

互联网	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 10.88	港元 8.50↓	-21.9%

2024年8月26日

## 东方甄选 (1797 HK)

### 自营品 GMV 占比 4 成，回归正常经营后自营品利润率将有所恢复

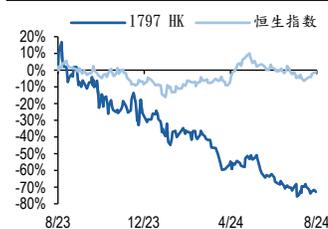
东方甄选披露 2024 财年业绩，自营品 GMV 占比达到 40%，未来回归正常商业运营状态，自营品毛利率将有所恢复，公司亦将加强主播团队建设和提升品牌影响力，并寻求线下和新东方资源协同。考虑与辉同行出售及缩减品牌日活动的影响，我们下调 2025 财年公司 GMV/收入/利润预测 43%/19%/33%，将估值切换至 2025 财年，目标价从 13.4 港元下调至 8.5 港元，对应 15 倍市盈率，公司仍处于调整阶段，维持中性。

- 2024 财年公司自营品及直播电商总 GMV/收入达到 143 亿元/65.3 亿元（人民币，下同），其中自营品 GMV 57 亿元，占总 GMV 比例为 40%，2023 财年为约 30%。截至 2024 财年，公司推出 488 款 SKU 的自营产品（2023 财年为 120 款）。
- 多平台及矩阵账号战略下，东方甄选自营品抖音账号月度 GMV 连续突破 1 亿元+，未来将在抖音增加 10 个+垂直账号，并逐步推出更多直播渠道。自有 APP 贡献总 GMV 的 8.4%。
- 未来战略：1) 确保食品安全及网络舆论稳定，包括自有品牌供应链建设以及引入更多外链产品，丰富产品供给；2) 加强主播团队建设，包括补充团队力量；3) 提升线上流量及活跃度，挖掘线上垂直渠道潜力，开发特色垂类矩阵账号，提升线上用户的活跃度和忠诚度，包括会员权益。举办大型活动提高大号的影响力，也会适时进行投流获取合理 ROI 下的销量增加；4) 拓展线下与新东方教学点协同，提升品牌影响力，预计于 2024 年下半年在北京试点，未来进一步辐射全国。随着自营品品牌日活动减少，预计 2025 财年自营品毛利率将逐步回归到正常水平。

### 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)	9.50
市值 (百万港元)	11,220.54
日均成交量 (百万)	9.32
年初至今变化 (%)	(60.86)
200天平均价 (港元)	16.98

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

### 盈利预测变动

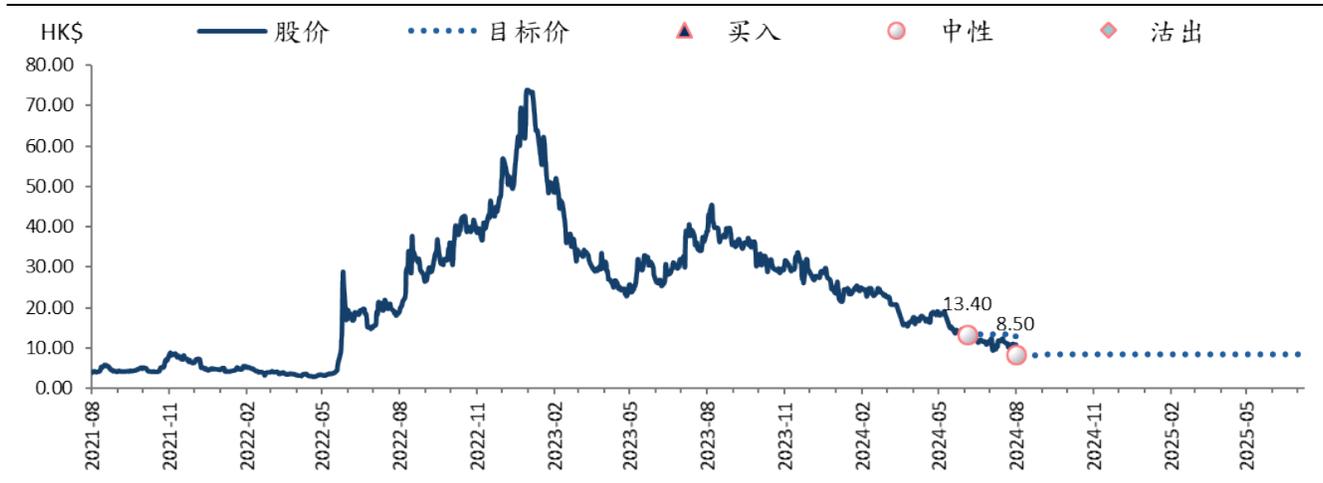
年结 5月31日	FY25E			FY26E			FY27E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
人民币百万									
营业收入	6,024	7,433	-19.0%	6,873	8,357	-17.8%	7,847	NA	NA
毛利润	1,144	1,886	-39.4%	1,388	2,141	-35.2%	1,626	NA	NA
毛利率	19.0%	25.6%	-6.6ppts	20.2%	25.0%	-4.8ppts	20.7%	NA	NA
经调整运营利润	458	781	-41.3%	613	864	-29.1%	741	NA	NA
经调整运营利润率	7.6%	10.5%	-2.9ppts	8.9%	10.3%	-1.4ppts	9.4%	NA	NA
经调整归母净利润	558	836	-33.3%	692	909	-23.9%	803	NA	NA
经调整归母净利率	9.3%	11.2%	-2ppts	10.1%	10.9%	-0.8ppts	10.2%	NA	NA

资料来源: FactSet, 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>

图表 1: 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 2: 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 发布日期	子行业
BIDU US	百度	买入	85.79	119.00	38.7%	2024 年 08 月 23 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	12.96	19.00	46.6%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.60	3.80	46.2%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	40.80	54.00	32.4%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	10.25	14.00	36.6%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	92.85	120.00	29.2%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.77	5.90	-12.9%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	34.20	33.00	-3.5%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	23.60	29.00	22.9%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	26.64	41.00	53.9%	2024 年 08 月 16 日	电商
PDD US	拼多多	买入	147.19	213.00	44.7%	2024 年 05 月 23 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	82.96	111.00	33.8%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	10.88	8.50	-21.9%	2024 年 08 月 26 日	电商
DAO US	有道	买入	3.35	4.50	34.3%	2024 年 08 月 23 日	教育
GOTU US	高途	买入	4.12	7.50	82.0%	2024 年 08 月 08 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	8.59	13.80	60.7%	2024 年 08 月 02 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	52.90	80.00	51.2%	2024 年 08 月 01 日	教育
NTES US	网易	买入	82.25	113.00	37.4%	2024 年 08 月 23 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	375.60	486.00	29.4%	2024 年 08 月 15 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	20.40	30.00	47.1%	2024 年 05 月 22 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.54	15.00	42.3%	2024 年 03 月 28 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	17.36	24.00	38.2%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	107.50	129.00	20.0%	2024 年 06 月 07 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	9.42	11.30	20.0%	2024 年 08 月 16 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.90	13.50	23.9%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.16	1.50	29.3%	2024 年 08 月 21 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	21.20	30.00	41.5%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.60	14.00	32.1%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	13.38	23.00	71.9%	2024 年 08 月 21 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	331.20	509.00	53.7%	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 8 月 23 日

## 财务数据

损益表(百万元人民币)					
年结5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	4,510	6,526	6,024	6,873	7,847
主营业务成本	(2,555)	(4,834)	(4,880)	(5,485)	(6,221)
<b>毛利</b>	<b>1,955</b>	<b>1,692</b>	<b>1,144</b>	<b>1,388</b>	<b>1,626</b>
销售及管理费用	(774)	(1,262)	(641)	(725)	(828)
研发费用	(109)	(132)	(146)	(166)	(190)
<b>经营利润</b>	<b>1,071</b>	<b>299</b>	<b>357</b>	<b>497</b>	<b>609</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	1,174	716	458	613	741
财务成本净额	(2)	(2)	0	0	0
应占联营公司利润及亏损	(13)	4	0	0	0
其他非经营净收入/费用	116	133	180	180	180
<b>税前利润</b>	<b>1,173</b>	<b>434</b>	<b>537</b>	<b>677</b>	<b>789</b>
税费	(201)	(185)	(80)	(102)	(118)
非控股权益	(0)	0	0	0	(0)
<b>净利润</b>	<b>971</b>	<b>249</b>	<b>456</b>	<b>575</b>	<b>670</b>
归于权益的分派	971	249	456	575	670
作每股收益计算的净利润	971	249	456	575	670
Non-GAAP标准的净利润	1,089	709	558	692	803

资产负债简表(百万元人民币)					
截至5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,166	1,625	1,616	1,765	2,108
有价证券	797	837	879	923	969
应收账款及票据	219	246	183	306	253
存货	141	360	102	425	5
其他流动资产	1,114	1,201	1,247	1,319	1,395
<b>总流动资产</b>	<b>3,437</b>	<b>4,268</b>	<b>4,028</b>	<b>4,738</b>	<b>4,730</b>
物业、厂房及设备	34	48	73	121	90
无形资产	54	53	52	52	25
合资企业/联营公司投资	138	145	153	160	168
其他长期资产	189	125	133	141	145
<b>总长期资产</b>	<b>416</b>	<b>371</b>	<b>410</b>	<b>475</b>	<b>428</b>
<b>总资产</b>	<b>3,853</b>	<b>4,639</b>	<b>4,438</b>	<b>5,213</b>	<b>5,158</b>
应付账款	672	1,158	892	1,424	1,063
其他短期负债	357	517	477	545	622
<b>总流动负债</b>	<b>1,029</b>	<b>1,675</b>	<b>1,370</b>	<b>1,968</b>	<b>1,685</b>
长期应付账款	18	26	24	27	31
其他长期负债	2	3	3	4	4
<b>总长期负债</b>	<b>20</b>	<b>29</b>	<b>27</b>	<b>31</b>	<b>35</b>
<b>总负债</b>	<b>1,049</b>	<b>1,704</b>	<b>1,397</b>	<b>1,999</b>	<b>1,720</b>
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	2,804	2,935	3,041	3,213	3,438
<b>股东权益</b>	<b>2,804</b>	<b>2,935</b>	<b>3,041</b>	<b>3,214</b>	<b>3,438</b>
非控股权益	0	0	0	0	0
<b>总权益</b>	<b>2,804</b>	<b>2,935</b>	<b>3,041</b>	<b>3,214</b>	<b>3,438</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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,173	434	537	677	789
合资企业/联营公司收入调整	13	(4)	0	0	0
折旧及摊销	46	54	60	60	60
营运资本变动	247	332	32	124	157
利息调整	2	2	0	0	0
税费	(201)	(185)	(80)	(102)	(118)
其他经营活动现金流	(14)	(44)	(375)	(394)	(420)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,264</b>	<b>590</b>	<b>173</b>	<b>366</b>	<b>467</b>
资本开支	(13)	(54)	(81)	(122)	(52)
投资活动	(730)	(127)	(132)	(137)	(115)
其他投资活动现金流	6	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(737)</b>	<b>(181)</b>	<b>(213)</b>	<b>(258)</b>	<b>(166)</b>
权益净变动	88	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(32)	15	(4)	6	7
<b>融资活动现金流</b>	<b>56</b>	<b>15</b>	<b>(4)</b>	<b>6</b>	<b>7</b>
汇率收益/损失	35	35	35	35	35
<b>年初现金</b>	<b>548</b>	<b>1,166</b>	<b>1,625</b>	<b>1,616</b>	<b>1,765</b>
<b>年末现金</b>	<b>1,166</b>	<b>1,625</b>	<b>1,616</b>	<b>1,765</b>	<b>2,108</b>

财务比率					
年结5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.965	0.245	0.448	0.539	0.627
全面摊薄每股收益	0.912	0.233	0.418	0.504	0.586
Non-GAAP标准下的每股收益	1.023	0.665	0.511	0.605	0.702
每股账面值	2.634	2.750	2.784	2.813	3.007
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	43.3	25.9	19.0	20.2	20.7
EBITDA利润率	24.5	5.5	6.9	8.1	8.5
EBIT利润率	23.7	4.6	5.9	7.2	7.8
净利率	21.5	3.8	7.6	8.4	8.5
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
毛利率	43.3	25.9	19.0	20.2	20.7
EBITDA利润率	26.8	11.9	8.6	9.8	10.2
经营利润率	26.0	11.0	7.6	8.9	9.4
净利率	24.2	10.9	9.3	10.1	10.2
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	36.8	16.7	12.3	14.3	15.5
ROE	49.0	24.7	18.7	22.1	24.1
ROIC	31.6	5.8	10.0	13.1	15.1
<b>其他</b>					
流动比率	3.3	2.5	2.9	2.4	2.8
存货周转天数	6.8	14.0	14.0	14.0	10.0
应收账款周转天数	10.4	13.0	13.0	13.0	13.0
应付账款周转天数	25.6	38.0	40.0	40.0	34.0

## 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**

2024年8月26日  
东方甄选 (1797 HK)

## 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者之观点；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。**