272	47%
<b>平均</b>				<b>8.1</b>	<b>5.6</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>						
<b>中国消费品牌、电商平台、MCN 平均</b>				<b>15.7</b>	<b>13.2</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>						

资料来源：彭博，交银国际预测 \*截至2024年6月21日收盘价



## 风险

### ⊕ 股价下行风险：

**利润不及预期。**自营品促销力度虽在收缩，但应为循序渐进进行，以及主播团队奖金成本或有增长，短期利润率反弹力度仍存在不确定性。

**GMV、观看人次波动以及抖音平台依然贡献较大 GMV。**公司当前订单贡献第一大渠道仍然为抖音，抖音直播间 GMV 及观看人次若有所波动，对公司股价产生压力。公司通过多渠道布局、自营品建设，以减少对单一渠道的依赖。

**主播流失。**公司通过股权激励、现金奖励等手段维持主播团队稳定，但大主播若有出走风险，将对公司利润及估值有带来负面影响。

**产品质量问题或带来舆情风险造成股价下跌。**公司自营品主打健康安全、高质量用户心智，若供应链把控不利造成食品安全问题，或对品牌形象造成损伤。代销品亦需提升质量把控及下架补偿等及时处理的公关能力。

### ⊕ 股价上行风险：

**利润好于预期。**自营品促销力度加大，或其他渠道投入有所收缩，减轻短期利润压力。

**自营品/文旅/出海/下沉拓展好于预期。**公司当前在即时零售、文旅、出海、下沉市场布局仍在早期阶段，若进展好于预期，或对公司股价有催化效果。

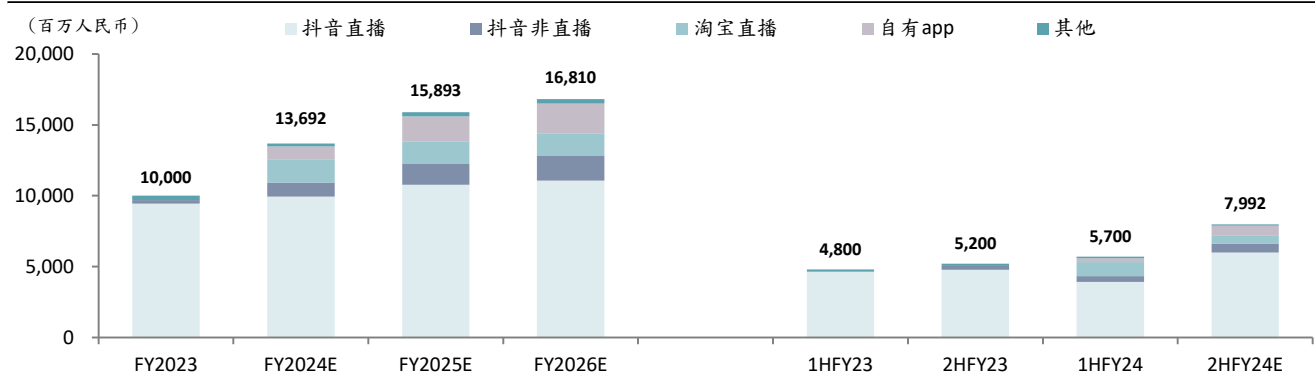
## 多渠道布局流量

### 抖音矩阵账号+淘宝直播+自有 APP，非直播贡献亦在上升

公司通过积极拓展渠道布局，已经实现抖音矩阵账号+淘宝直播+自有 APP 布局，非直播 GMV 贡献亦在不断提升。我们估算 2024 财年，公司 GMV 将达到 137 亿元，较 2023 财年的 100 亿元增 37%，其中增量贡献主要来自与辉同行、抖音矩阵账号、淘宝及自有 APP，预计 2025 财年 GMV 增 16% 至 159 亿元，主要来自与辉同行全年 GMV 贡献、非直播贡献持续提升。

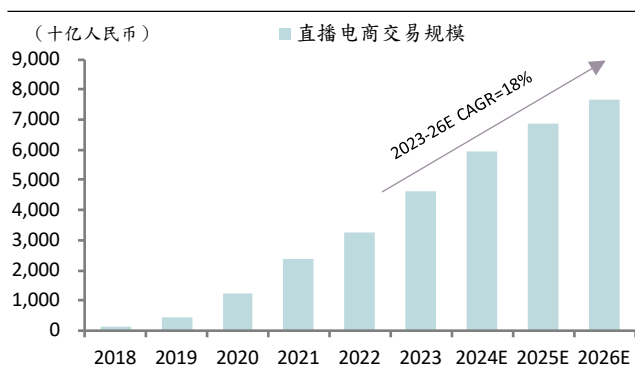
我们认为公司已经初步实现多渠道布局，但预计抖音仍在未来一段时间内成为公司销售的主要平台，公司将战略提升自有 APP 占比持续提升，淘宝渠道近期数据显示公司战略或有调整，关注长期发展方向。抖音渠道重点关注垂类矩阵账号孵化以及非直播带货数据。

图表 8: 预计 2024/25 财年公司 GMV 增 37%/16% 至 137 亿/159 亿元



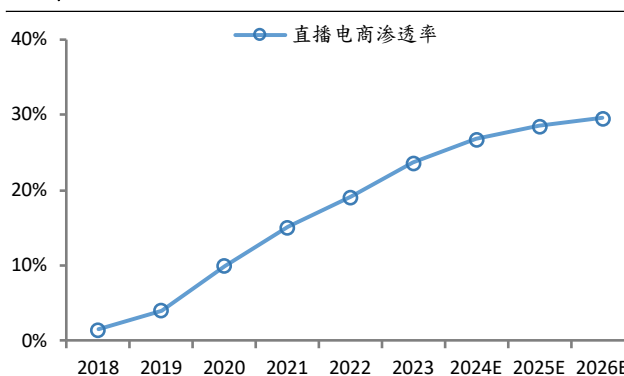
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 9: 估算电商直播 GMV 2023-26 年 CAGR 为 18%



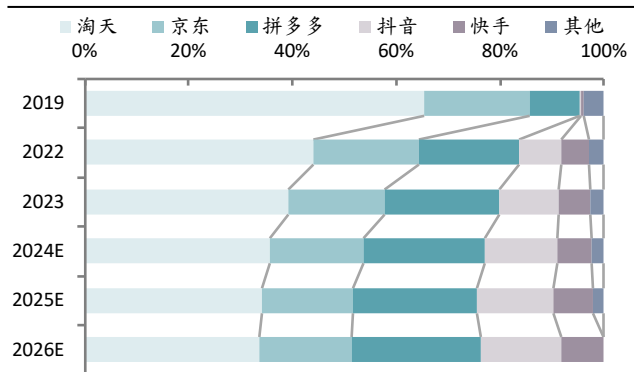
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 10: 预计电商直播 GMV 长期占电商市场 GMV 比例 30%



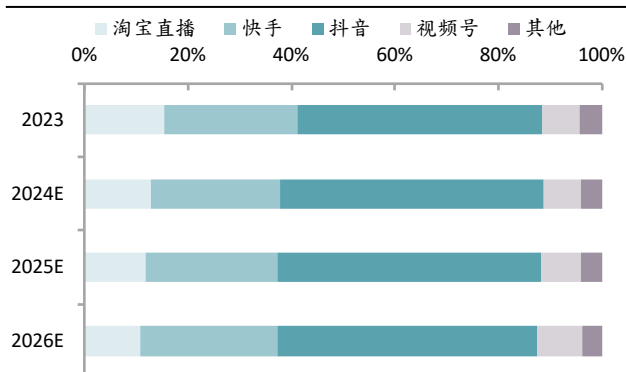
资料来源：公司资料，交银国际预测 \* 电商行业规模按照各平台披露 GMV 口径之和

图表 11: 电商平台市占率预测



资料来源：公司资料，交银国际预测

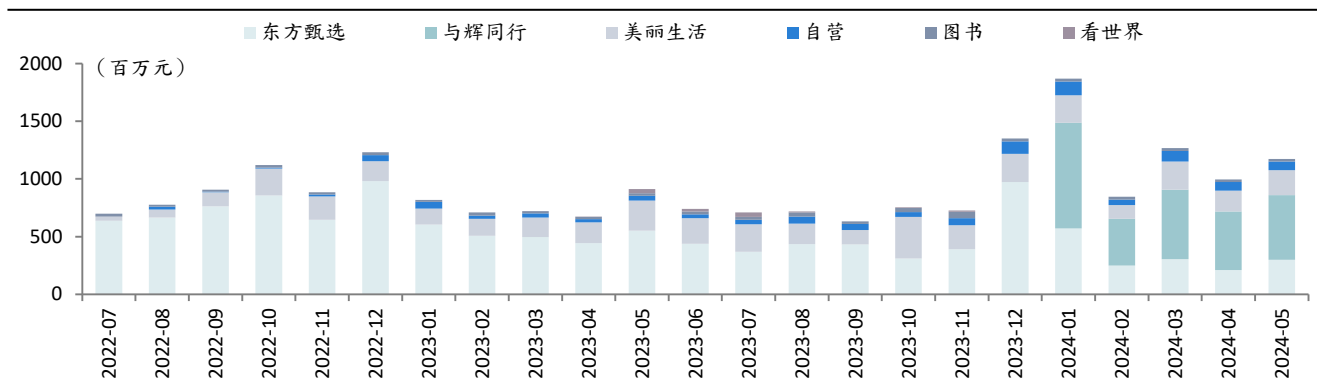
图表 12: 直播电商平台竞争格局



资料来源：公司资料，交银国际预测 \*市占率计算口径为各家披露GMV/以上各家GMV之和

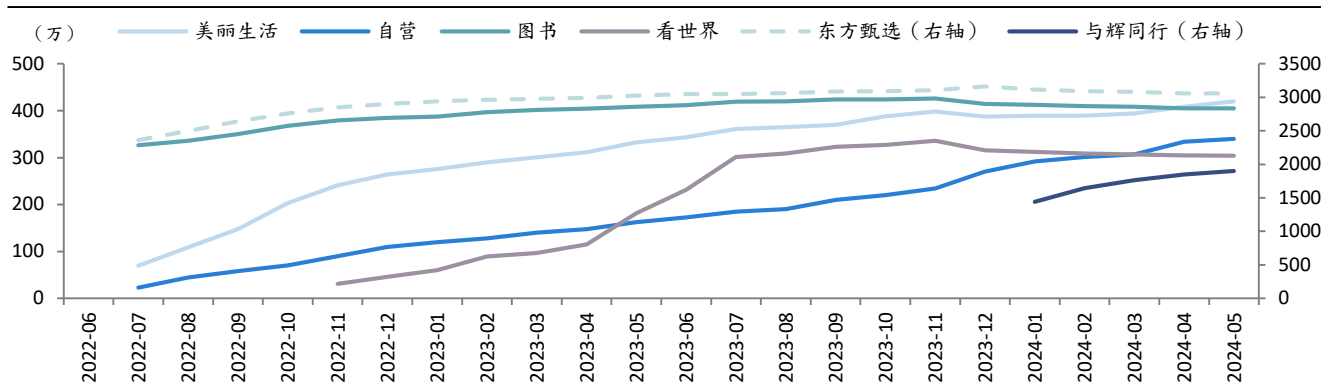
东方甄选直播进行矩阵化拓展，由中后台统一管理，主账号聚焦助农及知识传播，流量稳定后拓展其他垂类账号，目前已有账号主要包括美丽生活、自营、图书和看世界。矩阵模式细分目标用户群体，帮助公司进一步建立品牌影响力。与辉同行 2024 年 1 月上线，截至 5 月，东方甄选/与辉同行抖音账号粉丝数分别为 3000 万/1900 万，其他账号 300-500 万。与辉同行直播间 GMV 贡献公司抖音渠道直播 GMV 约 50%，1 月开播首月日均 GMV 4500-5000 万元，3-5 月日均 1800-2000 万元。东方甄选抖音主账号日均直播 GMV 约 800 万元，加上自营品橱窗/视频销售后日均 GMV 约为 1000 万元左右。美丽生活日均直播 GMV 600-900 万元，自营 200-500 万元，图书 100 万元左右，看世界以文旅主题为主，通过直播导流自有 APP 下载及文旅产品售卖。

图表 13: 东方甄选抖音账号矩阵直播 GMV 分布



资料来源：蝉妈妈，交银国际 \*数据不含矩阵账号橱窗及视频销售 GMV

图表 14: 东方甄选账号矩阵粉丝体量：截至 2024 年 5 月，东方甄选/与辉同行抖音账号粉丝数分别为 3000 万/1900 万，其他账号 300-500 万

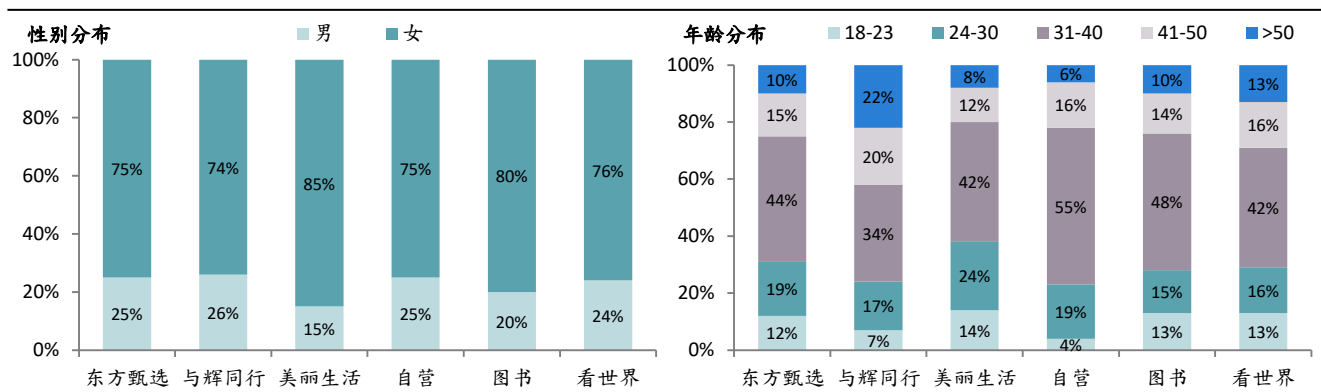


资料来源：蝉妈妈，交银国际

目前主账号用户以高线城市女性为主，31-40 岁和 24-30 岁年龄层居多，分别占比约 25% 和 40%。与其他直播间通过介绍产品信息和价格力的带货方式不同，东方甄选结合自身优势和直播业务特点，基于教培时期的教师储备形成主播团队，对人文地理、历史哲学的讲解，双语、强知识性的产品介绍，形成一定差异化特色。

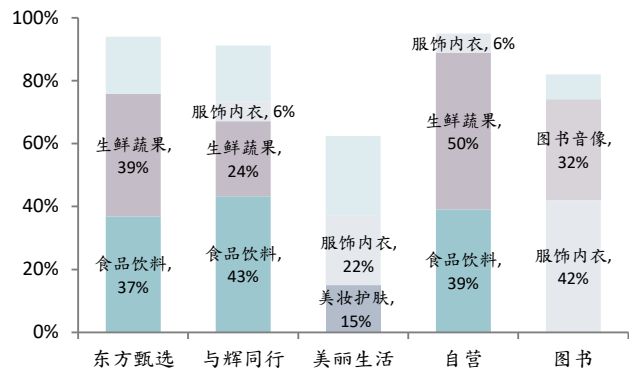
抖音矩阵账号主要销售品类形成差异化，美丽生活以高客单美妆、服饰“用品”为主，区别主账号以高转化、低客单（客单价在 50 元上下）的“吃”品为主。我们预计公司未来会继续推出矩阵账号，包括但不限于文旅主题的看世界之安徽、服饰/食品饮料等为主题的东方甄选自营品子账号矩阵。随着垂类账号丰富，用户群体覆盖和带货品类也将持续拓展。

图表 15: 东方甄选直播用户画像：以 24-40 岁女性人群为主



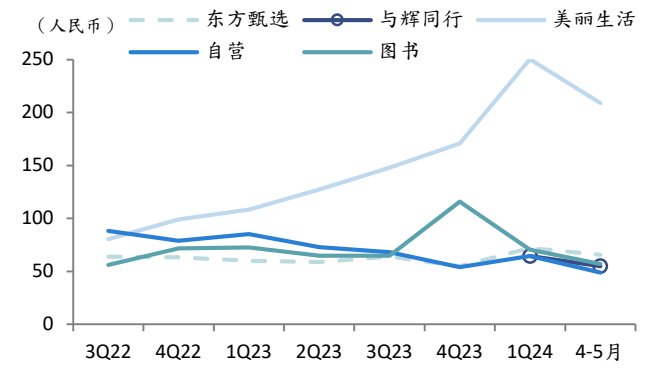
资料来源：蝉妈妈，交银国际 \*截至 2024 年 5 月数据

图表 16: 东方甄选直播矩阵主要品类销量占比



资料来源：蝉妈妈，交银国际 \*截至2024年5月近90天数据

图表 17: 东方甄选直播矩阵 AOV 趋势



资料来源：蝉妈妈，交银国际



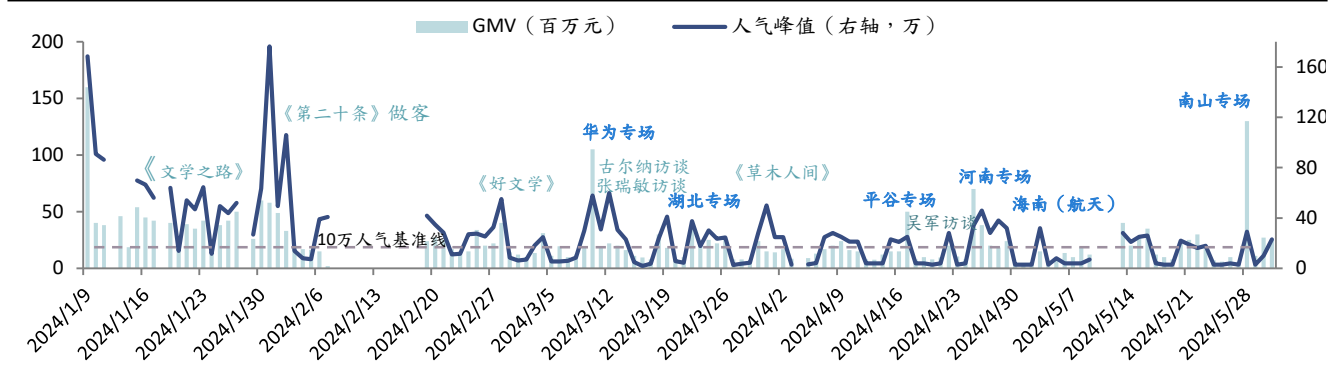
## 与辉同行直播间持续输出文化调性，品牌专场、外景直播是 GMV 重要抓手

与辉同行 2024 年 1 月 9 日上线，主打农产品销售及文化、旅游定位，与东方甄选主账号差异化发展。与辉同行上线仍在初期阶段，对于其后续 GMV 走势判断，我们认为可以参考东方甄选抖音主账号出圈以来走势作为参考。

**东方甄选抖音主账号出圈以来日均 GMV 走势：**维持高位 7-8 个月，之后经历季节性波动，1 年后日均 GMV 稳定在 1000-1500 万元（小作文事件之前）。

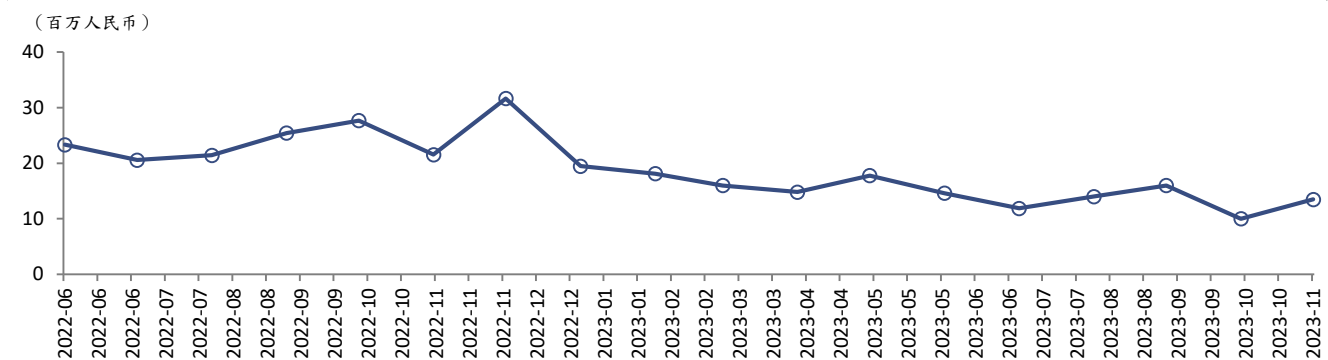
**对与辉同行后续账号直播 GMV 的判断：**1 月首月日均 GMV 为 4600 万元，2-3 月日均 GMV 在 2000-2500 万区间，3-5 月在 1800-2000 万区间，通过品牌专场、户外直播的带动，目前初步进入平稳运营的阶段。参照东方甄选主账号趋势，我们认为在未来数月，与辉同行直播间在有望维持日均 1500-2000 万元 GMV 规模，月度 GMV 在 5-6 亿元。后续文化专场持续输出直播间调性，通过品牌专场、外景专场，有望推动单场直播 GMV 破亿，保持直播间稳定运营。

图表 18: 与辉同行 2024 年 1 月 9 日上线，举办 6 场户外专场直播及多次访谈节目



资料来源：蝉妈妈，交银国际

图表 19: 东方甄选抖音主账号出圈以来日均 GMV 走势：维持高位 7-8 个月，之后经历季节性波动，1 年后日均 GMV 稳定在 1000-1500 万元（“小作文”事件之前）



资料来源：蝉妈妈，交银国际

与辉同行直播间主打文化内容形成差异化，人气较董宇辉此前在东方甄选直播间时更高。与辉同行上线以来，董宇辉在场时间人气峰值最高突破176万（红毯先生做客）、董宇辉首播169万、《第二十条》做客场次人气峰值亦突破100万，文学专场“文学之路”65万、“好文学，好朋友”55万、“诺奖得主古尔纳”抖音首场英文访谈60万，品牌专场“华为专场”58万，GMV破亿。

图表 20: 与辉同行直播间主打文化内容形成差异



资料来源：抖音，交银国际

与辉同行直播间从3月起逐渐开始举办多次大型品牌及户外专场，其中GMV破亿的包括河南专场、湖北专场、南山专场、华为专场。品牌及户外专场占直播间当月GMV的比例在23-46%，平均每月举行1-2场户外专场。

图表 21: 与辉同行直播间部分品牌及户外专场日程



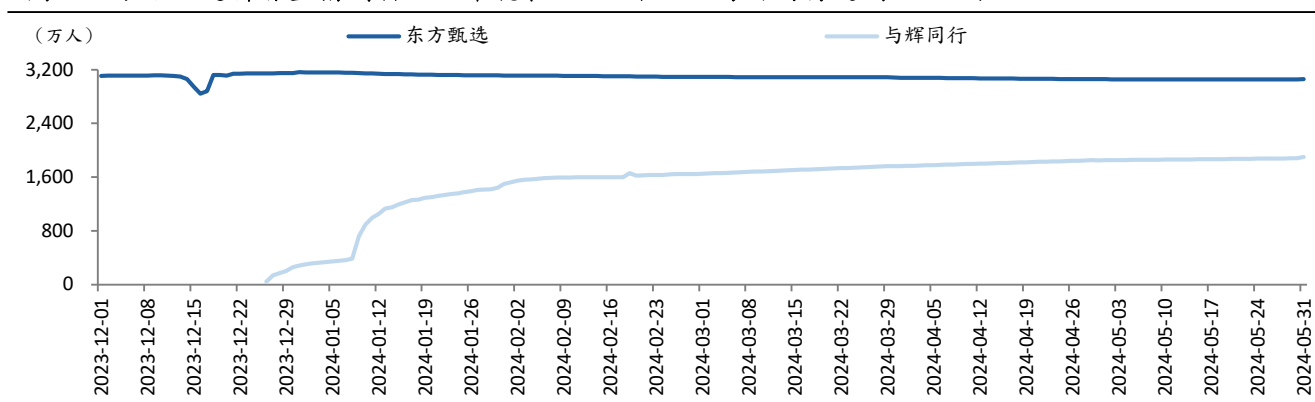
资料来源：抖音，交银国际

### 东方甄选主账号直播数据被部分分流，目前环比企稳，自营品、视频占比提升

“小作文”事件之后，东方甄选主账号经历粉丝数短暂下降，目前已经稳定在3000万量级，主账号日均GMV在“小作文”初期因热度提升、平台曝光增加，为直播间带来新用户，2023年12月品牌日期间新用户占比超过一半，带动主账号12月日均GMV达到3600万元，显著高于此前半年的1000-1500万元的日均GMV水平。

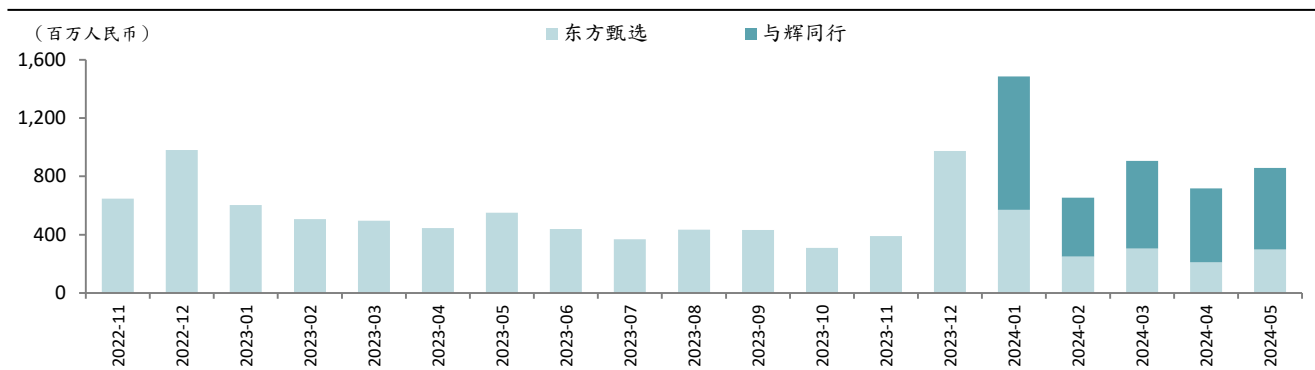
蝉妈妈数据显示，与辉同行上线之后，主账号直播口径（不含货架）月度GMV下滑至2-3亿元（日均700-800万），我们认为或与公司发展矩阵账号及自有APP分流部分流量、以及货架销售占比提升有关，目前直播间月度GMV数据环比稳定在2-3亿元的水平。

图表 22: 东方甄选抖音直播间粉丝数平稳在3000万人，与辉同行达到1900万人



资料来源：蝉妈妈，交银国际

图表 23: 与辉同行上线后，东方甄选主账号直播间（直播数据，不含货架销售）GMV 2-3月下降至2-3亿元，目前环比稳定

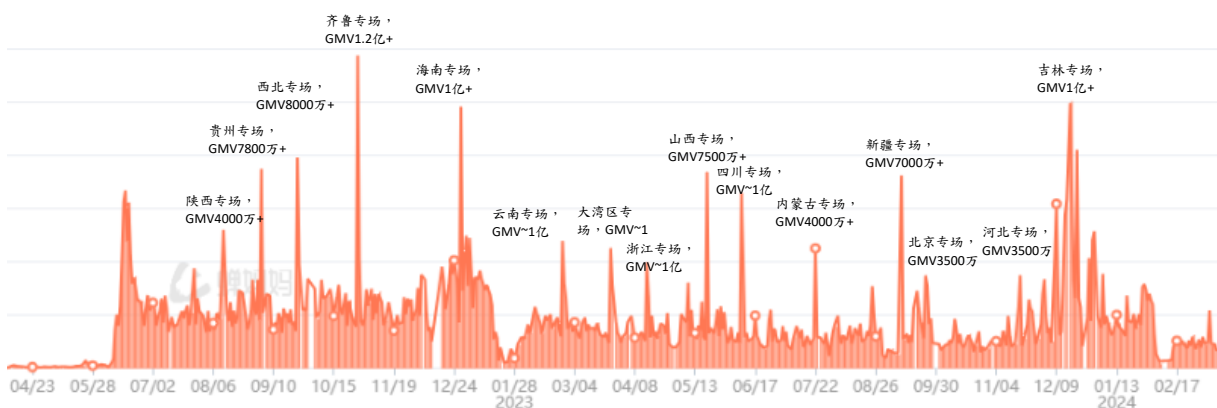


资料来源：蝉妈妈，交银国际 \*数据不含矩阵账号橱窗及视频销售GMV



2022年8月起，东方甄选开始以“直播+文旅”的形式开展多个主题游直播，包括四川、西安、山西、云南等多个目的地。2023年东方甄选主账号文旅专场直播维持每月1个目的地、1-2场的频次，场均观看人次2000万+，单场销售额破亿。“农产品+地方文化”的创新直播方式结合东方甄选自身优势和文旅行业，外景专场带来更好的沉浸体验。我们根据蝉妈妈数据估算，东方甄选专场直播占当月主账号直播总GMV的比例达到15-25%，场均GMV是平日场次的2-7倍。

图表 24: “小作文”事件前东方甄选历次专场的数据对比



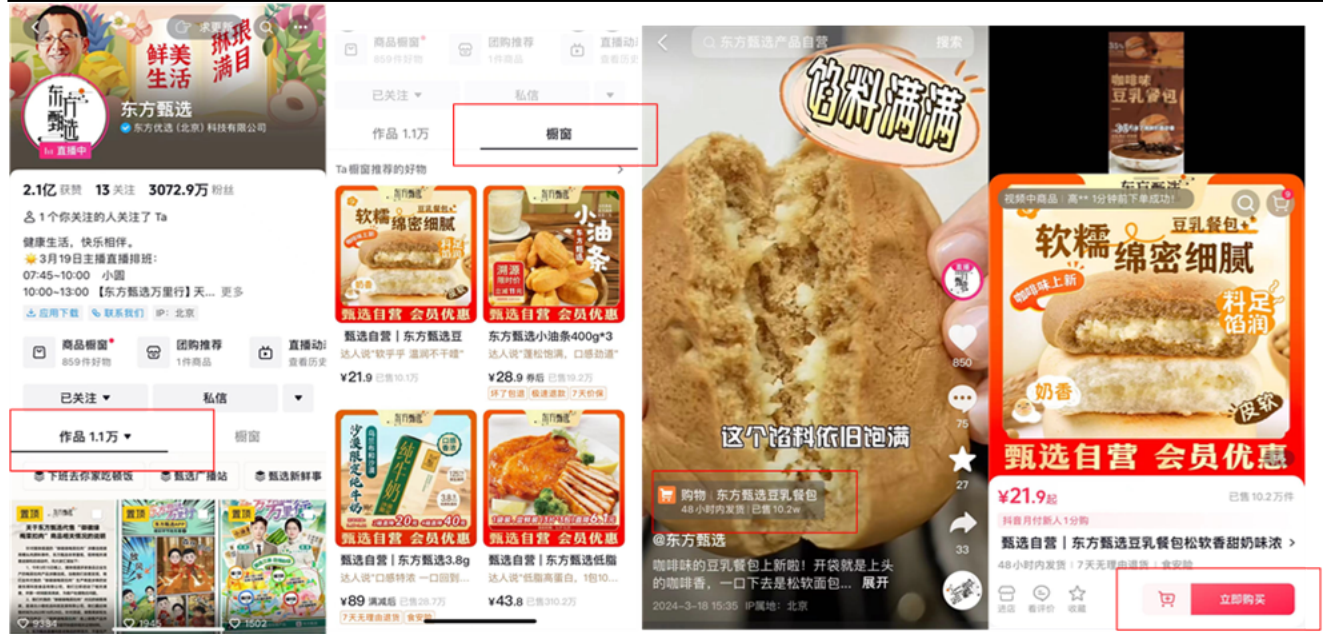
资料来源：蝉妈妈，公开资料，交银国际

2024年3月下旬以来，东方甄选恢复专场户外直播，包括福建专场、湖南专场、安徽专场等，三地专场分别取得了1.2亿元、1.1亿元和8900万元的成交额，和“小作文”事件之前的专场活动GMV量级大致一致，但我们同时也观察到和此前专场的变化：1) 专场活动期间直播间发放福袋等激励活动推广自营产品，虽会在长期拓展自营品获客渠道，但会在短期影响公司利润率；2) 东方甄选主账号直播间在专场售卖数据中的占比下降明显，主要受到淘宝、APP、货架下单等渠道的分流。

为更好留存直播间新用户，打开品牌知名度，2023年12月东方甄选主账号持续举行“品牌日”活动，对自营品进行促销，推动自营GMV占比显著提升。2024年以来品牌日活动保持每周1-2天的频次，频率低于2023年12月，自营品占比有所回落，但我们预计未来仍保持一定比例，以在长期推动自营品销售规模和受众群体的拓展。

东方甄选抖音账号发布带货视频、商品上架橱窗，通过品牌口碑效应带来用户下单自营商品，视频带货GMV保持快速增长，带动非直播GMV比例持续提升，预计目前主账号抖音渠道GMV中约30%的销售额来自非直播下单，对比抖音平台50%货架电商渗透率的目标。未来通过孵化子账号视频切片，非直播贡献仍有提升空间，在直播转化保持稳定的同时，非视频带货为公司GMV带来增量，并通过复购带来更高的增长稳定性，另一方面也帮助解决直播模式受限于主播数量的问题，打开公司自营品增长空间。

图表 25: 抖音账号发布带货视频、商品上架橱窗引导用户下单自营品



资料来源：公司资料，交银国际

图表 26: 东方甄选孵化自营品矩阵账号，为后续视频切片放量增长奠定基础，但目前粉丝量仍较小



资料来源：公司资料，交银国际

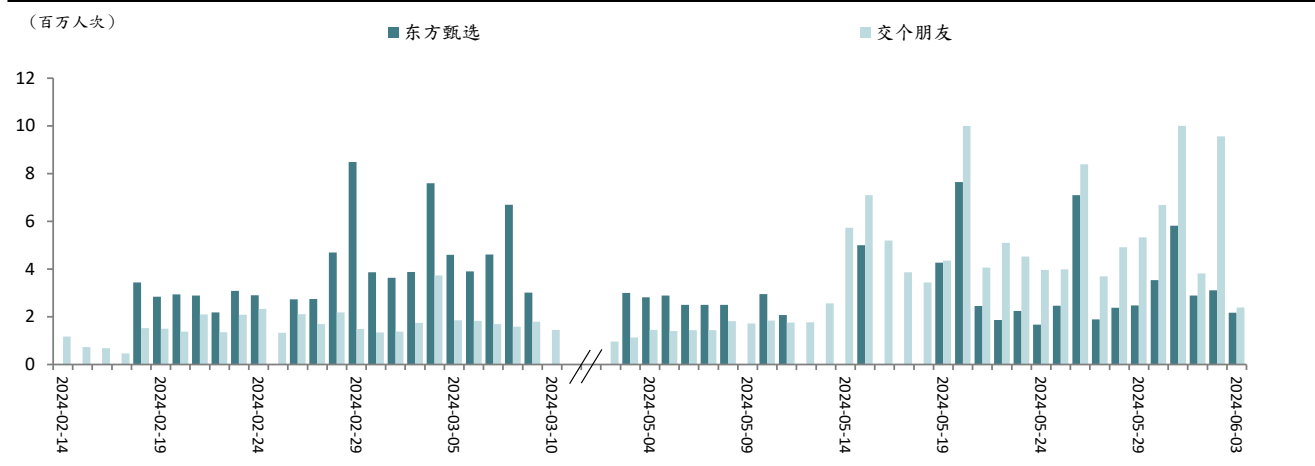


### 淘宝直播大促数据显示资源投入短期或有战略调整

淘宝平台拥有更完善的供应链、商家服务体系以及用户群体覆盖，上线淘宝渠道有助于帮助公司与更多国内外品牌建立合作，提高全品类覆盖能力。东方甄选的加入也为淘宝带来内容和文化调性直播的丰富性，对提高淘宝用户直播停留时长和粘性有一定帮助。与辉同行上线之后，东方甄选淘宝直播间对GMV贡献在10%以下，客单价高于抖音渠道，日用消费品、电器、大件占比相对更多，食品占比低于抖音。

2023年8月29日，东方甄选上线淘宝直播，截至2024年3月淘宝账号上线半年积累粉丝数达到582万，对比交个朋友1205万/李佳琦8527万（已在淘宝运营一年半/四年），仍有一定距离。东方甄选淘宝直播间目前开播频次及日均时长较上线初期已有较大提升，从日观看量来看，东方甄选直播间2-3月人气高于交个朋友，虽然粉丝数仅是交个朋友的一半，但观看量约是后者的两倍。但从近期大促期间数据来看，东方甄选淘宝直播间并未迎来显著观看热度的提升，反观交个朋友有明显提振，或与公司淘宝直播间运营战略重点转移有关，我们仍需关注公司长期投入方向。

**图表 27: 节选 2-3 月及 5-6 月淘宝直播间观看人次趋势对比：东方甄选开播频次提升，但大促期间人次并未有明显提升**



资料来源：淘宝，公司资料，交银国际

2024年6月26日  
 东方甄选 (1797 HK)

### 自有 APP 定位服务战略价值，仍在早期迭代阶段

公司对自有 APP 的定位包括：1) 甄选好物销售平台；2) 差异化服务，如付费会员服务体系；3) 文化平台，APP 上线直播间内容剪辑。东方甄选自有 APP 于 2023 年 7 月启动首次直播后带动下载量提升，公司披露数据显示，截至 2024 年 1 月，累计注册用户达到 360 万人，目前日均注册用户数新增 5000-8000 人。

我们认为自有 APP 意在构建电商平台，流量与大平台相比存在很大的差距，对公司整体 GMV 贡献在接近 10%，但通过自有 APP 能够承接一部分私域流量运营，并挖掘核心用户进行付费转化。自有 APP 推广以自然下载为主，未进行大规模投放，财务投入主要体现在研发人员费用，以保证不断更新迭代功能，提高用户体验。

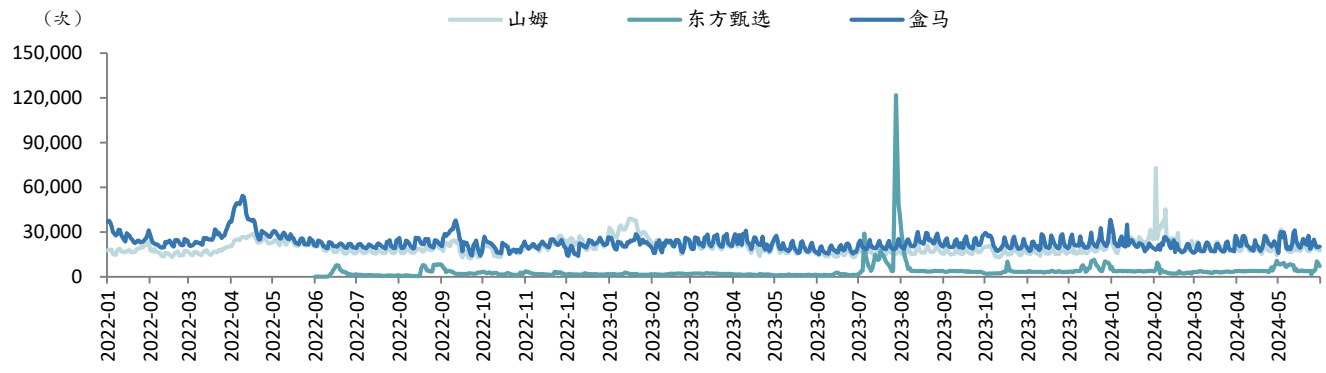
2023 年 10 月推出付费会员（199 元/年）接近 20 万人，付费会员平均每月在平台消费金额约 800 元，退货率低于其他渠道。2023 年 12 月，上线文旅产品引流至自有 APP 销售，会员享受 9 折优惠，首日 GMV 1600 万元。付费会员及文旅产品销售目前还在早期阶段，随着产品品类扩充、用户规模积累和持续转化，有望长期保持稳定增长。东方甄选文旅业务以销售第三方文旅产品为主，未来与新东方文旅业务的协同发展空间有待观察。

图表 28: 自有 APP 承载文化传播、自营溯源，近期上线发现页，推广文旅及自营产品



资料来源：东方甄选 APP，交银国际

图表 29: 东方甄选 iOS 渠道单日下载次数，对比山姆、盒马体量仍小



资料来源：七麦，交银国际

## 供应链建设打造自营产品长期增长空间

### 迎合新中产消费群体对“高品质性价比”产品的需求，看好刚需生活用品消费增长空间

仓储会员店主要受众群体为生活在高线城市的中产群体，定位为高品质性价比，而不是绝对低价，以买手店、减少购物时间成本为核心亮点。仓储会员店通常位于郊区，拥有更大的营业面积，并通过精简 SKU 提高单品议价能力，降低采购成本，以不断提升产品价格竞争力。仓储会员店追求的是规模扩大而非单品利润率，多采用付费会员制，其核心指标是续费率和用户活跃度，自有品牌建设是提升会员粘性的重要抓手。

我们认为中国仓储会员店市场空间主要集中在 1 线/新 1 线和部分 2 线城市，参照 QuestMobile 中产人群数量（3-4 亿）、会员渗透率 20-30%、以及人均年消费 6000 元（以盒马鲜生数据为参考），我们估算仓储会员商超在中国的中长期销售规模为 3600-7200 亿元。

### 对比主要玩家，东方甄选自营品正在快速拓展阶段

中国仓储会员模式玩家中，山姆以 48 家门店数量、800 亿元+销售规模（据《商业观察家》数据）领先，本土品牌，如盒马自有品牌 SKU 在快速迭代的过程中，向上发展会员店，向下发展奥莱和邻里模式，探索多类型业态发展。盒马推出“移山价”提高价格竞争力，精简 SKU，推进新的采购模式和折扣化变革，线下价格下降 2 成。

我们观察到仓储会员店自营品类重合度较高，本土品牌虽有运营优势（盒马快速迭代）、本地化（东方甄选文化输出），但产品差异化能力尚不突出。相比流量平台通过补贴大打价格战的竞争格局，我们认为对零售平台而言，销售规模、供应链能力、运营能力将是领先厂商的竞争关键。东方甄选的优势在于依托于直播间流量爆款直接销售利润率更高、极速商品流转周期，以及与消费者直面沟通加快产品迭代速度、溯源构建品牌信任度和提升转化效率。

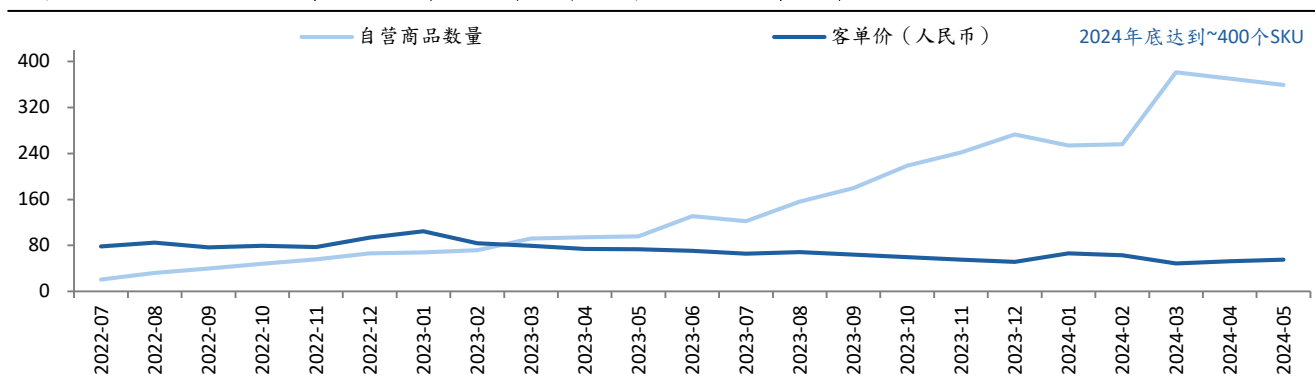
图表 30: 仓储会员店中国区运营数据对比：山姆销售额及会员数量最多，盒马自有品牌迭代速度更快，东方甄选自营品 SKU 还在爬坡期，但单品销量规模不低于山姆

	线下			线上 东方甄选
	山姆	开市客	盒马鲜生/会员店	
<b>门店</b>				
门店数量	48	6	350/10	直播间账号
覆盖城市	25个城市	5个城市	27个/4个城市	NA
单店面积	2万平方米	1.5-1.8万平方米	4000平方米/近2万平方米	NA
门店位置	距市区较近的郊区、新城区	商业综合体、产业园区等	居民区、商业区/郊区	NA
开店计划	开店速度约6家/年，预计2023年年底达48家	2-3家新增/年	10年内建立1000个盒马村	NA
<b>会员</b>				
会员数量	400万+	首家门店开启后37天，注册会员数达20万	近300万	NA
会员年费	普通卡/卓越卡 260元/680元	299元	盒马鲜生/会员 258元/658元	199元
<b>品类</b>				
SKU	★★★★☆	★★☆☆☆	★★★★★	★☆☆☆☆
自有品牌数量/占比	★★★★☆	★★★★☆	★★★★★	★☆☆☆☆
总销售额	★★★★★	★★☆☆☆	★★★★☆	★★☆☆☆
自有品牌平均单品销售额	★★★★☆	★★☆☆☆	★★☆☆☆	★★★★★
单店年销售额	★★★★☆	★★★★☆	★☆☆☆☆	★★★★★*
客单价, 人民币	★★★★★	★★★★★	★★☆☆☆	★★★★☆
年消费金额/会员	★★★★★	★★★★☆	★☆☆☆☆	★★☆☆☆
商品周转率	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆	★★★★★

资料来源：公司官网，公开资料，晚点，36氪，交银国际预测 \*门店数据对应其每直播账号数据

东方甄选通过供应链建设打造自营产品护城河，截至2024年6月，自营品数量达到400+款，在销产品100+款，单品销量规模不低于山姆，并拥有烤肠等爆品自营品，预计2024年自营品牌达到山姆的50%左右，长期目标突破1000款，仍有很大的提升空间。我们根据公司披露运营数据估算，2024财年自营产品收入超过50亿元，GMV占比达到41%。预计公司自营品销售规模将保持快速增长，预计2023-26年CAGR为42%。

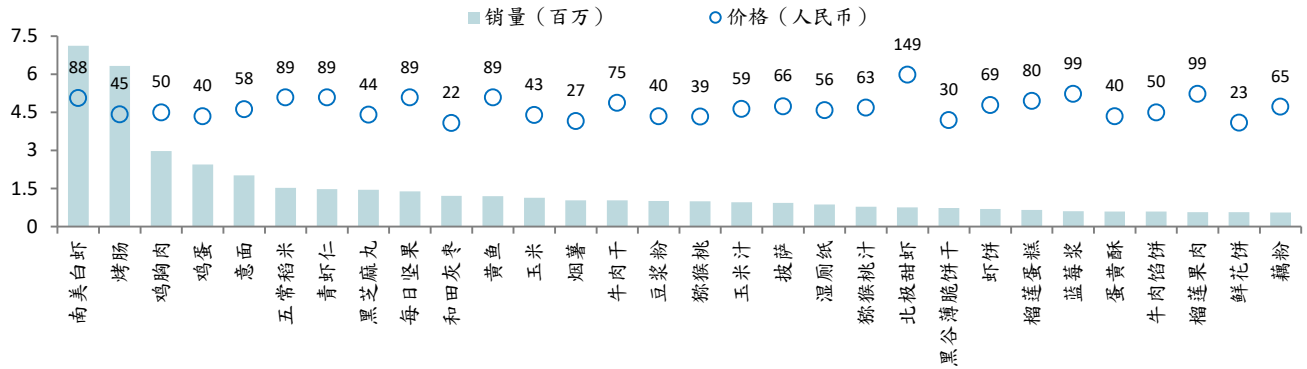
图表 31: 东方甄选自营商品数量持续上升，单品价格呈现下降趋势



资料来源：蝉妈妈，交银国际



图表 32: 东方甄选自营商品抖音渠道累计销量排名 TOP30



资料来源：抖音，交银国际

图表 33: 东方甄选多款自营商品在抖音商城排名靠前



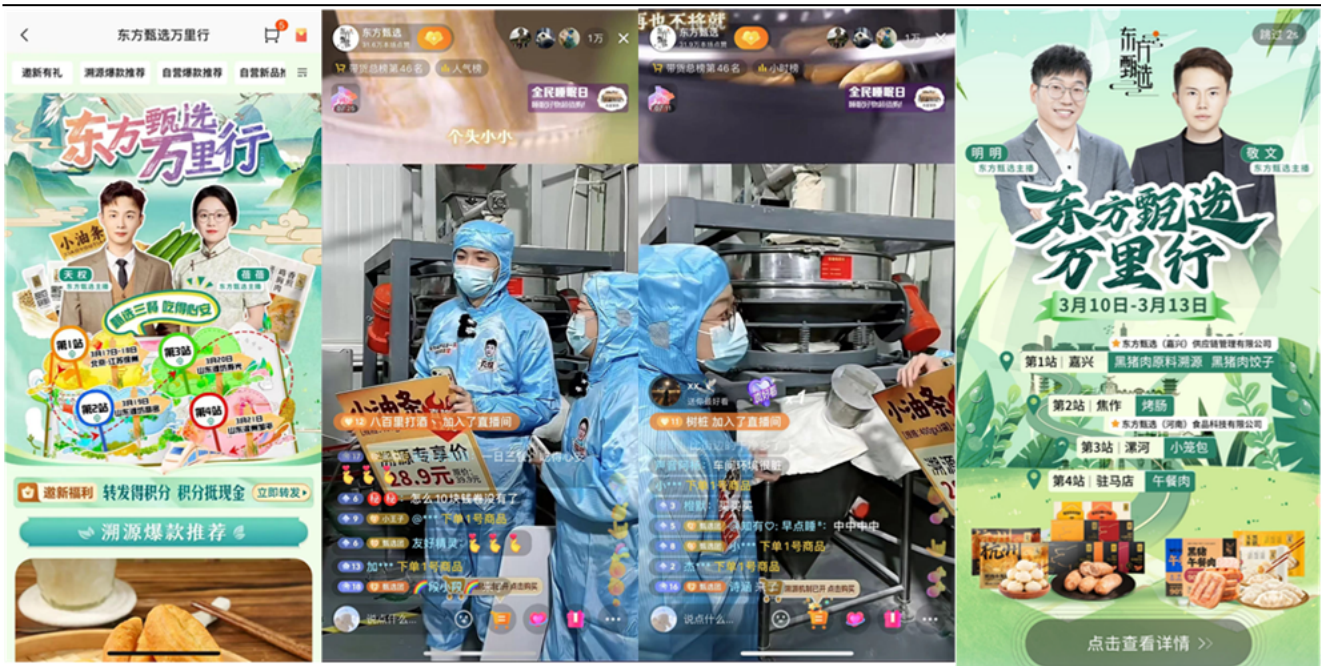
资料来源：抖音，交银国际

### 发挥直播优势，溯源提升品牌信任度

截至2023年11月，自营及直播电商团队人数达到1587人，其中供应链及产品团队643人。5个平行组进行内部赛马，建立严格的开发审查流程，产品定位健康美味（低添加剂）、高性价比、高复购率。为保证产品原材料质量控制，公司对原材料库和核心投料环节进行监控，设置“一镜到底”的视频拍摄模式，实现食品安全和透明度的把控，并通过直播活动，将生产线一线生产和质检过程展现在消费者面前，保持更透明的信任流程。

物流方面，与顺丰、京东物流达成合作在全国范围建立仓库网络，包括北京、西安、广州、天津、上海、南京、杭州，常温发货覆盖99%以上，冷链发货覆盖97%以上，加快交付时效，提升用户体验。另外，公司试水即时零售，选取爆款热卖自营品如烤肠、白虾，在北京、上海的特定区域试水小时达，跟随抖音平台即时零售战略进一步探索新的业务模式，降低农产品损耗。

图表 34: 自营品直播溯源，提升品牌信任及下单转化

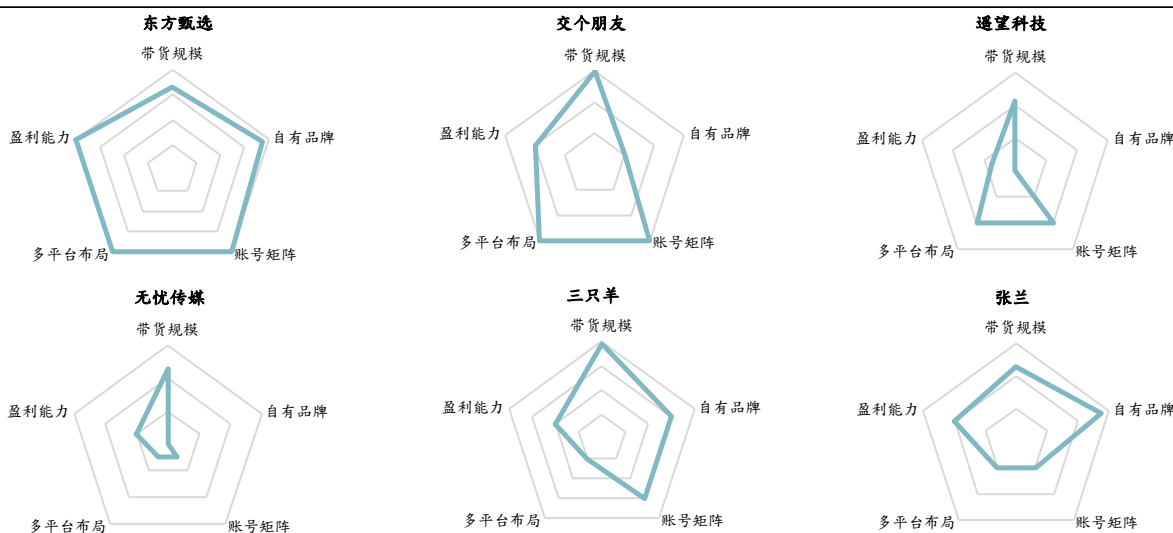


资料来源：东方甄选APP，交银国际

## 区别于其他头部直播电商账号的核心观点

东方甄选与其他直播电商公司的主要区别在于 1) 自营品供应链建设稳步推进，业务天花板更高，2) 直播间风格有别于其他直播间，以内容吸引用户，而非单一依赖平台投流，加上代销产品集中在利润率较高的品类，高客单产品占比低，因此抽佣比例、盈利能力更好。其账号矩阵、多平台布局和其他公司的战略方向基本一致。

图表 35: 东方甄选与其他电商直播头部账号综合能力对比：流量账号+供应链全面发展



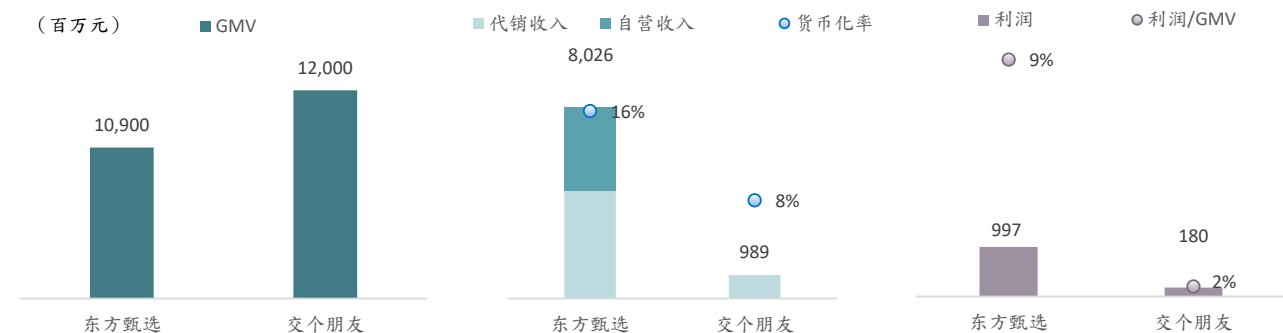
资料来源：交银国际

## 对比交个朋友

我们选取同样在港股上市、财务披露口径相似、GMV 规模相近的交个朋友进行阐述：

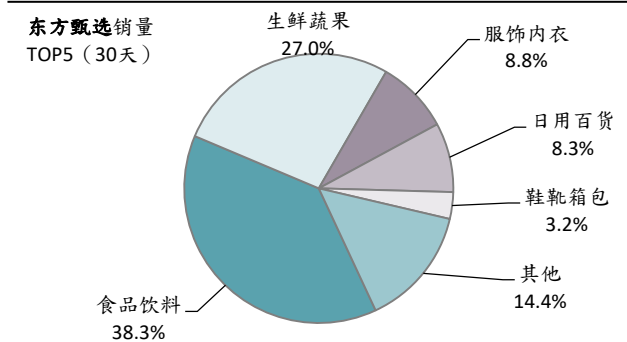
- 1) 财务数据：GMV 规模虽相近，东方甄选盈利能力更强，利润为交个朋友的 5-6 倍；
- 2) 东方甄选具备自营+流量运营两种业务模式，自营品增长空间更大；
- 3) GMV 渠道分布：东方甄选抖音非直播、自有 APP 占比更高，具备更高品牌心智及业务稳定性；
- 4) 交个朋友客单价更高，东方甄选转化率、观看量更高，东方甄选更符合当前电商平台发展方向。

**图表 36: 东方甄选对比交个朋友财务数据：GMV 规模相近，东方甄选盈利能力更强，且具备自营+代销两种业务模式，增长空间更大**



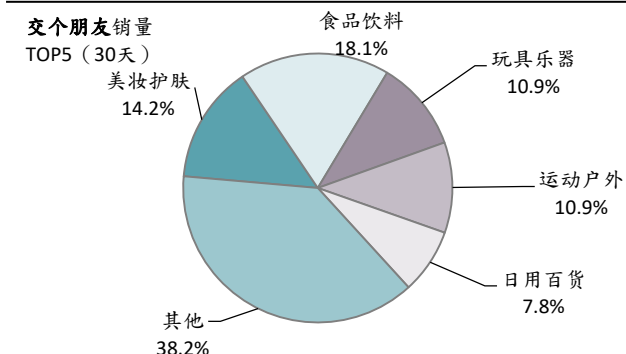
资料来源: 公司资料, 交银国际 \*选自 2023 日历年数据, 东方甄选为截至 2023 年 11 月 30 日 12 个月数据

**图表 37: 东方甄选 vs. 交个朋友抖音主账号品类销量：东方甄选集中在“吃”相关**



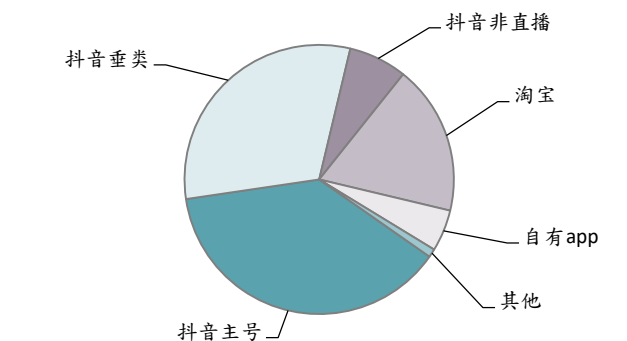
资料来源: 蝉妈妈, 交银国际 \*2024 年 5 月数据

**图表 38: 东方甄选 vs. 交个朋友抖音主账号品类销量：交个朋友品类更分散，美妆护肤更畅销**



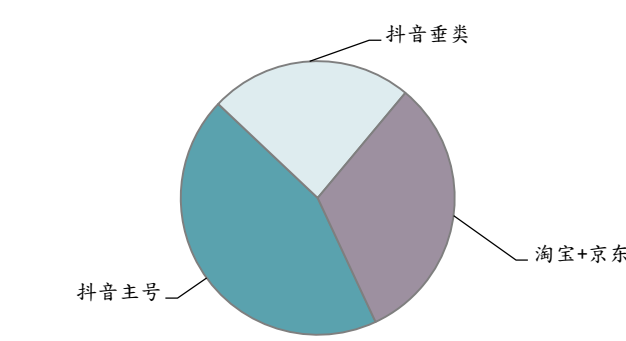
资料来源: 蝉妈妈, 交银国际 \*2024 年 5 月数据

**图表 39: 东方甄选 vs. 交个朋友 GMV 渠道分布：东方甄选抖音非直播、自有 APP 占比更高**



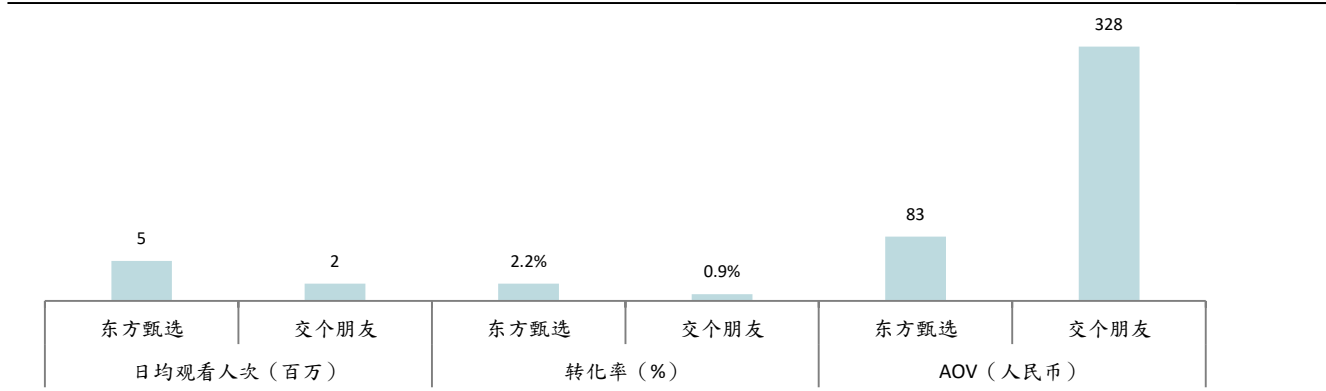
资料来源: 公司资料, 交银国际 \*2024 财年上半年数据

**图表 40: 东方甄选 vs. 交个朋友 GMV 渠道分布：交个朋友以抖音、淘宝、京东直播为主**



资料来源: 公司资料, 交银国际 \*日历年 2023 上半年数据

图表 41: 东方甄选、交个朋友抖音渠道主账号日均观看量，转化率，AOV 对比：交个朋友客单价更高，东方甄选转化率、观看量更高



资料来源: 蝉妈妈, 公司资料 \*2024 年 5 月数据



直播电商公司长期发展方向（即时零售、出海、文旅、下沉）仍在探索阶段

图表 42: 即时零售、出海、文旅、下沉市场成为直播带货公司长期探索方向

	市场规模	变现模式	竞争格局	战略/动向
<b>即时零售</b>	<p>即时零售 (亿人民币)</p> <p>2022: 5,043   2023: 7,676   2024E: 11,501   2025E: 17,051</p> <p>增速: 52% (2023), 50% (2024E), 48% (2025E)</p>	1) 配送收入 2) 佣金 3) 广告	2023年市占率 (按GMV) <p>美团闪购, 饿了么, 京东到家, 盒马, 其他</p>	东方甄选: 4月正式推出小时达服务, 在抖音开通“东方甄选小时达”账号, 覆盖北京五环内80%区域, 销售~50款自营产品, 与17个前置仓合作
<b>出海</b>	<p>跨境电商出口 (万亿人民币)</p> <p>2022: 1.6   2023: 1.8   2024E: 2.2   2025E: 2.5</p> <p>增速: 20% (2023), 18% (2024E), 15% (2025E)</p> <p>跨境电商直播 (亿人民币)</p> <p>2022E: 1,116   2023E: 2,846   2024E: 5,179   2025E: 8,287</p> <p>增速: 155% (2023E), 82% (2024E), 60% (2025E)</p>	<b>直播电商:</b> 1) 自营品销售 2) 佣金 3) 广告	2023年出海平台相对市占 (按GMV) <p>速卖通, SHEIN, TEMU, TikTok</p>	东方甄选: 启动TikTok方向职位招聘, 包括内容运营/商务/TikTok海外店铺运营等, 并注册EASTBUY相关商标  三只羊: 2023年开始在新加坡试点, 打通海外物流供应链体系, 建立本地仓库; 2024年1月与新加坡本地达人合作首场直播, 排行TikTok新加坡GMV TOP1  交个朋友: 布局跨境出海及海外电商培训业务: 1) 帮助中国品牌出海营销; 2) 在TikTok进行达人的CPS分销; 3) 帮助商家解决在海外平台直播相关问题
<b>文旅</b>	<p>在线旅游 (十亿人民币)</p> <p>2022: 1,059   2023: 2,541   2024E: 3,438   2025E: 3,956</p> <p>增速: 140% (2023), 35% (2024E), 15% (2025E)</p>		2023年市占率 (按GMV) <p>携程, 同程, 美团, 飞猪, 抖音, 其他</p>	东方甄选: 2022年底东方甄选开设抖音矩阵账号“东方甄选看世界”, 主打旅游产品; 2023年7月官宣正式开拓文旅事业, 12月在自营app上线文旅产品
<b>下沉</b>	<p>社零:乡村 (十亿人民币)</p> <p>2022:   2023:   2024E:   2025E:  </p> <p>增速: 6% (2023), 7% (2024E), 6% (2025E)</p>			东方甄选: 入驻拼多多, 上线自营产品, 尚未开启直播

资料来源: 商务部, 艾媒, 艾瑞, 公开新闻, 公司资料, 交银国际预测

### 即时零售：契合大平台战略，轻资产模式扩大覆盖

即时零售作为本地线下零售的延伸，可渗透市场空间大，增速高于电商。根据商务部的测算（《[2023 即时零售行业发展报告](#)》），2025 年市场规模将达 1.7 万亿元，对应 2023-25 年复合增速近 50%，主要由便利场景创新下供给增加、线上化率提升及消费者习惯转变带动。

全渠道（覆盖近中远场）布局为目前零售大趋势，满足消费者多元化需求以提升活跃度和复购率，而即时零售（近场）为其中重要板块，如山姆从 2018 年开始推行极速达服务（占比电商单量~70%，据 36 氪数据），采用“门店+云仓”模式拓展新店；沃尔玛门店升级改造，通过自营小程序、京东到家/超市等入口提供 1 小时到家服务。

目前，即时零售市场中背靠大流量的平台型玩家领先，包括美团闪购、饿了么和京东到家。抖音也已宣布上线小时达，加入“即时零售”行业，用意在于完善用户体验，东方甄选顺应大平台战略方向试水小时达，主营品类如时令果蔬、肉禽蛋品、海鲜水产等与即时零售市场需求契合，目前在上海虹口/徐汇和北京十里河试点，主要覆盖生鲜食品，采用顺丰和京东物流。由于集中小范围试点，对成本端压力有限。但从目前市场反响来看，成为公司重要业务方向的战略落地能力仍有待观察。

### 出海：早期筹备阶段，或与 TikTok 合作

“直播+电商”的新零售业态发展迅速，TikTok 全球用户月活用户超过 10 亿，高用户基数及营销回报率成为众多跨境商家选择。艾媒咨询预测 2024-25 年跨境电商直播将维持双位数增长，2025 年市场规模超过 8000 亿元。

中国头部电商直播机构纷纷布局出海，如三只羊与新加坡本地达人合作直播，交个朋友帮助中国品牌出海营销。

东方甄选出海处于早期阶段，目前启动 TikTok 方向职位招聘，包括内容运营、商务、海外店铺运营等，并注册 EASTBUY 相关商标。我们认为，公司在海外短视频直播方面具备语言优势，相较其他主播/机构更能有效触达潜在消费者，且在抖音积累的直播生态服务经验可赋用到海外市场，但如何探索本地化的直播方式、定位目标市场用户习惯进行活动策划仍有待观察。

### 文旅：行业需求持续释放，未来与新东方文旅有协同发展空间

2024 年旅游行业出行需求将持续释放，消费需求从实物向出游转移，银发、亲子、年轻人等出游需求强劲。预计在线旅游行业渗透率持续提升，2025 年市场规模超过 3.5 万亿元，对应 2023-25 年复合增速 20%+。

东方甄选 2022 年底开设抖音矩阵账号“东方甄选看世界”，主打旅游产品；2023 年 7 月官宣正式开拓文旅事业，12 月在自营 APP 上线文旅产品，提供有文化属性的特色产品。目前，公司文旅业务以销售第三方文旅产品为主，体量还比较小，随着抖音大平台文旅战略拓展，公司有望借力大平台方向带来更多增量，未来与新东方文旅业务亦有协同发展的空间。

### 下沉：入驻拼多多，多平台布局触达不同类型用户

中国下沉零售市场规模在 2022 年约是高线城市的 4 倍（据沙利文数据），且整体增速快于高线城市。为覆盖更广泛的用户群体及触达庞大的下沉市场用户，直播电商机构如遥望科技、交个朋友均完成多平台布局。

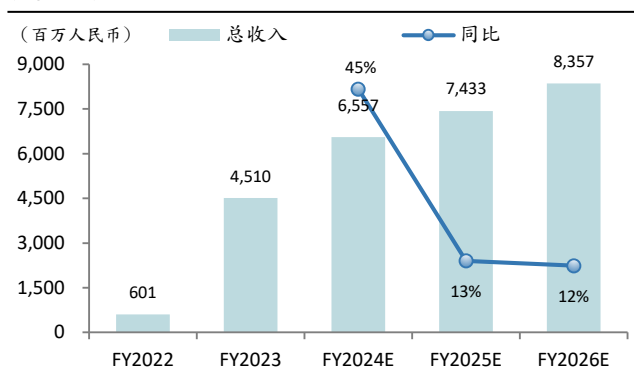
东方甄选入驻拼多多，上线 50+ 款自营产品，并全场包邮。我们认为，东方甄选与拼多多对农业的长期投入规划基调一致，入驻平台为拓宽销售渠道，触达广泛的用户群体，以提升品牌知名度和影响力。目前公司在拼多多仍在运营初步阶段，用户心智和品牌认知度的匹配能力仍有待观察。

## 财务预测

我们预计 2024 财年，公司收入同比增 45% 至 66 亿元，主要受 GMV 增长推动，预计 GMV 增 37% 至 137 亿元；调整后净利润 6.9 亿元，对比 2023 财年 11 亿元下降 37%，主要因提高自营品折扣力度（2023 年 12 月开始）影响毛利率，调整后净利率 10.5%，同比下降 14 个百分点。

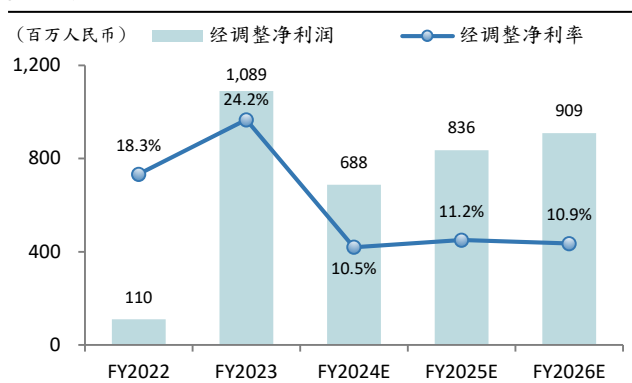
预计 2024-2026 财年收入 CAGR 为 13%，其中自营产品及直播电商业务收入 CAGR 为 16%，教育业务于 2024 财年 3 季度分拆，聚焦直播电商及自营品业务发展。预计利润率在 2024 财年 3 季度触底，后续自营品利润率呈现恢复的趋势，整体公司利润率变动趋势主要与自营及代销品收入结构变化有关。

**图表 43: 预计 2024/25 财年收入增 45%/13% 至 66 亿/74 亿元**



资料来源：公司资料，交银国际预测

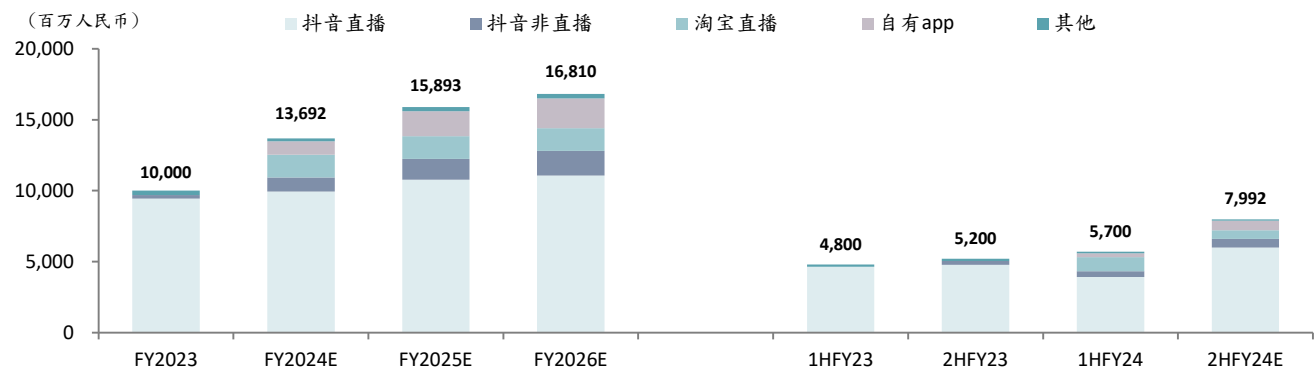
**图表 44: 预计 2024/25 财年调整后净利润 6.9 亿 /8.4 亿元**



资料来源：公司资料，交银国际预测

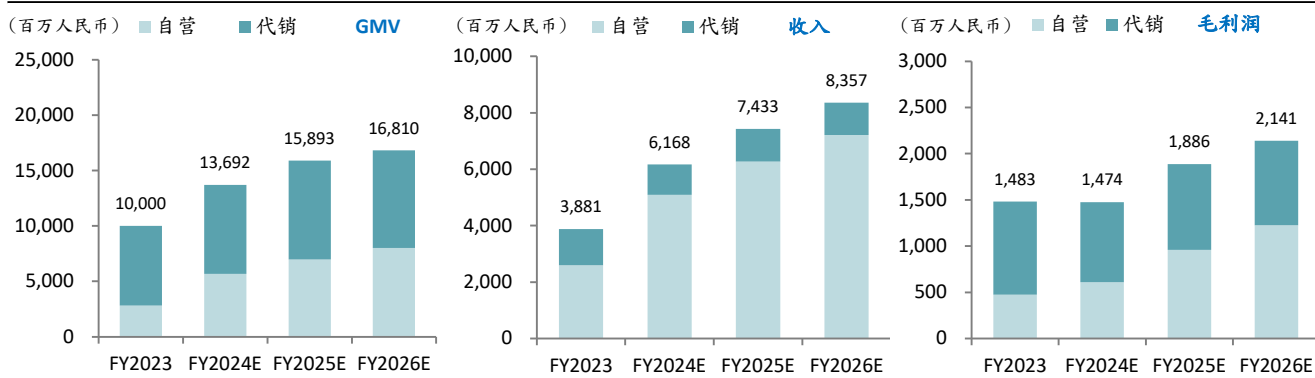
GMV 增长主要受益于：1) 与辉同行从 2024 财年下半年开始贡献增量；2) 渠道增量，如淘宝直播、自有 APP，以及随着品牌效应拓展带来用户复购对抖音非直播渠道的拉动。预计 2024 财年公司 GMV 中，抖音直播/抖音非直播/淘宝直播/自有 APP 分别贡献 73%/7%/12%/7%；3) 自营品牌受益于更丰富的 SKU 保持快速增长，预计 2024 财年自营 GMV 同比增 101% 至 57 亿元，贡献公司整体 GMV 比例达到 41%。预计自营品 2024-2026 财年 GMV/毛利润增长 CAGR 为 19%/42%，对公司整体 GMV/毛利润的贡献持续提升，并将在 2026 财年达到 48%/57%。

图表 45: GMV 分布：预计 2024 财年抖音直播/抖音非直播/淘宝直播/自有 APP 分别贡献 73%/7%/12%/7%



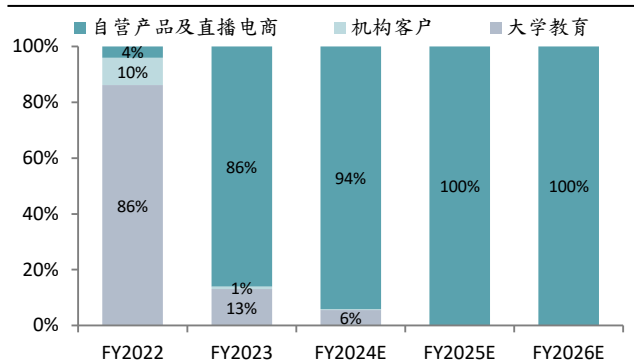
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 46: 东方甄选自营及直播电商业务 GMV/收入/毛利润按自营及代销业务拆分



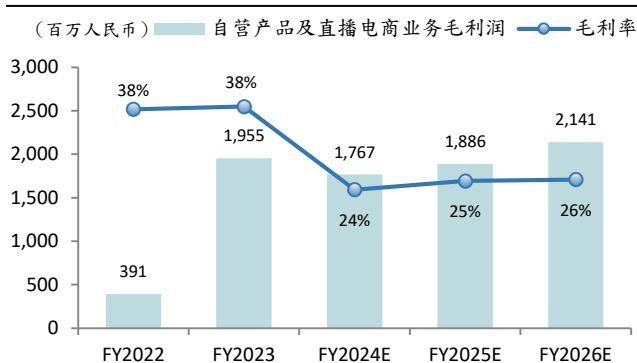
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 47: 教育业务于 2024 财年 3 季度分拆，聚焦自营产品及直播电商业务



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 48: 预计 2024 财年自营及直播电商业务毛利率下降约 14 个百分点



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 49: 损益表预测

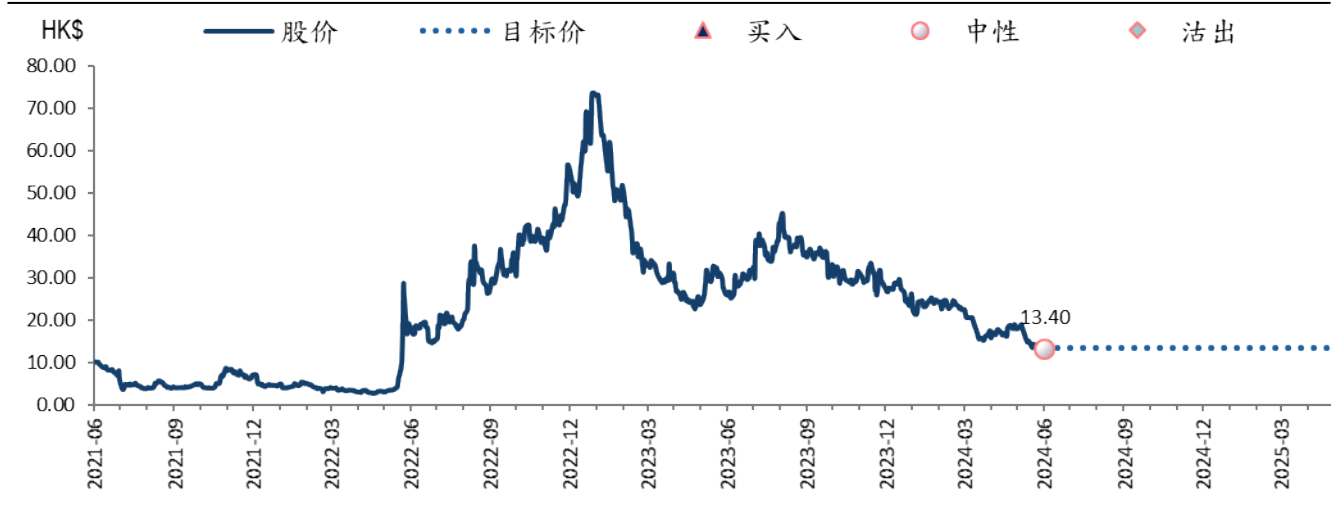
人民币，百万元 年结 5 月 31 日	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
<b>收入</b>	<b>601</b>	<b>4,510</b>	<b>6,557</b>	<b>7,433</b>	<b>8,357</b>
<i>彭博一致预期</i>			<u>6,113</u>	<u>6,877</u>	<u>7,977</u>
大学教育	518	591	366	-	-
机构客户	58	38	24	-	-
自营产品及直播电商	25	3,881	6,168	7,433	8,357
收入成本	(210)	(2,555)	(4,790)	(5,546)	(6,216)
<b>毛利润</b>	<b>391</b>	<b>1,955</b>	<b>1,767</b>	<b>1,886</b>	<b>2,141</b>
<b>毛利润率(%)</b>	<b>43</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>25</b>
销售及营销开支	(270)	(620)	(1,080)	(886)	(1,038)
研发开支	(64)	(109)	(239)	(254)	(286)
行政开支	(214)	(154)	(261)	(91)	(94)
其他*	69	102	124	180	180
占收比 (%)					
销售及营销开支	-45	-14	-16	-12	-12
研发开支	-11	-2	-4	-3	-3
行政开支	-36	-3	-4	-1	-1
核心运营利润	(158)	1,071	188	656	723
<b>核心经调整运营利润</b>	<b>18</b>	<b>1,174</b>	<b>679</b>	<b>781</b>	<b>864</b>
核心经调整运营利润率 (%)	3	26	10	11	10
税前利润	(89)	1,173	312	836	903
所得税开支	18	(201)	(129)	(125)	(135)
<b>净利润</b>	<b>(71)</b>	<b>971</b>	<b>183</b>	<b>710</b>	<b>767</b>
<b>经调整净利润</b>	<b>110</b>	<b>1,089</b>	<b>688</b>	<b>836</b>	<b>909</b>
<i>彭博一致预期</i>			<u>896</u>	<u>1,045</u>	<u>1,178</u>
净利润率(%)	-12	22	3	10	9
经调整净利润率(%)	18	24	10	11	11
<b>调整后每股摊薄盈利 (元)</b>	<b>0.11</b>	<b>1.02</b>	<b>0.64</b>	<b>0.75</b>	<b>0.79</b>
<i>彭博一致预期</i>			<u>0.70</u>	<u>0.91</u>	<u>1.07</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

\*包括其他收入、收益及亏损、预期信贷亏损模式下的减值亏损金额、分占联营公司业绩、财务费用；表中皆为可持续经营业务相关财务数据，核心运营利润及经调整运营利润计算时不包括\*中所列其他项目



图表 50: 东方甄选 (1797 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 51: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	88.55	132.00	49.1%	2024年05月17日	广告
9899 HK	云音乐	买入	99.25	120.00	20.9%	2024年06月04日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	17.26	17.00	-1.5%	2024年05月24日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	3.95	6.70	69.6%	2024年05月17日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.30	17.00	18.9%	2024年05月14日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	46.90	75.00	59.9%	2024年01月23日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.03	5.90	-2.2%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	29.04	33.00	13.6%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.30	29.00	14.6%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	140.00	213.00	52.1%	2024年05月23日	电商
JD US	京东	买入	27.57	40.00	45.1%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	73.79	111.00	50.4%	2024年04月11日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.96	13.40	3.4%	2024年06月26日	电商
DAO US	有道	买入	3.69	5.00	35.5%	2024年05月24日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	59.20	89.00	50.3%	2024年04月25日	教育
GOTU US	高途	买入	5.05	9.10	80.2%	2024年02月28日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.81	15.50	43.4%	2024年01月26日	教育
NTES US	网易	买入	93.04	117.00	25.8%	2024年05月24日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	23.05	30.00	30.2%	2024年05月22日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	382.00	457.00	19.6%	2024年05月16日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.40	15.00	21.0%	2024年03月28日	游戏
3690 HK	美团	买入	116.80	129.00	10.4%	2024年06月07日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	23.00	26.00	13.0%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	11.96	11.30	-5.5%	2024年03月27日	物流
2618 HK	京东物流	中性	8.20	10.10	23.2%	2024年05月17日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.33	1.90	42.9%	2024年05月16日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	25.10	30.00	19.5%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.18	14.00	37.5%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	16.16	25.00	54.7%	2024年05月22日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	382.20	509.00	33.2%	2024年05月21日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年6月25日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	601	4,510	6,557	7,433	8,357
主营业务成本	(210)	(2,555)	(4,790)	(5,546)	(6,216)
<b>毛利</b>	<b>391</b>	<b>1,955</b>	<b>1,767</b>	<b>1,886</b>	<b>2,141</b>
销售及管理费用	(484)	(774)	(1,341)	(976)	(1,132)
研发费用	(64)	(109)	(239)	(254)	(286)
<b>经营利润</b>	<b>(158)</b>	<b>1,071</b>	<b>188</b>	<b>656</b>	<b>723</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	18	1,174	679	781	864
财务成本净额	(3)	(2)	0	0	0
应占联营公司利润及亏损	3	(13)	0	0	0
其他非经营净收入/费用	68	116	124	180	180
<b>税前利润</b>	<b>(89)</b>	<b>1,173</b>	<b>312</b>	<b>836</b>	<b>903</b>
税费	18	(201)	(129)	(125)	(135)
非控股权益	(0)	(0)	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>(71)</b>	<b>971</b>	<b>183</b>	<b>710</b>	<b>767</b>
归于权益的分派	(71)	971	183	710	767
作每股收益计算的净利润	(71)	971	183	710	767
Non-GAAP标准的净利润	110	1,089	688	836	909

资产负债表 (百万元人民币)					
截至5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	548	1,166	1,662	1,950	2,360
有价证券	683	797	837	879	923
应收账款及票据	38	219	248	281	314
存货	5	141	332	238	403
其他流动资产	419	1,114	1,202	1,271	1,344
<b>总流动资产</b>	<b>1,691</b>	<b>3,437</b>	<b>4,281</b>	<b>4,619</b>	<b>5,343</b>
物业、厂房及设备	34	34	48	73	121
无形资产	48	54	53	52	52
合资企业/联营公司投资	178	138	145	153	160
其他长期资产	107	189	125	133	141
<b>总长期资产</b>	<b>368</b>	<b>416</b>	<b>371</b>	<b>410</b>	<b>475</b>
<b>总资产</b>	<b>2,059</b>	<b>3,853</b>	<b>4,652</b>	<b>5,029</b>	<b>5,818</b>
应付账款	187	672	1,151	1,163	1,563
其他短期负债	206	357	520	589	662
<b>总流动负债</b>	<b>393</b>	<b>1,029</b>	<b>1,671</b>	<b>1,752</b>	<b>2,225</b>
长期应付账款	21	18	26	30	33
其他长期负债	4	2	3	4	4
<b>总长期负债</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>38</b>
<b>总负债</b>	<b>418</b>	<b>1,049</b>	<b>1,700</b>	<b>1,785</b>	<b>2,263</b>
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	1,641	2,804	2,952	3,244	3,556
<b>股东权益</b>	<b>1,641</b>	<b>2,804</b>	<b>2,952</b>	<b>3,244</b>	<b>3,556</b>
非控股权益	0	0	0	0	0
<b>总权益</b>	<b>1,641</b>	<b>2,804</b>	<b>2,952</b>	<b>3,244</b>	<b>3,556</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(89)	1,173	312	836	903
合资企业/联营公司收入调整	(3)	13	0	0	0
折旧及摊销	35	46	64	74	85
营运资本变动	(590)	247	352	113	244
利息调整	3	2	0	0	0
税费	18	(201)	(129)	(125)	(135)
其他经营活动现金流	(291)	(14)	28	(438)	(470)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(918)</b>	<b>1,264</b>	<b>627</b>	<b>459</b>	<b>626</b>
资本开支	(20)	(13)	(54)	(81)	(122)
投资活动	(31)	(730)	(127)	(132)	(137)
其他投资活动现金流	25	6	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(27)</b>	<b>(737)</b>	<b>(181)</b>	<b>(213)</b>	<b>(258)</b>
权益净变动	1	88	0	0	0
其他融资活动现金流	(47)	(32)	15	6	7
<b>融资活动现金流</b>	<b>(45)</b>	<b>56</b>	<b>15</b>	<b>6</b>	<b>7</b>
汇率收益/损失	18	35	35	35	35
<b>年初现金</b>	<b>1,521</b>	<b>548</b>	<b>1,166</b>	<b>1,662</b>	<b>1,950</b>
<b>年末现金</b>	<b>548</b>	<b>1,166</b>	<b>1,662</b>	<b>1,950</b>	<b>2,360</b>

财务比率					
年结5月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	(0.070)	0.965	0.181	0.700	0.721
全面摊薄每股收益	(0.070)	0.912	0.169	0.641	0.663
Non-GAAP标准下的每股收益	0.108	1.023	0.635	0.755	0.785
每股账面值	1.618	2.634	2.727	2.929	3.072
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	65.1	43.3	27.0	25.4	25.6
EBITDA利润率	(20.0)	24.5	3.8	9.8	9.8
EBIT利润率	(26.3)	23.7	2.9	8.8	8.6
净利率	(11.8)	21.5	2.8	9.6	9.2
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	65.1	43.3	27.0	25.4	25.6
EBITDA利润率	9.3	26.8	11.3	11.5	11.4
经营利润率	3.0	26.0	10.4	10.5	10.3
净利率	18.3	24.2	10.5	11.2	10.9
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	4.1	36.8	16.2	17.3	16.8
ROE	6.0	49.0	23.9	27.0	26.7
ROIC	NA	31.6	3.7	17.2	17.3
<b>其他</b>					
流动比率	4.3	3.3	2.6	2.6	2.4
存货周转天数	34.4	6.8	14.0	14.0	14.0
应收账款周转天数	20.8	10.4	13.0	13.0	13.0
应付账款周转天数	57.9	25.6	38.0	40.0	40.0

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。