

互联网	收盘价 港元 16.18	目标价 港元 15.60个	潜在涨幅 -3.6%
-----	-----------------	------------------	---------------

2025 年 1 月 22 日

东方甄选 (1797 HK)

业务调整拖累短期业绩表现，毛利润率恢复增长

2025 财年业务调整将拖累公司短期财务表现，但已看到公司运营恢复的趋势，未来公司仍将聚焦自营品建设、品牌影响力提升、APP 会员数拓展，尤其是加强与新东方集团资源的协同，如地面活动推广及体验。近期微信小店送礼功能为公司拓展潜在新渠道及拉新奠定基础。预计在 2025 财年财务数据触底后，有望回归稳定增长的态势，我们微调 2026/2027 财年预测，考虑股数减少，目标价从 14.9 港元上调至 15.6 港元，基于短期投入对利润造成一定不确定性，维持中性评级。

④ 2025 财年上半年（截止 2024 年 11 月 30 日止 6 个月）公司持续经营业务收入同比降 9%，调整后净利润（剔除出售与辉同行相关财务影响后）为 3270 万元（人民币，下同）。收入及利润同比下降主要反映出与辉同行对 GMV 以及公司战略调整阶段投入增加的影响。毛利润率同环比实现增长，反映公司自营品逐渐恢复常态化运营的趋势。

④ 公司在自营品、自有 APP、多渠道发展以及账号矩阵拓展、供应链建设逐渐正常运营。包括 1) 东方甄选生鲜号日 GMV 连续超过 200 万元。2) 微信小程序/小店、天猫等多货架电商渠道增长，微信送礼功能上线后店铺日 GMV 连续突破百万元。3) 自营品类（SKU 600+）贡献公司整体 GMV 的 37%，4) 自有 APP GMV 占比达到 13.6%，对比 2024 财年的 8% 提升明显。

盈利预测变动

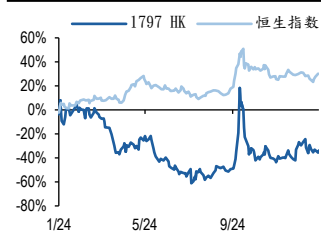
年结 5 月 31 日	FY25E			FY26E			FY27E		
人民币百万元	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	4,710	4,627	1.8%	5,310	5,260	0.9%	5,958	5,985	-0.5%
毛利润	1,486	1,018	46.0%	1,631	1,212	34.6%	1,805	1,434	25.8%
毛利率	31.5%	22.0%	9.5ppts	30.7%	23.0%	7.7ppts	30.3%	24.0%	6.3ppts
经调整运营利润	64	297	-78.4%	394	393	0.3%	561	562	-0.2%
经调整运营利润率	1.4%	6.4%	-5.1ppts	7.4%	7.5%	0ppts	9.4%	9.4%	0ppts
归母净利润	76	339	-77.5%	412	411	0.1%	544	544	0.0%
归母净利率	1.6%	7.3%	-5.7ppts	7.8%	7.8%	-0.1ppts	9.1%	9.1%	0ppts
经调整归母净利润	213	417	-48.8%	501	500	0.2%	645	646	-0.1%
经调整归母净利率	4.5%	9.0%	-4.5ppts	9.4%	9.5%	-0.1ppts	10.8%	10.8%	0ppts

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

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)	28.90
52周低位 (港元)	9.50
市值 (百万港元)	16,758.76
日均成交量 (百万)	20.83
年初至今变化 (%)	(10.01)
200天平均价 (港元)	14.42

资料来源：FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

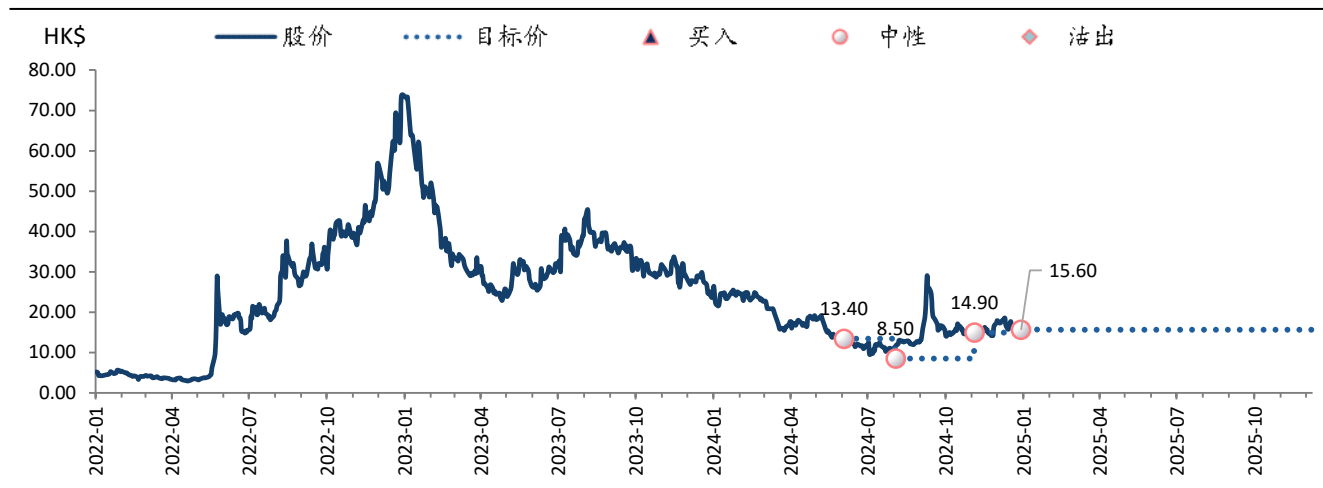
蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

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: 交银国际互联网和教育行业覆盖公司

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	83.69	102.00	21.9%	2024 年 12 月 11 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	1.98	2.60	31.3%	2025 年 01 月 16 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	17.05	25.00	46.6%	2024 年 10 月 16 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	41.50	54.00	30.1%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	11.10	14.00	26.1%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	112.70	120.00	6.5%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	华文集团	中性	7.24	7.40	2.2%	2024 年 12 月 10 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	44.22	38.00	-14.1%	2024 年 11 月 27 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.50	29.00	13.7%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
JD US	京东	买入	38.50	60.00	55.8%	2025 年 01 月 21 日	电商
PDD US	拼多多	买入	104.15	144.00	38.3%	2024 年 11 月 22 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	85.38	111.00	30.0%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	16.18	15.60	-3.6%	2025 年 01 月 22 日	电商
9901 HK	新东方教育科技	买入	46.70	60.00	28.5%	2025 年 01 月 22 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	9.26	14.00	51.2%	2024 年 11 月 27 日	教育
GOTU US	高途	买入	1.94	4.60	137.1%	2024 年 11 月 20 日	教育
DAO US	有道	买入	6.97	7.30	4.7%	2024 年 11 月 15 日	教育
NTES US	网易	买入	100.71	124.00	23.1%	2025 年 01 月 20 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	35.25	33.00	-6.4%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	387.40	513.00	32.4%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.30	14.00	35.9%	2024 年 08 月 30 日	游戏
3690 HK	美团	买入	158.50	226.00	42.6%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	17.14	24.00	40.0%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.98	18.00	38.7%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.29	13.50	45.3%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.36	1.40	2.9%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	14.66	21.00	43.2%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	7.65	13.00	69.9%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	18.62	24.00	28.9%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	539.00	605.00	12.2%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 1 月 21 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	3,881	6,526	4,710	5,310	5,958
主营业务成本	(2,398)	(4,834)	(3,225)	(3,679)	(4,153)
毛利	1,483	1,692	1,486	1,631	1,805
销售及管理费用	(460)	(1,262)	(1,430)	(1,203)	(1,205)
研发费用	(65)	(132)	(127)	(124)	(139)
经营利润	958	299	(71)	305	461
Non-GAAP标准下的经营利润	1,061	716	64	394	561
财务成本净额	(1)	(2)	(2)	0	0
应占联营公司利润及亏损	(13)	4	(1)	0	0
其他非经营净收入/费用	113	133	204	180	180
税前利润	1,056	434	131	485	641
税费	(257)	(185)	(54)	(73)	(96)
非控股权益	(0)	0	0	0	(0)
净利润	799	249	76	412	544
归于权益的分派	799	249	76	412	544
作每股收益计算的净利润	799	249	76	412	544
Non-GAAP标准的净利润	916	709	213	501	645

资产负债表 (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	3,175	2,449	2,590	2,642
有价证券	797	837	879	923	969
应收账款及票据	219	246	90	289	136
存货	141	360	2	406	(79)
其他流动资产	1,114	1,219	1,238	1,307	1,380
总流动资产	3,437	5,836	4,657	5,514	5,047
物业、厂房及设备	34	48	73	121	84
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
总长期资产	416	371	410	475	422
总资产	3,853	6,208	5,067	5,989	5,469
应付账款	672	1,237	485	1,327	628
其他短期负债	357	601	434	489	549
总流动负债	1,029	1,837	918	1,816	1,176
长期应付账款	18	30	22	25	28
其他长期负债	2	4	3	3	4
总长期负债	20	34	25	28	31
总负债	1,049	1,872	943	1,844	1,207
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	2,804	4,336	4,124	4,145	4,261
股东权益	2,804	4,336	4,124	4,145	4,261
非控股权益	0	0	0	0	0
总权益	2,804	4,336	4,124	4,145	4,261

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	1,056	434	131	485	641
合资企业/联营公司收入调整	13	(4)	1	0	0
折旧及摊销	33	54	54	60	60
营运资本变动	247	458	(333)	272	(28)
利息调整	1	2	2	0	0
税费	(257)	(185)	(54)	(73)	(96)
其他经营活动现金流	171	1,372	(332)	(384)	(406)
经营活动现金流	1,264	2,132	(532)	359	170
资本开支	(13)	(54)	(81)	(122)	(45)
投资活动	(730)	(127)	(132)	(137)	(115)
其他投资活动现金流	6	0	0	0	0
投资活动现金流	(737)	(181)	(213)	(258)	(159)
权益净变动	88	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(32)	23	(15)	5	6
融资活动现金流	56	23	(15)	5	6
汇率收益/损失	35	35	35	35	35
年初现金	548	1,166	3,175	2,449	2,590
年末现金	1,166	3,175	2,449	2,590	2,642

财务比率					
年结5月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.794	0.245	0.074	0.381	0.503
全面摊薄每股收益	0.751	0.233	0.073	0.377	0.498
Non-GAAP标准下的每股收益	0.861	0.665	0.205	0.459	0.590
每股账面值	2.634	4.063	3.957	3.795	3.898
利润率分析(%)					
毛利率	38.2	25.9	31.5	30.7	30.3
EBITDA利润率	25.2	5.5	(0.4)	6.9	8.7
EBIT利润率	24.7	4.6	(1.5)	5.7	7.7
净利率	20.6	3.8	1.6	7.8	9.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	38.2	25.9	31.5	30.7	30.3
EBITDA利润率	27.8	11.9	2.5	8.5	10.4
经营利润率	27.3	11.0	1.4	7.4	9.4
净利率	23.6	10.9	4.5	9.4	10.8
盈利能力(%)					
ROA	31.0	14.1	3.8	9.1	11.3
ROE	41.2	19.9	5.0	12.1	15.3
ROIC	25.8	4.0	(1.0)	6.2	9.2
其他					
流动比率	3.3	3.2	5.1	3.0	4.3
存货周转天数	6.8	14.0	14.0	14.0	10.0
应收账款周转天数	12.1	13.0	13.0	13.0	13.0
应付账款周转天数	27.3	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**

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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、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有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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，而并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。