

东方甄选（01797.HK）

优于大市

下半财年净利润扭亏为盈，期待战略转型效果显现

核心观点

FY2025H2 可持续净利润同增 16%。 FY2025（2024. 6. 1–2025. 5. 31），公司实现可持续性收入 43.9 亿元/–32.7%，主因 2024 年 7 月剥离全资子公司“与辉同行”影响；可持续性净利润 619 万元/–97.5%，若剔除出售“与辉同行”一次性开支及溢利，持续经营净利润为 1.35 亿元/+30.0%。**FY2025H2**，公司可持续性收入 22.1 亿元/–46.4%；可持续性净利润 1.03 亿元/+16.1%，受子公司剥离产生的收入基数影响，期内收入同比仍下滑、但利润环比扭亏为盈。

FY2025 财年，公司 GMV 为 87 亿元/–39.2%，同样系剥离“与辉同行”影响，若剔除“与辉同行”分部 GMV 并表影响（2024 年 6–7 月 GMV 仍贡献约 12 亿元），FY2025H1/H2 分别实现 GMV36/39 亿元，FY25H2 电商 GMV 触底回暖。

分产品类型看，FY2025，自营品 GMV 为 38.1 亿元，占比为 43.8%，同比 2024 财年（约 40%）继续上行；估算毛利率约 23%，同比改善系促销力度的收窄；期内自营品 SPU 数为 732 个，同增 244 个。分上下财年看，FY25H1/H2 自营品 GMV 占比分别为 37.0%/52.2%，伴随自营品战略持续推进，预计 2026 财年自营品 GMV 占比有望继续上行。2025 财年代销产品实现 GMV48.9 亿元。**分销售渠道看**，2025 财年，抖音/自有 APP/其他渠道 GMV 占比分别为 15.7%/70.0%/14.3%，其中自有 APP 渠道 GMV 占比 15.7%/+7.3pct 持续上行。

毛利率稳步提升，FY25H2 盈利能力回暖。 FY2025 财年，毛利率为 32.0%/+6.0pct，系自营品促销力度收窄带动；销售费率/行政费率/研发费率分别同比+7.3/+5.0/+0.9pct，销售费率增加系市场投放增加，行政费率上行则主因分派“与辉同行”剩余未分配利润；净利率 0.1%/–3.7pct，FY25H1/H2 净利率分别为–4.4%/4.7%，下半年盈利回暖。

自有 APP 布局持续深化，期待集团资源协同。 FY2025 财年，付费会员由 19.86 万提升至 26.43 万，未来凭借扩大会员权益、引入名人访谈等新模式，自有渠道流量有望继续增长。依托新东方集团的线下学习中心渠道，如在学习中心里面设置自动贩卖机，集团资源协同发展值得期待。

风险提示：GMV 增长不及预期、食品安全、政策趋严、渠道拓展不及预期等。

投资建议：综合考虑剥离子公司以及自营品战略效果逐渐显现影响，下调 26 财年净利润预测至 2.66 亿元，并新增引入 27–28 财年净利润预测 5.72/10.5 亿元，对应 PE 估值为 130/60/33x。公司 FY25H2 利润扭亏为盈转型效果初步验证，目前公司重新构建的以产品导向+会员制为中心的类山姆增长新模式，有望持续打造爆款单品为公司提供新增长动能，维持“优于大市”评级。

公司研究·海外公司财报点评

社会服务·教育

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

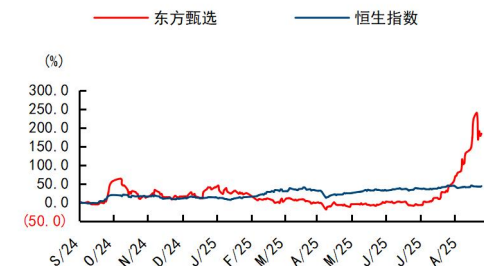
联系人：周瑛皓

zhouyinghao@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市（维持）
合理估值	
收盘价	36.30 港元
总市值/流通市值	37985/37985 百万港元
52 周最高价/最低价	53.70/10.12 港元
近 3 个月日均成交额	755.67 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《东方甄选（01797.HK）-电商主业收入增长稳健，期待多渠道开花结果》——2024-01-26

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,526	4,392	5,575	6,998	8,935
(+/-%)	44.7%	-32.7%	26.9%	25.5%	27.7%
净利润(百万元)	249	6	266	572	1051
(+/-%)	-74.3%	-97.7%	4538.0%	115.1%	83.7%
每股收益(元)	0.24	0.01	0.25	0.55	1.00
EBIT Margin	-7.7%	9.1%	6.3%	11.4%	15.9%
净资产收益率 (ROE)	5.0%	0.1%	4.9%	9.6%	15.0%
市盈率 (PE)	138.7	6027.3	130.0	60.4	32.9
EV/EBITDA	-249.2	43.8	110.3	50.8	29.9
市净率 (PB)	6.96	6.76	6.42	5.80	4.93

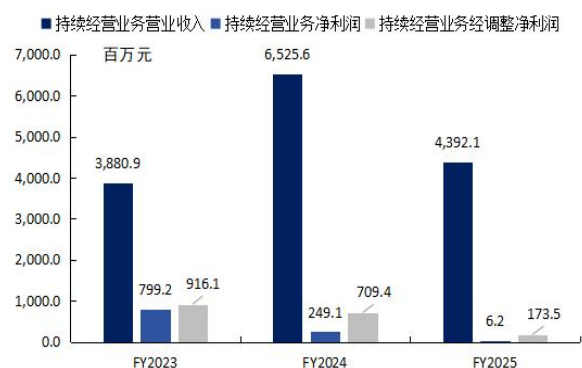
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

FY2025H2 利润表现环比改善。FY2025 财年（2024. 6. 1–2025. 5. 31），公司实现可持续性收入 43.9 亿元，同比-32.7%，主因 2024 年 7 月剥离全资子公司“与辉同行”影响；实现可持续净利润 619 万元，同比-97.5%，若剔除出售“与辉同行”的一次性开支及溢利，持续经营净利润为 1.35 亿元，同比+30.0%。**FY2025H2**，公司实现可持续性收入 22.1 亿元，同比-46.4%；可持续性净利润 1.03 亿元，同比+16.1%，受“与辉同行”剥离收入基数影响，下半年公司收入端同比仍下滑，但利润表现环比上半年已有所改善。

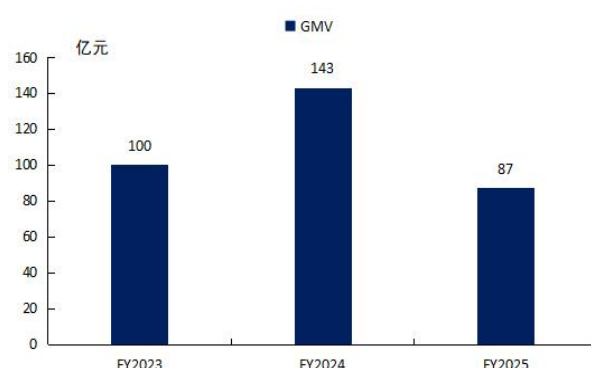
FY2025 财年，公司期内实现 GMV87 亿元，同比-39.2%，主要系剥离子公司“与辉同行”影响，若不考虑“与辉同行”分部 GMV（2024 年 6–7 月 GMV 仍并表 12 亿元）并表影响，上下半年 GMV 分别为 36 亿元/39 亿元，下半年电商业务已触底回暖。

图1：2023–2025 财年东方甄选营业收入及利润表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

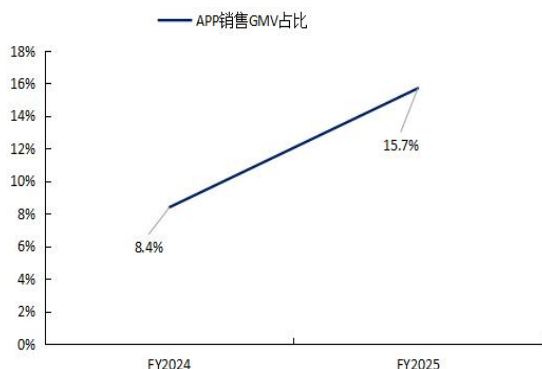
图2：2023–2025 财年东方甄选 GMV 数据



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

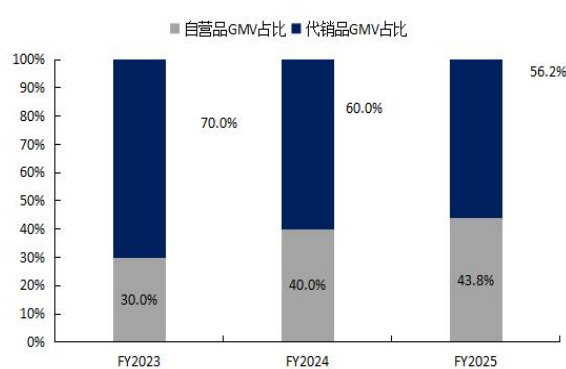
分产品类型看，2025 财年自营品实现 GMV38.1 亿元，占整体 GMV 比重为 43.8%，同比 2024 财年（约 40%）继续上行；期内估算毛利率水平约 23%（假设退货率相同为 12.5%）同比提升，主因促销力度的收窄；期内自营品 SPU 数为 732 个，同增 244 个。若分上下财年看，H1/H2 自营品 GMV 占比分别为 37.0%/52.2%，下半财年自营品 GMV 占比已超 50%，伴随自营品战略的持续推进，我们预计 2026 财年自营品 GMV 占比有望继续上行。2025 财年代销产品实现 GMV48.9 亿元。**分销售渠道看**，2025 财年，抖音、自有 APP、其他渠道 GMV 销售占比分别为 15.7%/70.0%/14.3%，其中自有 APP 渠道 GMV 占比由 8.4%（12 亿元）提升至 15.7%（13.7 亿元）。

图3：东方甄选 APP 渠道 GMV 销售占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

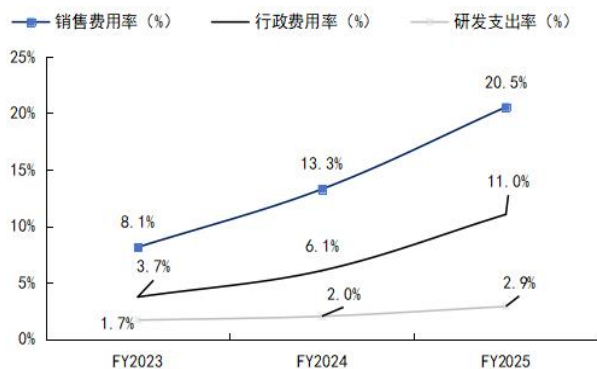
图4：东方甄选自营品/代销品 GMV 销售占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

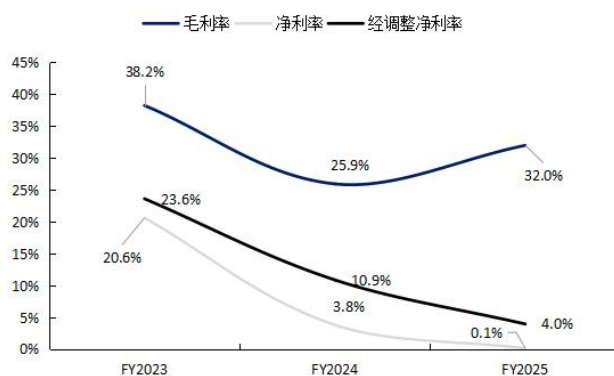
毛利率稳步提升，FY25H2 盈利能力回暖。FY2025 财年，公司毛利率为 32.0%，同比+6.0pct，预计主要系自营品促销力度下降带动毛利率回暖；销售费率/行政费率/研发费率分别为 20.5%/11.0%/2.9%，分别同比+7.3/+5.0/+0.9pct，其中销售费率增长较多系公司增加市场投放较多，行政费率则主因分派“与辉同行”剩余未分配利润所致。净利率为 0.1%，同比-3.7pct，分上下半财年看净利率分别为 -4.4%/4.7%，下半年扭亏为盈。

图5：2023-2025 财年东方甄选期间费率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2023-2025 财年东方甄选毛利率及净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

自有 APP 布局持续深化，期待集团资源协同。在稳住抖音基本盘同时，公司持续发力布局自有 APP 渠道，FY2025 财年，付费会员由 19.86 万提升至 26.43 万，未来凭借扩大会员权益范围、引入名人访谈等新模式，自有渠道流量有望持续增长。展望后续，依托新东方集团的线下学习中心，公司将开展探索线下渠道，如在学习中心里面设置自动贩卖机。

投资建议：综合考虑剥离子公司以及自营品战略效果逐渐显现影响，我们下调 26 财年净利润预测至 2.66 亿元，并新增引入 27-28 财年净利润预测 5.72/10.5 亿元，对应 PE 估值为 130/60/33x。公司 FY25H2 利润扭亏为盈转型效果初步验证，目前公司重新构建的以产品导向+会员制为中心的类山姆增长新模式，有望持续打造爆款单品为公司提供新增长动能，维持“优于大市”评级。

表1: 东方甄选最新盈利预测拆分

单位: 千元	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总营收	3,880,909	6,525,551	4,392,071	5,574,918	6,997,911	8,935,114
yoy	546.3%	68.1%	-32.7%	26.9%	25.5%	27.7%
GMV(亿元, 抖音+淘宝+自有程序)	100	143	87	88	106	130
自营产品						
自营占比%	30.0%	40.0%	43.8%	54.0%	57.5%	61.1%
自营 GMV	3,000,000	5,720,000	3,810,600	4,763,250	6,096,960	7,926,048
yoy			-33.4%	25.0%	28.0%	30.0%
退货率	12.5%	12.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
自营产品收入	2,625,000	5,005,000	3,429,540	4,286,925	5,487,264	7,133,443
代销产品						
代销产品收入	1,255,909	1,520,551	962,531	811,668	900,951	1,009,066
毛利	1,483,362	1,692,011	1,404,041	1,806,273	2,274,321	2,930,717
%	38.2%	25.9%	32.0%	32.4%	32.5%	32.8%
销售及营销开支	-315,515	-866,068	-902,110	-947,736	-979,708	-982,863
%	8.1%	13.3%	20.5%	17.0%	14.0%	11.0%
研发开支	-65,290	-131,593	-126,998	-139,373	-153,954	-160,832
%	1.7%	2.0%	2.9%	2.50%	2.20%	1.80%
行政开支	-144,529	-395,616	-484,817	-501,743	-524,843	-536,107
%	3.7%	6.1%	11.0%	9.00%	7.50%	6.00%
分占联营公司业绩	-12,764	3,786	-675	500	500	500
财务费用	-1,462	-2,159	-2,932	-2,787	-3,499	-4,468
%	0.04%	0.03%	0.07%	0.05%	0.05%	0.05%
除税前溢利	1,056,469	433,725	60,745	354,947	762,428	1,401,404
所得税抵免	-257,270	-184,580	-54,554	-88,737	-190,607	-350,351
所得税率%	24.35%	42.56%	89.81%	25.00%	25.00%	25.00%
持续经营业务的年内溢利	799,199	249,145	6,191	266,210	571,821	1,051,053
yoy		-68.8%	-97.5%	4200.0%	114.8%	83.8%
%	20.6%	3.8%	0.1%	4.8%	8.2%	11.8%
少数股东损益	0	5	456	0	0	0
持续性归母溢利	799,199	249,140	5,735	266,210	571,821	1,051,053
yoy		-68.8%	-97.7%	4541.9%	114.8%	83.8%
%	20.59%	3.82%	0.13%	4.78%	8.17%	11.76%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

最新盈利预测说明:

1、收入端: 2026-2028 年自营品 GMV 分别同增 25%/28%/30%, 自营品战略推进带动收入增速边际提速; 三方代销品 GMV 分别同比-17%/+11%/+12%, 其中 2026 年下滑系“与辉同行”剥离产生的基数影响, 其后 GMV 进入稳健增长期。对应 26-28 年营业收入分别为 55.7/70.0/89.4 亿元。

2、成本端: 2026-2028 年毛利率分别为 32.4%/32.5%/32.8%, 毛利率稳步上行主要是各产品线毛利率的稳步改善带动; 销售费率分别为 17.0%/14.0%/11.0%, 规模效应带动+成本降本增效综合助力; 行政费率分别为 9.0%/7.5%/6.0%, 规模效应带动为主。其他成本费率预测具体见上表。

3、2026-2028 年最新归母净利润预测为 2.66/5.72/10.51 亿元, 分别同增 4542%/115%/84%。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2262	2500	3527	3955	4957	营业收入	6526	4392	5575	6998	8935
应收款项	1027	311	546	761	826	营业成本	4834	2988	3791	4773	6076
存货净额	422	309	314	438	565	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	122	122	86	144	190	销售费用	1189	270	976	980	1023
流动资产合计	6164	5759	6992	8320	10165	管理费用	1008	736	459	445	415
固定资产	43	32	78	125	234	财务费用	(15)	(3)	8	49	88
无形资产及其他	99	53	440	867	1337	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	67	28	28	28	28	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	62
长期股权投资	168	221	295	313	361	其他收入	874	(340)	17	19	21
资产总计	6542	6093	7831	9652	12124	营业利润	384	61	358	771	1416
短期借款及交易性金融负债	0	0	100	100	100	营业外净收支	50	0	0	0	0
应付款项	807	491	627	795	1008	利润总额	434	61	358	771	1416
其他流动负债	706	464	691	763	971	所得税费用	185	55	90	193	354
流动负债合计	1513	955	1418	1658	2079	少数股东损益	0	0	3	6	11
长期借款及应付债券	0	0	1000	2000	3000	归属于母公司净利润	249	6	266	572	1051
其他长期负债	59	20	27	(29)	(19)						
长期负债合计	59	20	1027	1971	2981	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	1572	975	2445	3629	5060	净利润	249	6	266	572	1051
少数股东权益	0	1	3	10	20	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	4970	5118	5383	6013	7044	折旧摊销	346	492	17	19	21
负债和股东权益总计	6542	6093	7831	9652	12124	公允价值变动损失	0	0	0	0	(62)
						财务费用	(15)	(3)	8	49	88
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(592)	273	165	(154)	173
每股收益	0.24	0.01	0.25	0.55	1.00	其它	0	0	3	6	11
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	3	771	451	443	1193
每股净资产	4.75	4.89	5.14	5.69	6.70	资本开支	0	(23)	(450)	(492)	(539)
ROIC	-3%	2%	10%	56%	64%	其它投资现金流	(495)	(188)	0	(504)	(604)
ROE	5%	0%	5%	10%	15%	投资活动现金流	(423)	(265)	(524)	(1014)	(1192)
毛利率	26%	32%	32%	32%	32%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-8%	9%	6%	11%	16%	负债净变化	0	0	500	500	500
EBITDA Margin	-2%	20%	7%	12%	16%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	45%	-33%	27%	26%	28%	其它融资现金流	1517	(269)	100	0	0
净利润增长率	-74%	-98%	4538%	115%	84%	融资活动现金流	1517	(269)	1100	1000	1000
资产负债率	24%	16%	31%	38%	42%	现金净变动	1097	237	1027	429	1002
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1165	2262	2500	3527	3955
P/E	138.7	6027.3	130.0	60.4	32.9	货币资金的期末余额	2262	2500	3527	3955	4957
P/B	7.0	6.8	6.4	5.8	4.9	企业自由现金流	0	782	(6)	(27)	720
EV/EBITDA	(249)	44	110	51	30	权益自由现金流	0	513	588	436	1154

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032