

# 地标农产品上行，东方甄选卡位品牌渠道

## ——内容电商深度报告

### 核心观点

- 抖音电商内达人竞争激烈，东方甄选具有达人+品牌双重属性。**大的维度来看，平台的扶持方向更多向品牌账号倾斜，品牌自播增长更快，达人生态在抖音较为成熟，其中超头部主播具有稳定性同时保持稳定增长（22年边际受到疫情&东方甄选的竞争，增速有所下滑），反而中腰部竞争激烈。**东方甄选属性上兼具“达人”+“品牌”的双重优势。**东方甄选在人均停留时长、货品丰富度、流量利用效率更贴近达人属性，而主播管理、自营产品、内容管理更贴近于品牌，兼具两者优势。
- 优质内容持续输出能力强，构建起高频持续和低频爆款的内容供给体系。**流量、单位流量利用效率是两个关键指标。从流量来看，**直播间高质量内容造就【高观看量+长时间人均停留】，流量已经位列平台头部。**我们将东方甄选的内容供给分为**高频可持续和低频爆款**。**高频内容**——日常直播中的才艺展示、剪辑的短视频内容、经典语录构成了东方甄选高频的内容输出，不断脱颖而出的新主播保证了优质内容的持续迭代。**低频爆款**——引入优秀名人作家进入直播间访谈、外景深入城市地标、优质的中长视频制作这三种成熟手段，不仅仅带来直播间短期流量，同时也是通过优质爆款内容持续提升“东方甄选”的品牌属性，提升长期消费者认知。
- 地标农产品品类上行趋势清晰，东方甄选卡位渠道品牌。**我们认为**拓品类只是东方甄选成长的一部分，长期空间依然来自公司农产品科技公司定位，而该定位非常贴合行业趋势。**国家已经构建起“三品一标”、“区域公用品牌”、“企业和产品品牌”的农产品评价体系，推动农产品品牌化。地理因素导致产业供给规模受限、地域分散且难以标准化，地标农产品与内容电商适配度高，21年以来内容电商增速显著高于货架电商，东方甄选成长恰逢其时。**在规模上，21年绿色产品和有机产品市场规模销售额分别为5219/952亿，全国绿色有机地理标志农产品产品总数超过6.3万个**，地标农产品可挖掘空间大。**在价值上**，东方甄选通过自营模式切入农产品自营品牌，依托自身品牌认知，降低消费者选择成本，赋能农产品流通，在产业链中价值突出。
- 产品和供应链仍有提升空间，主动流量和内容投入有望助力渠道拓展。**短期来看，东方甄选的成长性，**来自于矩阵账号的品类拓展**，购物节模式带来流量显著增长，相比同类直播间仍未穷其所有。从中期来看，对标头部渠道品牌，在SKU和供应链体系仍有差距，公司加大自营产品和供应链体系的搭建，疫情影响减弱后，有望带来销售额的向上弹性。**长期来看**，渠道拓展依然是公司最具有成长性的看点，优质的内容投入维系核心消费者用户认知，主动的流量投入依然是备选手段，产品、供应链、内容和流量为公司后期成长奠定更高的安全垫。

### 投资建议与投资标的

- 地标农产品品牌化上行趋势确定**，国家通过产品目录、标准认证等手段已经提升上游的标准化和品牌化能力，上游松散和规模有限议价能力弱，渠道品牌提升农产品效率作用突出。东方甄选定位为农产品科技公司，地标农产品的非标属性与内容电商高度适配度，同时依托优质的内容，实现了品牌、流量、销量的共振，在抖音内部异军突起。短期来看，我们看好东方甄选品牌在抖音生态内品类拓展带来的高速增长，中长期来看，自营SKU和供应链能力持续发力，伴随着内容投入，农产品渠道品牌领军地位稳固后，多渠道拓展有望成功，长期成长性突出。建议关注东方甄选的控股公司新东方-S(09901，买入)及新东方在线(01797，买入)。

### 风险提示

- 生态内流量不稳定，整体流量增长有限，农产品电商增长不及预期
- 监管政策趋严、行业竞争加剧

### 行业评级

看好（维持）

国家/地区

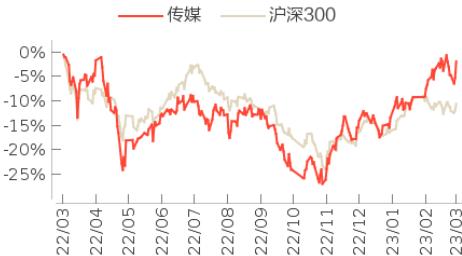
中国

行业

传媒行业

报告发布日期

2023年03月02日



### 证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
吴从露	wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520020003 香港证监会牌照：BQJ931
詹博	021-63325888*3209 zhanbo@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521110001

### 相关报告

以东方甄选和刘畊宏为例，内容属性在短视频生态中冷启动的竞争能力 2022-06-15

## 目 录

1. 抖音内部直播间竞争激烈，东方甄选脱颖而出.....	5
1.1 平台重视品牌直播发展，中腰部达人竞争激烈 .....	5
1.2 东方甄选兼具“达人”和“品牌”的双重属性.....	7
2. 内容竞争力强：底蕴深厚，供给创新能力强.....	10
2.1 从流量数据来看，东方甄选为抖音内的内容头部.....	10
2.2 高频持续：人才底蕴和内容设计构筑流量基本盘.....	11
2.3 低频爆款：名人访谈与外景出游助力内容出圈 .....	12
3. 品类趋势清晰：地标农产品上行，东方甄选卡位内容渠道品牌.....	14
3.1 三品一标带动推动农产品上行，可测 SKU 超 6 万.....	14
3.2 地标属性构成农产品非标特征，适配内容电商 .....	16
3.3 渠道在产业链中地位突出，东方甄选抢占先机 .....	17
4. 成长性：跨品类的账号具有成长性，产品和供应链是内功 .....	19
4.1 抖音内矩阵账号，跨品类依然具有成长性 .....	19
4.2 产品和供应链是基础，流量+品牌助力渠道拓展 .....	21
4.2.1 SKU 和供应链能力是短期发力重点	21
4.2.2 内容投入品牌上行，奠定渠道拓展基础	22
5. 投资建议 .....	23
风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1: 2020 及 2021 年 6 月抖音主要行业企业号对比 .....	5
图 2: 抖音每月 GMV Top 500 账户中品牌自播账号的个数 .....	5
图 3: 22Q1/Q2 TOP50 达人带货季度结构性同比增速 .....	5
图 4: KOL 进入带货排名前 10/20 频次分布 (单位: 次数, 20 年 10 月以来 21 个月) .....	6
图 5: 22 年东方甄选部分排班表 .....	9
图 6: 东方甄选自用品 GMV 占比 (22 年 6-10 月) .....	9
图 7: 东方甄选直播间人均停留时长 (22 年 6/1-8/17) .....	10
图 8: 主播的才艺表演和优质短视频内容 .....	11
图 9: 董宇辉语录 .....	11
图 10: 竖屏中视频内容 .....	11
图 11: 横屏中视频内容 .....	11
图 12: 国家农产品品牌体系 .....	14
图 13: 17-21 年我国有机产品销售额 (亿元) .....	15
图 14: 16-21 年中国绿色食品行业与销售额 .....	15
图 15: 抖音电商和快手电商的 GMV 品类构成 (2021 年 5.24-6.20, 非标占比高) .....	17
图 16: 2012-2021 年农业企业注册数持续增长 .....	17
图 17: 农业企业注册资本分布 (22 年 5 月 11 日统计) .....	17
图 18: 农产品主要认证体系 .....	18
图 19: 21 年地标农产品区域分布 .....	18
图 20: 东方甄选与农产品企业合作渠道图 .....	18
图 21: 美丽生活 10 月 26 日带货出货曲线 .....	20
图 22: 百万粉丝美妆达人带货 GMV 区间频次分布 (场次) .....	20
图 23: 直播间订单转化率和观看人次 (万) .....	22
图 24: 三只松鼠在内容和品牌广告的投入 .....	23
 表 1: KOL 排名频次 (单位: 次数, 20 年 10 月以来 21 个月) .....	6
表 2: 头部达人带货 GMV (万元) .....	7
表 3: 达播和店播的主要区别 .....	8
表 4: 抖音 Top 100 品牌自播和 Top 100 达人直播间的指标统计 (品牌自播: 2021/12/13-2022/1/12、达人直播: 2021/12/20-2022/1/21) .....	8
表 5: 东方甄选体系化的直播时长和直播场次 (22 年 7 月) .....	9
表 6: 抖音 22 年 7 月 GMV Top 100 账号近 30 天直播流量统计 .....	10
表 7: 22 年部分明星助阵直播间效果统计 (万) .....	12
表 8: 东方甄选邀请名人助阵效果 (截至 22 年 11 月 7 日, 万) .....	13

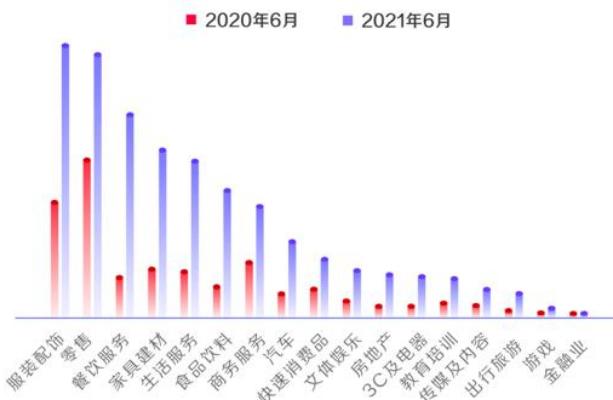
表 9：东方甄选户外直播活动（截至 22 年 11 月 14 日） .....	13
表 10：主要农业品牌化梳理 .....	14
表 11：国家农产品品牌体系具体内涵 .....	15
表 12：中国农业品牌目录 2019 农产品区域公用品牌（部分截取） .....	16
表 13：各家平台农产品销售情况汇总 .....	17
表 14：22 年美丽生活购物节活动 .....	19
表 15：美妆购物节品类价格对比 .....	20
表 16：对比同类型垂类账号(单位：万) .....	21
表 17：各平台东方甄选粉丝量情况 .....	21
表 18：其他渠道品牌 .....	22

## 1. 抖音内部直播间竞争激烈，东方甄选脱颖而出

### 1.1 平台重视品牌直播发展，中腰部达人竞争激烈

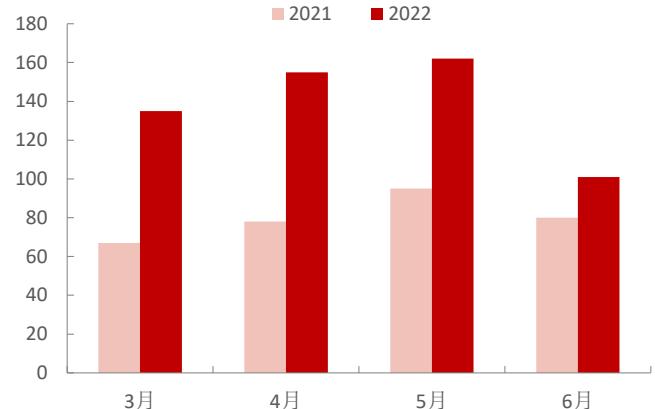
**达人直播 vs 品牌自播的变化趋势：品牌自播的增长速度更快。**抖音的电商业务是 2020 年初正式开始发力，最初是力推达人直播（典型案例是“罗永浩”成为抖音头部电商主播），平台涌现出一批专业的电商达人，部分达人到今天仍然是平台的头部主播，且达人主播也始终是抖音电商生态的重要构成。而进入 2021 年，品牌自播变成平台发展的重点方向，以 Teenie Weenie、太平鸟为代表的一系列品牌，和鸭梨互动、亮剑互娱等抖音服务商合作，实现了粉丝数和 GMV 的快速增长，大量品牌企业也在 2021 年开始进驻抖音开启电商经营，一个侧面的数据可以印证：2020 年 12 月进驻抖音的企业号只有 500 万个，而到了 21 年 6 月份达到了 800 万个（如下图，其中数量最多的是服装配饰企业），我们认为这和大量企业开始利用抖音企业号进行品牌自播有关。另一个证据是来自头部电商账号的构成，我们统计了抖音各月份 GMV Top 500 账号中品牌自播账号的数量，可以发现 2022 年 3-6 月的 Top 500 账号中，品牌自播账号的数量占比均高于 2021 年。

图 1：2020 及 2021 年 6 月抖音主要行业企业号对比



数据来源：巨量算数，东方证券研究所

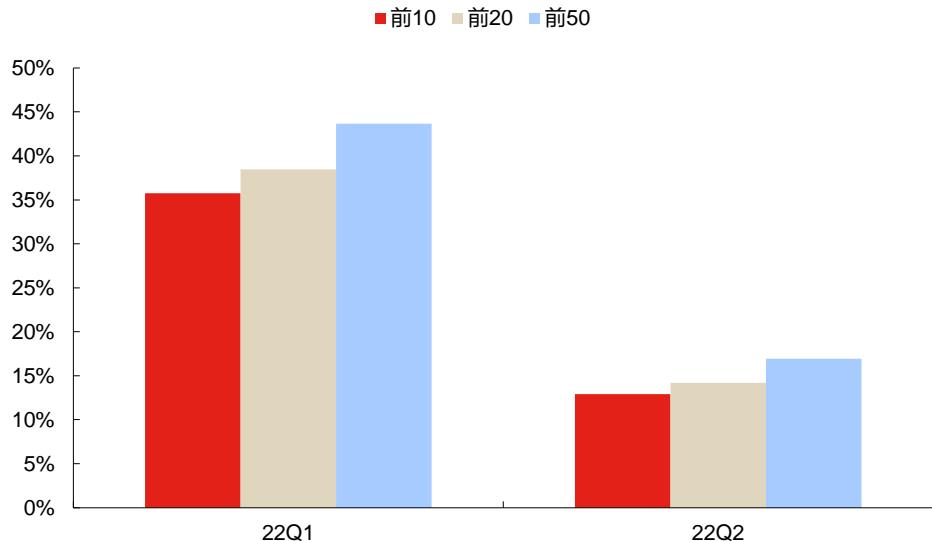
图 2：抖音每月 GMV Top 500 账户中品牌自播账号的个数



数据来源：壁虎看看，东方证券研究所

**达人电商的生态特征：超头部达人的增速逐渐放缓，预计弱于大盘增速。**结合壁虎看看的数据，前 50 达人 22Q2 销售额在疫情影响下，同比增长达到 17%，结构上可以看到头部达人增速慢于中腰部达人，预计头部达人整体增速低于抖音电商大盘增速。

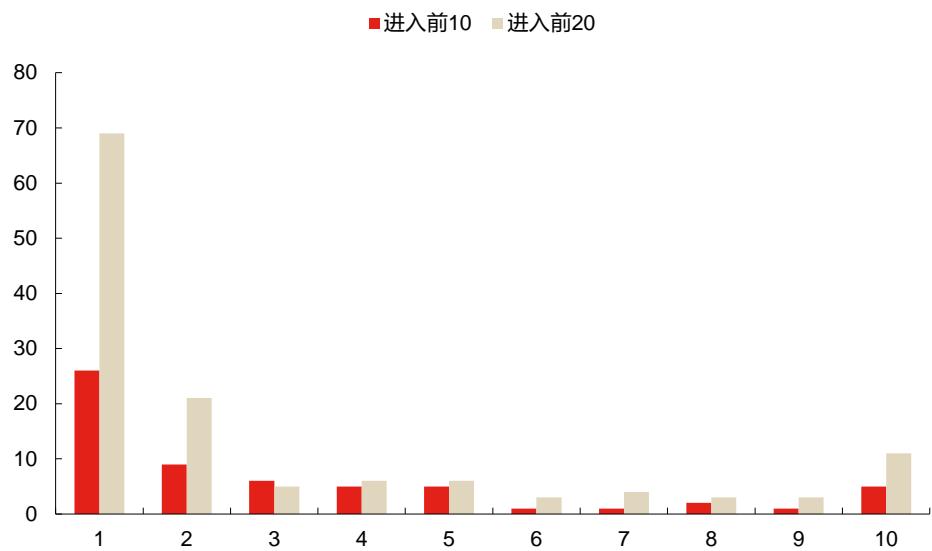
图 3：22Q1/Q2 TOP50 达人带货季度结构性同比增速



数据来源：壁虎看看、东方证券研究所

**超头部电商达人的竞争格局：较为稳固。**从历史数据来看，达人竞争激烈，但形成了极少数的头部达人。以进入带货前 20 和前 10 作为竞争烈度的评价指标，可以看到从 20 年 10 月（包含 21 个月）以来，排行榜中竞争激烈，内部达人持续更新换代。有 69 位达人仅进入带货排名前 20 名一次，26 位达人进入前 10 名一次。中腰部达人激烈的同时，反而出现 3-5 个头部达人，长期稳定在榜单前位，分别为罗永浩、董先生、邱莹莹、广东夫妇、贾乃亮等。

图 4: KOL 进入带货排名前 10/20 频次分布 (单位: 次数, 20 年 10 月以来 21 个月)



数据来源：壁虎看看、东方证券研究所（横坐标为进入前 10/20 次数、纵坐标为该条件下达人次数）

表 1: KOL 排名频次 (单位: 次数, 20 年 10 月以来 21 个月)

KOL	排名前 10	概率	排名前 20	概率
罗永浩	19	90%	19	90%
邱莹莹	13	62%	17	81%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

董先生珠宝	12	57%	13	62%
广东夫妇	10	48%	14	67%
贾乃亮	10	48%	10	48%
陈三废	9	43%	15	71%
罗拉密码	8	38%	10	48%
朱梓骁	8	38%	12	57%
千屿 sheila	7	33%	12	57%
张庭	6	29%	9	43%

数据来源：壁虎看看、东方证券研究所

**头部达人边际上增长放缓，带货规模具有持续性。**从带货体量来看，头部达人带货体量具有持续性，带货规模长期保持较高的体量。边际增长情况，2Q 主要受到疫情的影响和东方甄选的异军突起，部分达人销售额有所下降。

**表 2：头部达人带货 GMV ( 万元 )**

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
广东夫妇	20594	52500	59657	64400	100800	69600	71586
yo <sup>y</sup>					389%	33%	20%
董先生珠宝			89200	130000	60600	41798	83000
yo <sup>y</sup>							-7%
罗永浩	79899	71300	115700	148700	184600	132200	101400
yo <sup>y</sup>					131%	85%	-12%
邱莹莹	5555	26382	28804	54300	119400	71000	54800
yo <sup>y</sup>					2050%	169%	90%

数据来源：壁虎看看、东方证券研究所

## 1.2 东方甄选兼具“达人”和“品牌”的双重属性

目前内容电商生态中，从直播账号的属性的角度来分类，可以分为：达人、品牌店播两大类。其中：

- **达人直播：**简称“达播”，账号对应的是一个或几个具体的人物，特点是内容属性更强；达人通常没有自己的供应链和货盘，而是销售不同品类、不同渠道、不同品牌的商品，相比单一品牌的店铺账号，其直播间的品类、SKU 更丰富。达人主播中，也会有不同的分类，其内容属性和电商属性的强弱会有所不同。而对于电商属性较强的达人主播，其对消费者和供应商的主要价值在于其选品能力，以及通过达人对商品、用户的认知和讲解，消除用户和商品供应商之间的信息不对称，一方面，可以减少用户的消费决策成本；另一方面，也可以通过对商品、商家的选择帮助市场完成优胜劣汰，使符合市场需求的产品和商家得到合理的回报。
- **品牌自播：**简称“店播”，账号对应的是某个单一品牌或某个集团下的多个品牌。这类直播间的内容属性稍弱（虽然品牌账号也可以有自己的“人设”，但通常其内容属性仍然会弱于达人直播间），直播间销售的主要是自己品牌的商品，所以拥有自己品牌最全、最新的SKU，但是由于只有单一品牌，因此直播间整体的品类和SKU丰富度不如达人直播间。但品牌通常对自身的商品最了解，讲解的专业度也较高，直播间的标签及目标人群相比达人更加单一。

而清晰，用户进入直播间的目的一相对明确；同时链路更短，达播的直播间是“商品-达人-消费者”，而品牌店播直播间是“商品-消费者”，因此品牌直播间的流量转化效率较高。

表 3：达播和店播的主要区别

特征	达人直播	品牌自播
内容属性	强	稍弱
商品来源	通常是非自有渠道	通常是自有渠道
商品丰富度	高	稍低
转化购买效率	低	高

备注：我们只是做了较为笼统的归类，实际情况会更加复杂和多样，上述特点未必适合所有的达人、或店播账号。

数据来源：东方证券研究所绘制

从流量属性来看，东方甄选具有“达人”直播强内容属性，人均停留时长，商品丰富度高，相对较低的流量利用效率：

- 1 ) 达人直播间的人均停留时长高于头部品牌自播的直播间，达人直播间人均停留的中位数是 119 秒，而品牌只有 70 秒，一定程度上证明其有更强的内容属性；
- 2 ) 达人直播间商品丰富度更高，其单场直播的商品数高于品牌自播：达人直播间的商品数的中位数是 49 件，而品牌为 40 件；
- 3 ) 达人直播间的流量利用效率相较品牌直播间更低：我们计算了各直播间的总时长（= UV × 人均停留时长），并比较了达人和品牌直播间单位时长内的成交效率，可以发现，从中位数来看，进入达人直播间的每个人、每停留 1 分钟就会消费 1.71 元，而在品牌直播间里，这个数字是 2.43 元。部分原因可能是一些用户进入达人直播间的目的一完全是为了商品，也有可能是因为内容。

东方甄选在各项流量指标上更加接近达人账号：在 22 年 8/18 的近 30 日内，其直播间人均停留时长较长（中位数达到 196 秒），上架商品比较丰富（单场直播上架商品中位数约为 120），而流量的利用相对较低（中位数约 0.3 元/人/min）。

表 4：抖音 Top 100 品牌自播和 Top 100 达人直播间的指标统计（品牌自播：2021/12/13-2022/1/12、达人直播：2021/12/20-2022/1/21）

百分位	UV (万人)		人均停留时长 (s)		单场直播商品数 (个)		流量利用效率 (元/人/min)	
	品牌	达人	品牌	达人	品牌	达人	品牌	达人
10%	1.9	5.1	34	66	10	14	0.92	0.45
20%	3.7	10.7	42	79	19	21	1.31	0.74
30%	5.9	17.8	52	90	26	31	1.65	1.04
40%	8.5	28.6	61	104	33	39	2.00	1.36
50%	12.1	41.5	70	119	40	49	2.43	1.71
60%	16.2	59.9	76	132	50	62	3.04	2.13
70%	21.7	83.3	81	147	64	79	4.10	2.71
80%	30.2	123.6	87	164	81	97	6.11	3.61
90%	49.2	227.7	105	202	98	118	10.22	5.58

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：壁虎看看，东方证券研究所（UV 为 Unique Visitor 缩写，表示独立访客，用于统计看过直播的人数）

**从管理体系来看，东方甄选具有“品牌”直播产品体系和直播体系，自营产品供应链能力强，直播场次输出能力持续，达人管理体系化。**

- 1) 构建品牌形象：**通过内容设计、产品自营将东方甄选的品牌凝固在平台上，降低对达人的依赖程度，公司自营品 GMV 占比已经超过 30%。
- 2) 直播内容管理：**东方甄选在直播场次和直播时长上远超其他头部达人账号，已经形成了相对标准化的管理流程。
- 3) 主播达人管理：**结合主播热度、品类特点、运营要求，对达人进行排班，并给予年轻主播出场机会，形成老带新的保证直播间生命力。

**表 5：东方甄选体系化的直播时长和直播场次（22 年 7 月）**

分位数	场均直播时长 (h)	日均直播时长 (h)	场次
10%	2.0	1.0	12.0
20%	2.3	1.3	14.8
30%	2.9	1.6	17.7
40%	3.3	2.0	20.6
50%	3.6	2.4	25.5
60%	4.1	2.8	29.4
70%	4.5	3.5	38.3
80%	5.3	4.6	45.4
90%	7.0	5.9	68.8
<b>东方甄选</b>	<b>16.8</b>	<b>16.8</b>	<b>31.0</b>

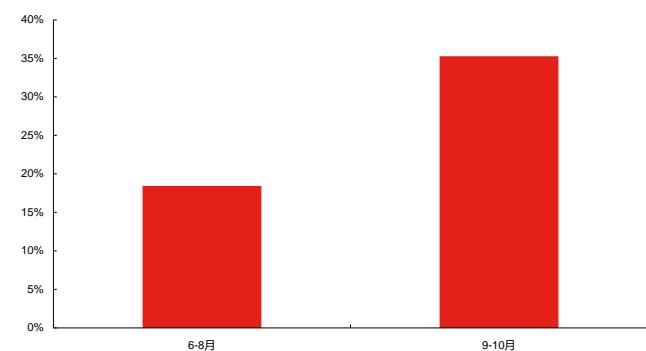
数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所

**图 5：22 年东方甄选部分排班表**

时间	9月5日	9月6日	9月7日	9月8日	9月9日	9月10日	9月11日
6:45-9:00	甄选号周一 帆帆	甄选号周二 YOYO	甄选号周三 帆帆	甄选号周四 YOYO	甄选号周五 帆帆	甄选号周六 YOYO	甄选号周日 帆帆
9:00-11:00	冬冬	77	YOYO	77	YOYO	帆帆	
11:00-13:00	领领	明明	明明	明明	明明	明明	明明
13:00-15:00	77	YOYO	鹏鹏	鹏鹏	冬冬	YOYO	
15:00-17:00	帆帆	天权	YOYO	鹏鹏	77	77	
17:00-19:00	鹏鹏	鹏鹏	天权	天权	鹏鹏	冬冬	
19:00-22:00	领领	明明	宇辉	宇辉	宇辉	宇辉	
22:00-24:30	鹏鹏	天权	鹏鹏 (1.5) + 鹏鹏	明明 (1.5) + 鹏鹏	明明 (1.5) + 天权	明明 (1.5) + 天权	
停播							
当日休息	明明 YOYO 甜甜 帆 帆帆 冬冬 77 天权	宇辉 大琪 冬冬 彭彭 帆帆	77 大琪 冬冬 77 鹏鹏	鹏鹏 重重 淑淑 小鹤 帆帆	重重 淑淑 飞飞 帆帆	重重 淑淑 飞飞 帆帆	

数据来源：东方甄选官网、东方证券研究所

**图 6：东方甄选自营品 GMV 占比（22 年 6-10 月）**



数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所

**回顾来看，东方甄选已经从早期的快速出圈，逐步进入了深度运营阶段，“达人”+“品牌”的底层属性为公司长期增长奠定了构架基础。基于此，我们在后文主要对公司空间、竞争力和成长性探讨长期的投资价值。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 2. 内容竞争力强：底蕴深厚，供给创新能力强

### 2.1 从流量数据来看，东方甄选为抖音内的内容头部

**直播间高质量内容造就【高观看量+长时间人均停留】，流量已经位列平台头部。**如果从 30 天内的累计观看人次来看，“东方甄选”的 6 亿累计观看人次排名第一（只有 6 个账号 30 日观看人次破亿），远超 Top 100 账号的中位数 1700 万。如果从场均的观看人次的维度比较，可以发现“东方甄选”的场均观看人次同样远超 Top 100 账号的中位数，在 7 月的所有账号中仅次于贾乃亮、疯狂小杨哥（但贾乃亮、疯狂小杨哥的直播频次远没有东方甄选高）。另外，在超高观看人次的同时，“东方甄选”还维持着较高的人均停留时长，其 6 月至今的人均停留时长中位数超过 3 min，即使和其他抖音头部达人相比，仍然十分有竞争力。在此如此高观看人次的情况下，仍然能让用户在直播间有长时间的停留，说明其直播间内容的高质量。

表 6：抖音 22 年 7 月 GMV Top 100 账号近 30 天直播流量统计

分位数	30 日累计观看人次 (万)	场均观看人次 (万)	场均直播时长 (h)	每小时观看人次 (万/h)
10%	413	12	2.0	2
20%	713	22	2.3	5
30%	1,032	33	2.9	7
40%	1,409	47	3.3	12
50%	1,767	60	3.6	20
60%	2,175	92	4.1	29
70%	3,278	123	4.5	49
80%	4,268	181	5.3	68
90%	6,974	363	7.0	129
<b>东方甄选</b>	<b>60,196</b>	<b>1,942</b>	<b>16.8</b>	<b>115</b>

数据来源：蝉妈妈，东方证券研究所

图 7：东方甄选直播间人均停留时长（22 年 6/1-8/17）



数据来源：蝉妈妈，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 2.2 高频持续：人才底蕴和内容设计构筑流量基本盘

主播人才能力出众，内容团队设计能力强。经典语录层出不穷，东方甄选优质主播常常能脱口而出形成经典金句，既有深沉的思考，也有诙谐的搞笑段子，来自于主播自身的知识底蕴。日常直播中主播的才艺展示，东方甄选的主播团队在知识丰富度和个人才艺上都有突出特点，以新晋主播超凤为例，舞蹈乐器都有所精通。剪辑短视频内容，也截取了直播的精彩瞬间，结合抖音的推荐算法实现维持用户粘性的同时低成本依托内容获客。

图 8：主播的才艺表演和优质短视频内容



数据来源：东方甄选官网、东方证券研究所



图 9：董宇辉语录

1/30

当你背单词时，阿拉斯加的鳕鱼正跃出水面；当你算数学时，南太平洋的海鸥正掠过海岸；当你晚自习时，地球的极圈正五彩斑斓；但少年，梦要你亲自实现，世界你要亲自去看。未来可期，拼尽全力！当你为未来付出踏踏实实努力的时候，那些你觉得看不到的人和遇不到的风景都终将在你的生命里出现。

2/30

短期拼智力、中期拼毅力、长期拼体力。不要觉得自己落后了，用马拉松的心态，过自己的一生，你慢了一时一分，别焦虑。要看你我是否七八十岁，还有扛着锄头上山种橙子的那种勇气。

3/30

人间的美好，是3月的风，6月的雨，9月的云和12月的雪。

数据来源：东方甄选官网、东方证券研究所

外部引入优秀人才，奠定长期内容能力。从公众号视频内容来看，东方甄选已经形成了横屏+竖屏综合内容的制作能力。外景活动也非常丰富，内容团队会针对性的进行内容设计，在山东外景场设计了早场看日出、非遗传承人的节目表演，实现了内容多样性和差异化。在人才资源上，公司外部引进央视主持人张晓楠，并成立北京和光东方文化传播有限公司，构建内容制作体系。我们预计在后续持续的运营中，更多丰富优质的中长视频内容将带动公司流量的稳定提升。

图 10：竖屏中视频内容

让我们感动的是，广大网友，甚至很多山东本地的朋友们表示，他们在东方甄选的直播间，第一次认识、喜欢上了山东的璀璨文化。

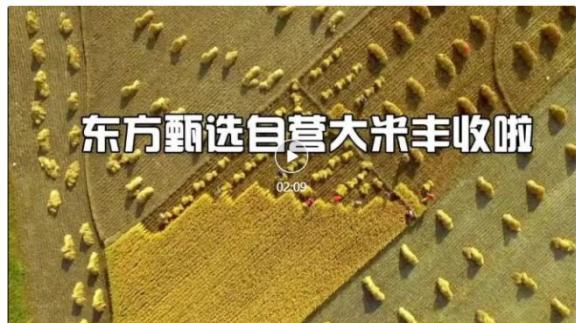


视频 | 山东非物质文化遗产集锦

数据来源：东方甄选公众号、东方证券研究所

图 11：横屏中视频内容

不久前，东方甄选的主播乐乐和摄影团队，来到了黑龙江省五常市的大米产地，实地实拍，亲身体验收稻工作。



视频 | 东方甄选团队来到大米原产地实地拍摄

数据来源：东方甄选公众号、东方证券研究所

## 2.3 低频爆款：名人访谈与外景出游助力内容出圈

稳态下，主播通过邀请明星助阵可以达到短期增长粉丝和销量的目的。董先生、衣哥等头部主播的粉丝量已经接近天花板，在有明星助阵的直播场次观看人次远高于无明星助阵场次，可实现当日粉丝平均 1%的增量，同时也能获得高于日均水平的 GMV，但在没有明星助阵的直播场次粉丝及销量增长不明显，甚至有轻微掉粉现象。

表 7：22 年部分明星助阵直播间效果统计（万）

主播	日期	明星	GMV	180 日均 GMV	观看人次	日均观看人次	当日新增粉丝数	前一天新增粉丝数	比例
董先生	2022/7/19	四火姐姐张桃琰	2460		1568		14.0	-1.5	0.6%
	2022/7/3	江疏影	4242		3655		36.8	-2	1.6%
	2022/6/28	水木年华	2466		1283		8.8	-2.5	0.4%
	2022/6/14	宣萱	3842		2011		22.7	-1.5	1.1%
	2022/6/5	张雨绮	3506		1780		43.3	-1.6	2.1%
	2022/5/24	郑元畅	3046		1605		23.0	-1.8	1.1%
	2022/5/3	刘美含	1377	2551	660	1091.7	3.8	-1.9	0.2%
	2022/3/10	谭凯	3600		1173		22.4	-0.4	1.2%
	2022/1/3	郑恺	2653		1068		6.9	-1.9	0.4%
	2021/9/25	赵雅芝	10800		2706		63.3	1.4	4.3%
	2021/9/23	张俪	8105		1750		22.7	-0.7	1.7%
	2021/9/17	朱梓骁	12300		2270		47.9	-2.1	5.7%
	2021/9/9	张柏芝	2789		2134		21.1	-1.3	1.2%
	2021/9/4	舒畅	2364		2173		68.0	-0.1	1.0%
衣哥	2022/7/31	马景涛	1802		1308		31.8	-1.3	0.3%
	2022/7/17	钟丽缇	4711		2829		26.0	-1.3	1.2%
	2022/7/10	许文广、赵珂	3201		2388		8.5	2.9	0.8%
	2022/7/3	柳岩	3794		1913		31.1	-1.4	0.7%
	2022/6/25	赵雅芝	6238		2773		20.7	-0.5	1.4%
	2022/6/18	金巧巧	3904	1593	2611	829.4	16.1	-1	1.3%
	2022/6/12	董洁	5072		2078		34.8	-1.2	0.7%
	2022/5/28	樊少皇	2629		1371		30.4	-1.5	0.3%
	2022/5/20	汤镇业	5221		2019		15.6	-1.3	0.6%
	2022/5/16	黄奕	4043		3450		7.0	-1.3	1.8%
	2022/5/8	温碧霞	2460		1182		13.7	-1.5	2.6%
	2022/4/25	黄晓明	4242		420		41.0	0.9	0.5%
主持人沈涛	2022/6/15	吉克隽逸	1780	639.6	492	362.3	25.8	0.8	0.1%
	2022/5/26	王霏霏	832		320		5.2	-0.2	0.0%
大 LOGO 吃遍中国	2022/6/18	徐冬冬	1295	372.7	872	198.1	2.2	-0.9	0.3%
刘媛媛	2021/12/11	王濛	1355	682.3	1568		0.5	0.7	0.6%
	2021/11/6	杨超越	1786		3655		3.8	1.3	1.6%

数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所（比例为当日新增粉丝数/当日粉丝数）

不在意短期流量，进入稳态运营阶段后，东方甄选通过名人作家引入已构建起爆款内容的差异化竞争力。不同于其他内容达人在增长末期，通过引入明星追求短期关注，带动短期 GMV 增长。东方甄选当前粉丝仍未到天花板，名人助力形成了独特内容风格，进入 8 月份稳态运营以来，优

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

质作家做客直播间依然能带来更高粉丝和观看人次的增长，但短期 GMV 影响有限，从长期来看内容的持续性大于短期 GMV 销售额。

表 8：东方甄选邀请名人助阵效果（截至 22 年 11 月 7 日，万）

	日期	当天新增粉丝数	前一天新增粉丝数	后一天新增粉丝数	GMV (万)	观看人次: 万	人气峰值 (万)
陈行甲	22/6/15	187.6	188.0	423.5	4204	3166	61.1
岳南	22/7/10	16.9	20.3	9.6	2285	2100	50.4
陈佩斯	22/7/29	5.7	9.1	6.4	2148	1925	45.9
刘润	22/7/30	7.5	5.7	4.9	2082	2450	33.6
王立铭	22/8/7	3.2	3.4	3.2	1453	1938	16.3
古天乐	22/8/11	12.7	2.9	2.0	1838	2534	66.6
薛兆丰	22/8/14	4.2	8.4	3.5	2082	1928	32.7
梁晓声	22/8/16	4.8	3.5	3.7	2472	1947	35.3
麦家	22/8/21	6.9	3	9.8	2921	2148	41
赵霁	22/8/24	5	9.5	3.7	2435	1859	23.7
郭建龙	22/8/25	3.7	5	2	1941	1397	22.9
张晓萌	22/8/30	6.5	6.8	4.9	2214	1743	31.9
刘震云	22/9/4	4.9	13.3	1.4	2095	1663	24.8
六神磊磊	22/9/7	5.5	4.6	5.4	2764	1806	32.2
王志纲	22/9/14	2.3	2.3	1.4	1931	1230	31.3
周成刚	22/9/16	2.6	1.4	2.9	2245	1421	28.9
樊登	22/9/20	6.2	2.9	3.7	2205	1480	43.1
倪萍	22/9/30	11.6	4.7	3.4	3360	2270	54.4
毕淑敏	22/11/6	5.8	4.9	3.2	2992	1770	41.2
8-10 月平均值	-	4.3	-	-	2478	1578	-

数据来源：蝉妈妈，东方证券研究所

符合农产品特色的外景主题运营已经成为东方甄选的特色。东方甄选内容设计、场景布局、产品选取外景产地形成了有机的结合，调动观众参与的积极性。从结论来看，六场的外景都获得了良好的成绩，10 月 29 日的山东行直播带来了 GMV1 亿的突破和 4000 多万的观看人次。

表 9：东方甄选户外直播活动（截至 22 年 11 月 14 日）

	日期	当天新增粉丝数 (万)	GMV (万)	观看人次 (万)	人气峰值 (万)
北京平谷行	2022/7/17	6.9	1706.37	2473	
黑龙江行	2022/7/26 牡丹江站	12.7	3767.62	3063.1	
	2022/7/28 哈尔滨站	9	2631.37	2414.1	
陕西行	2022/8/13	8.4	4202.56	3654.4	
多彩贵州行	2022/9/3	13.3	7476.05	3873.6	38.3
寻味西北， 云游丝路	2022/9/24	10	7923.06	2344.1	22.1
齐鲁山东行	2022/10/29	15.9	11768.78	4058.2	37.3
	2022/10/30	5.2	4039.36	2060.9	15.6

数据来源：蝉妈妈，东方证券研究所

综合来看，基于新东方的优质师资和内容基因，东方甄选内容输出质量上，显著高于抖音生态的其他达人直播间，带来更长的用户停留时长。在高频内容方面，不断优秀的主播脱颖而出是保证

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

流量稳定的基础，通过依托低频的访谈和外景等爆款内容，持续扩大直播间影响力，内容竞争力具有持续性。

### 3. 品类趋势清晰：地标农产品上行，东方甄选卡位内容渠道品牌

本章主要探讨东方甄选渠道价值和长期空间，我们发现农产品工业化品牌化在市场和政府的持续推动下，已经出现了工业化早期的雏形。内容电商的属性天然适配非标品销售，农产品受地理因素导致产业供给分散且难以标准化，长尾商品依托内容电商个性推荐的能力，有望成为直播间重要品类。

#### 3.1 三品一标带动推动农产品上行，可测 SKU 超 6 万

国家层面深入实施品牌强农战略，助力农业农村现代化。自农业农村部将 2017 年为“农业品牌推进年”以来，我国高度重视农业品牌建设，相继出台相关政策。在各级政府、行业协会和市场主体的积极探索与共同推动下，中国农业品牌快速发展，并形成一系列的评价体系。

表 10：主要农业品牌化梳理

时间	国家政策
2005 年	中共中央、国务院发布 2005 年中央一号文件，加快推行原产地等标识制度，整合特色农产品品牌，支持做大做强名牌产品。
2007 年	农业部印发《中国名牌农产品管理办法》，整合特色农产品品牌，支持做大做强名牌产品，保护农产品知名品牌。
2016 年	国务院印发《关于发挥品牌引领作用推动供需结构升级的意见》，明确提出农业品牌建设路径。
2017 年	中共中央、国务院发布 2017 年中央一号文件，“推进农产品区域公用品牌建设”首次写入中央一号文件；农业农村部将 2017 年确定为“农业品牌推进年”，组织召开全国农业品牌推进大会，为农业品牌建设指明了方向。
2018 年	农业农村部印发《关于加快推进品牌强农的意见》，明确了品牌强农的主攻方向、目标任务和政策措施。
2019 年	农业农村部发布《中国农业品牌目录制度实施办法》《中国农产品区域公用品牌建设指南》等文件，启动中国农业品牌目录制度建设，旨在构建现代农业品牌管理体系，引导规范农业品牌建设。
2020 年	中共中央、国务院颁发《关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》（2020 年中央一号文件），继续调整优化农业结构，加强绿色食品、有机农产品、地理标志农产品认证和管理，打造地方知名农产品品牌。
2021 年	农业农村部研究制定《农产品区域公用品牌建设指南》，建立农产品区域公用品牌建设标准，积极引领带动农业品牌健康有序发展。
2022 年	农业农村部办公厅印发《农业品牌精品培育计划（2022-2025 年）》，打造精品区域公用品牌。

数据来源：农业部、东方证券研究所

**地标属性是农产品品牌化的重要途径。**国家形成了三品一标的评价指标，并筛选形成区域公用品牌，企业品牌和产品品牌，目标 2025 年打造国家级农产品区域公用品牌 300 个、企业品牌 500 个、农产品品牌 1000 个，绿色食品、有机农产品、地理标志农产品数量达到 6 万个以上，食用农产品达标合格证制度试行取得积极成效。

图 12：国家农产品品牌体系



数据来源：农业部、东方证券研究所

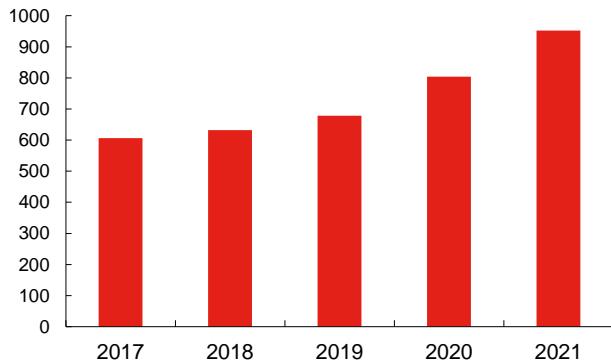
**表 11：国家农产品品牌体系具体内涵**

品牌体系	标准及内涵
农产品区域公用品牌	是在一个具有特定自然生态环境、历史人文因素的区域内，由相关组织所有，由若干农业生产经营者共同使用的农产品品牌。该类品牌由“产地名+产品名”构成，原则上产地应为县级或地市级，并有明确生产区域范围，注重区域公用品牌形象的塑造、推广和保护。
中国农业企业品牌/农产品品牌	须取得合法有效的商标注册（在有效期内），且商标注册人为品牌所有者，建立品牌培育管理体系或制度，拥有品牌标志、标识语等，注重品牌形象与品牌传播。
	品牌产品须获得绿色食品、有机产品或良好农业规范（GAP）认证之一（在有效期内），具有连续三年（含）以上的市场交易行为。可通过二维码等包装信息进行质量安全追溯。
“三品一标”	2008年《农业部办公厅关于加强品牌农产品监督管理工作的通知》提出农产品“三品一标”为绿色食品、有机农产品、无公害农产品和地理标志农产品。 2019年经《农业农村部办公厅关于加快推进承诺达标合格证制度试行工作的通知》等文件修改更迭，农产品“三品一标”为绿色食品、有机农产品、承诺达标合格证和地理标志农产品。

数据来源：农业部、东方证券研究所

**“三品一标”是品牌农产品的SKU基本库，市场规模超千亿。**“三品一标”为“绿色食品、有机农产品、地理标志农产品、食用农产品达标合格证”，将其作为“品牌入场券”，给农产品设定了标准，是品牌化的起点。从绿色食品行业来看，行业销售额从2016年的3866亿元增长至2021年的5219亿元。从有机产品行业来看，有机产品销售额从2017年的607亿元增长至2021年的952亿元。全国绿色有机地理标志农产品总数，从2018年底的3.78万个，增长22年8月底的6.3万个，农业农村部计划于2025年达到7万个，增长空间可观。

**图 13：17-21 年我国有机产品销售额（亿元）**
**图 14：16-21 年中国绿色食品行业与销售额**



数据来源：2022 年度《中国有机产品认证与有机产业发展报告》、东方证券研究所



数据来源：中国绿色食品发展中心、东方证券研究所

### 3.2 地标属性构成农产品非标特征，适配内容电商

**农产品具有显著的非标品属性，区域性分割是重要的因素。**“橘生淮南则为橘，橘生淮北则为枳”，地理分割带来丰富差异化的农产品供给。依据欧特欧咨询数据，国家农业部认定的农产品区域公用品牌有近 2700 个（截至 2022H1）。农业农村部发布的最新数据显示，截至 8 月底，全国绿色有机地理标志农产品产品总数超过 6.3 万个。我国各地农产品地方特色鲜明，生产和销售都存在非标准化、区域化、分散化的特点。

表 12：中国农业品牌目录 2019 农产品区域公用品牌（部分截取）

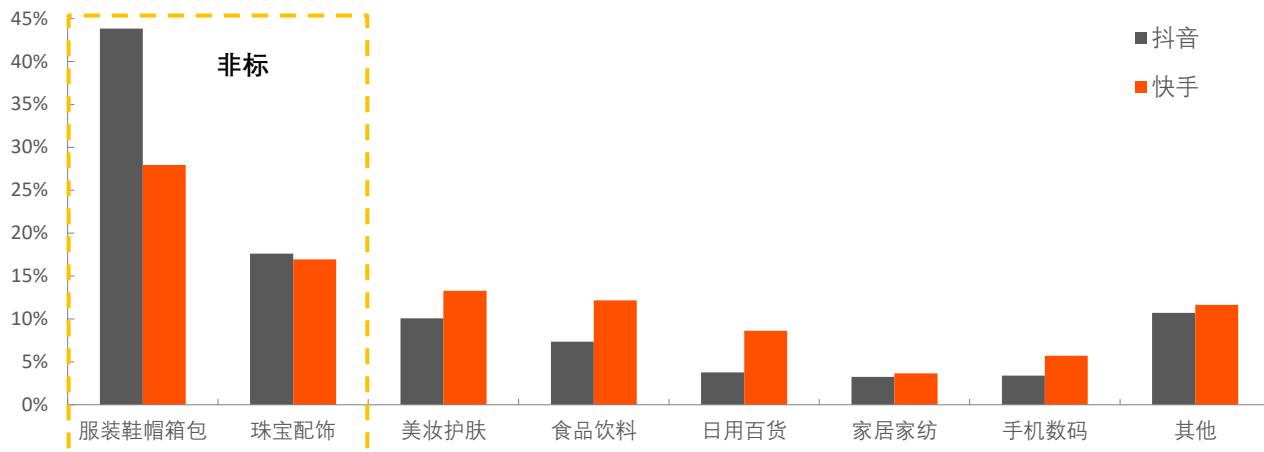
申报单位	品牌	申报单位	品牌	申报单位	品牌
辽宁省鞍山市南果梨协会	鞍山南果梨	陕西省眉县果业局	眉县猕猴桃	辽宁省盘锦市大米协会	盘锦大米
辽宁省大连市现代农业生产发展服务中心	大连大樱桃	陕西省洛川县苹果产业协会	洛川苹果	黑龙江省五常市大米协会	五常大米
辽宁省庄河市农业发展服务中心	庄河蓝莓	陕西省大荔县果业发展中心	大荔冬枣	黑龙江省宁安市人民政府国家地理标志保护产品管理办公室	响水大米
辽宁省葫芦岛市农业发展服务中心	葫芦岛苹果	陕西省白水县苹果产品发展中心	白水苹果	黑龙江省海伦市农业产业化协会	海伦大豆
辽宁省大连市现代农业生产发展服务中心	大连苹果	陕西省凤翔县农产品质量安全检验检测站	凤翔苹果	黑龙江省农垦九三管理局	九三大豆
辽宁省北镇市农业农村局	北镇葡萄	陕西省西安市鄠邑区农业技术推广中心	户县葡萄	上海崇明大米产业协会	崇明大米
辽宁省东港市草莓协会	东港草莓	陕西省铜川市果业发展中心	铜川苹果	上海市松江区农业农村委员会	松江大米

数据来源：中国农业品牌目录 2019 农产品区域公用品牌、东方证券研究所

**抖快两大匹配模式和数据根基差异化优势，地标农产品空间有望提升。**抖快 2 个平台的相对优势是：1) 强大的内容基因和视频化内容基础设施；2) 强大的基于内容的算法推荐能力；3) 丰富的人群兴趣行为标签。因此**内容电商可以将个性化需求精准匹配给消费者**。优势类目方面：内容平台的优势是**占据用户大量前端的时间+丰富的用户标签+精准的算法推荐能力**，因此，**切入非计划性购买场景、信息匹配难度更高的多 SKU 类目是有比较优势的，而农产品由于自身地理属性带来的多 SKU 特征，实际上非常适合内容电商的场景**。21 年以来一方面各类电商平台农产品销量持续提升同时，抖音和快手在农产品订单上实现了快速增长。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 15：抖音电商和快手电商的 GMV 品类构成（2021 年 5.24-6.20，非标占比高）



资料来源：飞瓜数据，东方证券研究所

表 13：各家平台农产品销售情况汇总

电商平台	农产品相关数据
抖音	2021 年 9 月-2022 年 9 月共有 28.3 亿单农特产通过抖音电商出村进城。 平台三农电商达人数据同比增长 252%，农货商家数量同比增长 152%。 抖音电商“山货上头条”溯源农产区，一年内重点覆盖 8 个省份 146 个县区，扶持了 69 个地标农产品产业化发展。
快手	2021 年 1 月至 10 月，快手农产品订单超过 4.2 亿个，农产品的销售额和去年同期相比增长 88%。
阿里	2021 年 300 个农产品区域公用品牌在阿里电商平台的销售总额较 2020 年增长了 7000 万元，达到 42.4 亿元。 2021 年阿里电商平台销售区域公用品牌农产品的入驻商家达到 8.3 万家，较 2020 年增长了 30%。
京东	线上销售的农产品中，地标农产品的成交额占比逐年增长。2022 年上半年，地标农产品的成交额占比 13%。

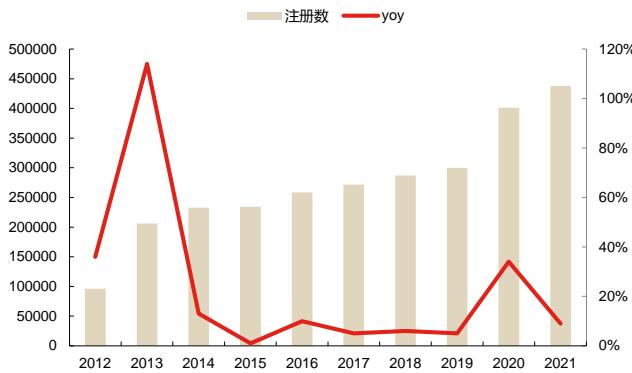
数据来源：《2022 年丰收节抖音电商助力乡村发展报告》、《拥抱幸福乡村——2021 快手三农生态报告》、《阿里电商培育农业品牌研究（2022）》、《2018-2022 年地标农产品上行消费趋势》东方证券研究所

### 3.3 渠道在产业链中地位突出，东方甄选抢占先机

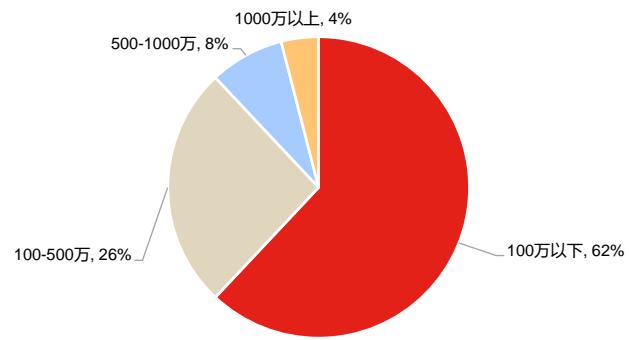
农业企业数量呈稳定增长态势，规模化企业较少。依据企洞察企业大数据，我国现存 310.5 万家农业相关企业。近 10 年，每年新增农业企业注册数稳定上涨，2020 年和 2021 年注册数增长明显。在农业企业类型方面，个体工商户和集体所有制占比超过 75%。在注册资本方面，农业企业注册资本普遍偏低，超过半数的农业企业注册资本低于 100 万，种植设备不具备专业化和规模化的特点，生产规模偏小。

图 16：2012-2021 年农业企业注册数持续增长

图 17：农业企业注册资本分布（22 年 5 月 11 日统计）

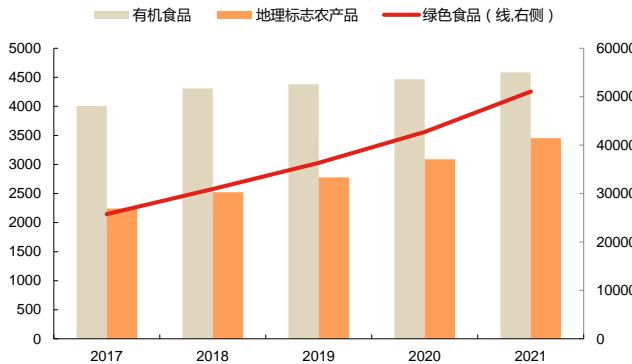


数据来源：企洞察、东方证券研究所

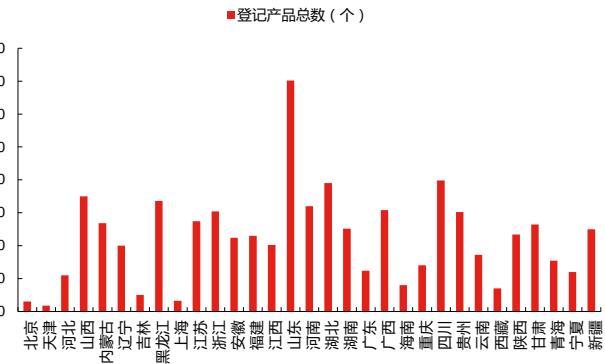


数据来源：企洞察、东方证券研究所

**地标农产品上游全国分散，优质地标农产品供应逐步规模化。**自 2008 年农业部办公厅提出传统农产品“三品一标”概念以来，相关认证产品持续增长，为渠道品牌选品奠定良好基础。从认证类别来看，2021 年绿色食品获证产品总数 51071 个、有机食品产品数 4584 个、地理标志农产品数 3454 个。从区域来看，山东地区为地理标志农产品最多的省份，可以看到全国各区域都有分布，具有极强的地理属性。

**图 18：农产品主要认证体系**


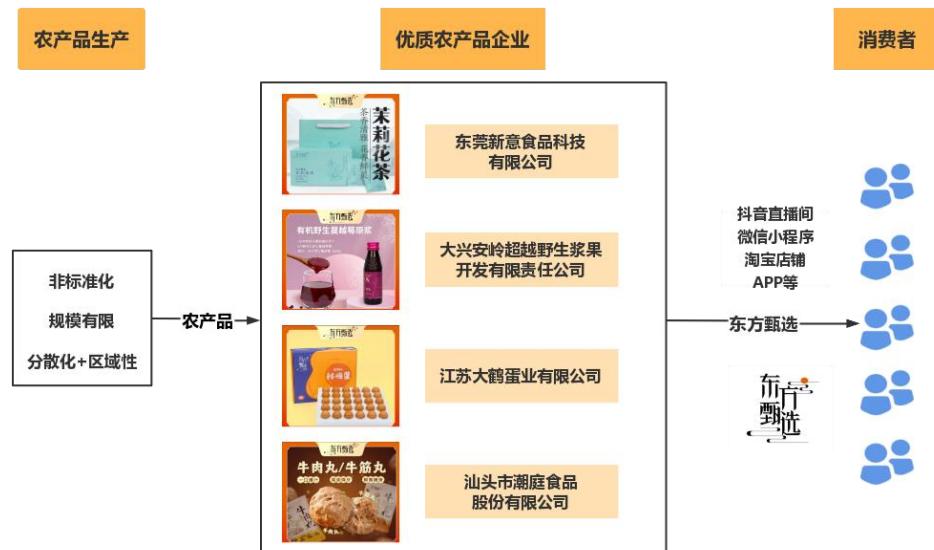
数据来源：中国绿色食品发展中心、东方证券研究所

**图 19：21 年地标农产品区域分布**


数据来源：中国绿色食品发展中心、东方证券研究所

**渠道至下而上整合，电商平台提供流量支持，东方甄选抢占渠道品牌先机。**快手“三农快成长计划”、抖音“新农人计划”、淘宝天猫“春雷计划”、京东“京心助农计划”、美团优选“农鲜直采计划”等，各大电商争相布局农产品市场，推动农产品上行发展。东方甄选定位为“以农产品为代表的产品科技公司”，布局农产品市场，在抖音直播间爆火的同时拓宽小程序、东方甄选 APP 等渠道，目标打造“以农产品筛选和销售为核心的电商平台”。从合作模式来看，东方甄选主要和区域内优质农产品企业进行合作，渠道品牌具有产业价值。

**图 20：东方甄选与农产品企业合作渠道图**



数据来源：东方甄选官网、东方证券研究所

综合来看，在品类赛道的选择上，农产品品牌化的趋势具有长期的确定性，而地标农产品的非标属性与内容电商充分适配，造就如今东方甄选日均超千万的销售额。从产业链来看，渠道品牌对上游资源的整合价值大，单一地标农产品规模小，细分人群有限，渠道品牌通过自身品牌背书，能够有效降低需求侧用户搜索成本，东方甄选有望成为抖音内部农产品的标杆品牌。品牌认知是东方甄选跳脱于抖音平台基础，公司有望在其他内容渠道、货架电商渠道、自有渠道实现更长周期的成长。

## 4. 成长性：跨品类的账号具有成长性，产品和供应链是内功

### 4.1 抖音内矩阵账号，跨品类依然具有成长性

抖音站内矩阵号助力品类拓展，带来中短期的增长空间。基于东方甄选主账号，公司通过美丽生活账号拓展日化美妆，通过将进酒拓展酒水账号，通过看世界拓展旅游服务。其中美丽生活通过购物节模式，在粉丝数量近 190 万的情况下单日销售额达 6800 多万，并在双十办多场专场购物节，验证跨品类的模式，带来收入的弹性。

表 14：22 年美丽生活购物节活动

时间	活动
10.26	护肤专场
10.29-10.30	山东外景
11.03	个护家清囤货日
11.05	美丽生活家装日
11.06	居家焕新日
11.07	护肤品牌惊喜小专场

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

11.08	护肤好物返场
11.9	母婴小专场
11.11	双十一好物大集合

数据来源：东方甄选官网、东方证券研究所

**为什么美丽生活能够单日实现 GMV 大幅突破？**首先是时间点的选取，时间在双十一周期内，用户消费意愿较强。然后产品供给上，在品类上选取美妆护肤用品，客单价高，且在价格上不存在渠道劣势。最后，细分人群变现，主副账号流量联动，满足细分群体的消费需求。

表 15：美妆购物节品类价格对比

商品	产品信息含赠品	价格 (元)	淘宝组合	淘宝价格 (元)
【双十一宠粉】欧莱雅金致小蜜罐面霜眼霜玻色因紧致保湿淡纹套装	花蜜眼霜 20ml+5ml*4 轻盈版小蜜罐面霜 60g+15ml*4 安瓶面膜 pro*2	619	379 ( 40ml ) 329 ( 120ml ) 499 ( 53 片 )	727
【双十一专属】城野医生 377 美白淡斑精华 18g*2	精华 18g+6*4g+18g 377 面霜 15g	590	700 ( 78g ) 610 ( 205g )	583
	淡斑小白瓶 60ml+7ml*3+14ml*3	429	519 ( 164ml ) 290	457
【双十一专属】OLAY 玉兰油第二代淡斑小白瓶精华烟酰胺色淡林美白	高机能水 18ml 抗糖小白瓶面膜 2 片		( 150ml+18ml*8 ) 372 ( 15 片 )	
	神仙水 230ml+10ml*3	1590	1590 ( 360ml )	1581
【双十一专属】SK-II 神仙水精华液精华水保湿紧致修护 skll sk2	大红瓶面霜 15g*3+2.5g*2 洁面霜 20g		1540 ( 150g ) 940 ( 360g )	
【双十一专属】芙丽芳丝洗面奶氨基酸系净润洗面霜 100g 泡沫丰富	共 160g	120	142 ( 200g )	114

数据来源：东方甄选官网、淘宝、东方证券研究所

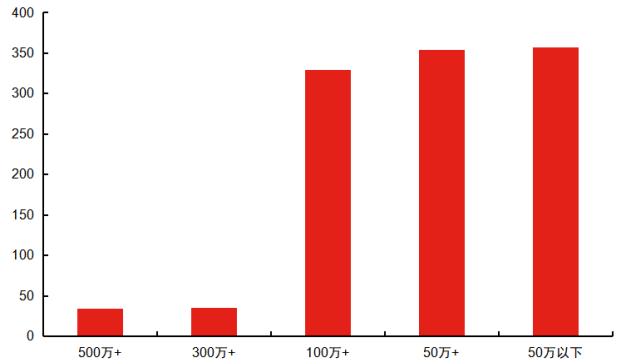
**稳定性受限于粉丝规模，天花板依然具有提升空间。**从带货曲线来看，美丽生活在 10 月 26 日呈现前高后低，而东方甄选主账号为前低后高，反映单日在上午就快速完成了存量用户的转化，在没有主动流量投放的情况下，逐步达到瓶颈。**对比其他达人，购物节模式驱动下，存在爆款峰值的单日销售，平日则依然受限于粉丝规模，美丽生活模式上与抖音内部强调私域流量的美妆主播类似，结合 13 位百万粉丝达人的带货数据来看，该品类呈现周期性的销售高峰，平时还是受制于粉丝的数量销售额回归均值。虽然受限于粉丝数量，美丽生活账号依然有更高的天花板，对标同样是矩阵号的交个朋友美妆护肤直播间，美丽生活粉丝规模领先，但峰值与其持平，若美丽生活进行流量投放，GMV 有望进一步提升。**

图 21：美丽生活 10 月 26 日带货产出曲线

图 22：百万粉丝美妆达人带货 GMV 区间频次分布（场次）



数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所



数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所（截止 22 年 11 月 4 日近 180 天直播记录）

表 16：对比同类型垂类账号(单位：万)

	交个朋友美妆护肤	东方甄选美丽生活
粉丝数量 (22 年 12 月 17 日)	54.4	252.2
区间内平日 GMV	48	391
区间内峰值 GMV	7083	6897

数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所(交个朋友 GMV 统计时间 5/8-11/3, 美丽生活为 7/9-11/3)

## 4.2 产品和供应链是基础，流量+品牌助力渠道拓展

### 4.2.1 SKU 和供应链能力是短期发力重点

**抖音依然是公司的主战场，新渠道处于早期布局。**当前阶段公司获取流量的方式主要通过差异化的直播间内容，处于低成本获客的阶段。现有直播间自营产品 SKU 的数量以及相对低毛利的农产品限制主动投放流量的能力。这也意味着在新渠道的布局，仍处于早期阶段。统计各个账号来看，抖音的主账号粉丝量依然遥遥领先于其他的平台。独立 APP 东方甄选下载量当前依然低于网易严选、小米优品等渠道品牌，新渠道构建更多是为未来发展做铺垫。

表 17：各平台东方甄选粉丝量情况

2023 年 3 月 2 日统计	粉丝数量
抖音	2700 万
小红书	58.5 万
天猫	7.4 万
京东	2.1 万
微信生态	( 阅读量 1 万左右 )
快手	44.8 万
微博	6.3 万

数据来源：东方甄选各平台账号、东方证券研究所

**农业自营品 SKU 和供应链体系，对标头部渠道品牌仍有差距。**当前东方甄选直播间内自营品类超过 60 个，外部品类为超过 1500 个，相比其他渠道品牌仍有提升空间。同时对比供应链能力来看，公司依然处于早期阶段，自建仓储仍需时日，疫情下也对公司供应链能力带来调整。在这一背景

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下，我们认为公司在流量投放、品牌宣传和内容制作等方面，投入会保持克制。产品和供应链储备完成后，才有机会看到公司进一步在多渠道的深入探索。

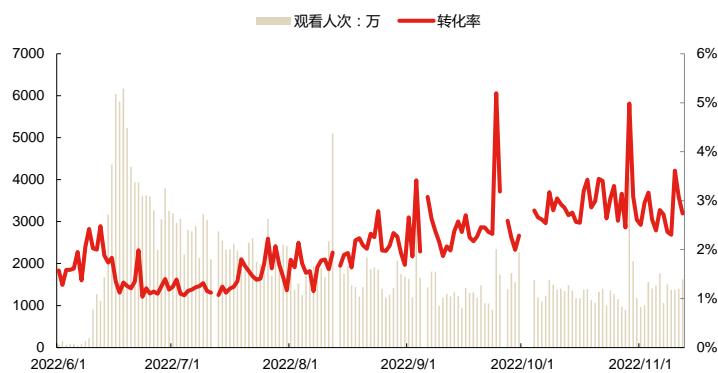
表 18：其他渠道品牌

	东方甄选	三只松鼠	来伊份	良品铺子	小米有品	网易严选
成立时间	2021	2012	1999	2006	2016	2016
SKU	600	600	1100	1555	6000+	20000
品类	农产品	坚果零食为主	综合零食	综合零食	数码 3C 为主	生活用品为主
商业模式	自有品牌+生态链企业/第三方品牌	自有品牌+生态链企业	自有品牌+生态链企业	自有品牌+生态链企业	自有/自有品牌+生态链企业/第三方品牌	自有品牌+生态链企业/第三方品牌
21 年收入(亿元)	97.7	41.72	93.24	850		
线下流量(21 年)	联盟和自营门店达到 1065 家	门店总数 3488 家	门店总数 2974 家	门店总数 10200 家		
线上流量(21 年)	线上为主，抖音内流量为主	线上占比 66.31%， yoy+10.93%	线上占比 13%， 8.58%	线上占比 53.13%，其 中抖音平台 yoy+3.62 倍	MIUI 月活跃 用户数为 1.298 亿	
物流体系	22 年 8 月 31 日，与顺丰和京东物流达成合作，在北京、广州、杭州、郑州、成都计划建立 20 个自营产品仓库。	已在芜湖、天津、成都、肇庆、武汉等 7 大中心城市地通过自有或租赁方式拥有 8 个配送中心。	在上海总部自建仓储物流基地，同时在南京、济南、北京、杭州等地设立了 RDC 分仓，并与菜鸟、安吉、安得、顺丰等承运商合作。	在武汉、南京、成都、东莞通设有 6 个自运营区域中心仓，并与第三方仓储服务商合作，在德州、西安、沈阳设立城市仓。	19 年在廊 坊、嘉兴、武 汉、广州、成 都设立 9 个自 有仓库。同时 21 年 6 月， 与京东物流正 式签署合作协 议。	在杭州、东 莞、天津、武 汉、无锡、成 都设立 9 个自 有仓库。同时 在杭州联合建 设协同仓

数据来源：各公司财报、东方证券研究所（小米收入为 IOT 及生活消费业务）

**在产品、内容、供应链持续优化下，直播间效率提升显著。**公司当前的核心抓手依然是保持内容差异化，同时完成品类和供应链体系的搭建。从东方甄选直播间的转化率来看，效果显著，即使考虑到观看人次在 9 月开学之后下降，依然看到直播间内整体转化率的提升，从 7 月份的 1% 提升到 10 月末的 3% 左右。

图 23：直播间订单转化率和观看人次（万）



数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所

#### 4.2.2 内容投入品牌上行，奠定渠道拓展基础

**长期来看，品牌力保障了东方甄选多渠道拓展的可能性。**公司长期专注于优质内容的打造，制作了一系列高品质的短片内容，更多将用户心智绑定在“东方甄选”品牌上，为后续货架电商/独立

APP 等新渠道的发展建立品牌认知。参考三只松鼠的后期投放逻辑，在平台内流量稳定之后，品牌广告投入地位显著提升。广告营销预算逐步向品牌广告倾斜，具体投放方向包括三部分：

- 1) **梯媒合作**：年货节期间在全国 22 个核心城市进行全覆盖、饱和式投放，致力打造“过年过节送坚果”等新心智。
- 2) **电视媒体**：与央视开展合作，荣获中央广播电视台“CCTV·匠心坚果领先品牌”称号，在央视等 10 个频道做全年品牌展播。
- 3) **影视剧**：广告植入《小敏家》、《雪中悍刀行》等影视综艺。

中长期的新渠道拓展，流量能力成为运营的可选项。早期公司自营 SKU 数量有限以及农产品占比高，流量投放比较克制，但是新直播间引入带来高毛利的美妆日化等品类，为流量投放奠定了良好的基础。同时货架电商的逻辑与内容电商存在一定差异，流量投放的重要性有所提升。我们无法预测公司中短期是否会采取流量投放的方式，但这一增长手段的潜在可行性依然是投资者需要参考的。

图 24：三只松鼠在内容和品牌广告的投入



数据来源：哔哩哔哩、分众传媒、东方证券研究所

综上对于刚刚转型的东方甄选来说，未来发展路径更加类似于创业公司，平衡短期和长期成长的策略选择依然是当前投资者需要关注的长期问题。我们认为从市场规模来看，地标农产品直播电商可挖掘空间大，非标品流量增长在短期内受到疫情影响，而投入的克制意味着标品矩阵账号远没达到天花板。长期来看，公司运营能力、内容投入和营销投入能力依然能带动公司长期增长，看好公司的长期成长性。

## 5. 投资建议

地标农产品品牌化上行趋势确定，国家通过产品目录、标准认证等手段已经提升上游的标准化和品牌化能力，但依然面临上游松散和规模有限的问题，渠道品牌提升农产品效率作用突出。东方甄选定位为农产品科技公司，地标农产品的非标属性与内容电商高度适配度，同时依托优质的内容，实现了品牌、流量、销量的共振，在抖音内部异军突。短期来看，我们看好东方甄选品牌在抖音生态内品类拓展带来的高速增长，中长期来看，自营 SKU 和供应链能力持续发力，伴随

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

着内容投入，农产品渠道品牌领军地位稳固后，多渠道拓展有望成功，长期成长性突出。建议关注东方甄选的控股公司新东方-S(09901, 买入)及新东方在线(01797, 买入)。

## 风险提示

- **生态内流量不稳定，整体流量增长有限**

抖音内部内容迭代周期快，直播间商业化效率低于预期，流量空间受制约

- **农产品电商发展不及预期**

农产品产业化难度较大，行业创新难度大，消费者对产品质量不满意

- **监管政策趋严**

为规范直播电商行业，政府出台各类监督与管理政策，农产品直播电商增长放缓

- **行业竞争加剧**

直播电商处于新兴发展阶段且行业壁垒较低，行业参与者增多，行业竞争加剧。

# 重拾创业路，教育综合服务再起航

## —新东方港股首次覆盖报告

### 核心观点

- 国内教育第一品牌地位稳固，“双减”政策影响已经消除。**“双减”政策出台后快速完成业务调整，网点下降到FY23Q1的706个（21财年为1547个），老师数量下降到22财年末的2.63万人（21财年为5.42万），一次性退租和人员补偿成本已经全部确认在22财年，23财年轻装上阵。**教育业务依然是公司基本盘，FY23Q1 80%的收入来自教育相关服务，进入到23年寒假同比口径将更为清晰。**
- 行业剧变下，品牌+渠道+师资管理能力突出，教育服务竞争力强。**20年以来受疫情、双减、融资等多方面的影响，行业内大量公司面临经营困境，作为行业龙头应对充分，在手现金超40亿美元。**从品牌来看**，新东方依然是国内教育第一品牌，英语教学口碑行业领先，东方甄选进一步在新渠道拉升公司认知。**从渠道来看**，公司依然在90个城市布局，业务拓展渠道竞争力强。**从运营管理来看**，2.6万直营老师依然是公司的中坚力量，稳健的运营管理能力保证服务高品质输出，对比行业竞争对手，消费者信任度更高。
- 传统业务复苏空间大，新兴业务弹性强。疫情扰动传统业务招生，就业与升学压力同步提升，预计考研、留学、专升本需求持续增长，海外留学与国内考培有望实现收入和利润的同步修复，FY23Q1教师产能利用率为FY19Q1的74%，修复空间清晰。****新兴业务，素质教育各地分校逐步完成产品研发，招生教学步入正轨，商业模式进入验证期。**考虑到教育需求依然是多样性和持续性的，优质的线下服务能力依然具有扎实的生长土壤，行业成长性依旧。

### 盈利预测与投资建议

- 品牌、渠道、师资依然是公司的核心竞争力，随着管控政策优化，收入有望快速恢复。**旗下品牌东方甄选抖音内脱颖而出，贡献业绩弹性。我们预计公司23-25E财年收入28.39/34.94/41.71亿美元，调整后归母净利润为2.38/3.89/5.02亿美元，分部估值法下，集团业务采用可比估值法，给予23财年PE32x，对应市值349.6亿元，新东方在线采取DCF估值法，并结合股权占比测算，对应321亿元，对公司市值670.7亿人民币，汇率0.89，对应44.6港元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

各业务板块增长低于预期、行业竞争致盈利不及预期、直播电商业务贡献低于预期。

投资评级	买入（首次）
股价 (2023年02月28日)	29.9港元
目标价格	44.6港元
52周最高价/最低价	37.45/6.62港元
总股本/流通H股 (万股)	169,697/169,697
H股市值 (百万港币)	50,739
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2023年03月01日



### 证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517020003 香港证监会牌照: BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuqi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520050001 香港证监会牌照: BQP135
吴丛露	wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520020003 香港证监会牌照: BQJ931
詹博	021-63325888*3209 zhanbo@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860521110001

### 公司主要财务信息

货币单位: 美元	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入(百万元)	4,277	3,105	2,839	3,494	4,171
同比增长(%)	19.50%	-27.39%	-8.58%	23.07%	19.38%
营业利润(百万元)	116	-1,034	163	349	524
同比增长(%)	-71.05%	-992.15%	-115.77%	114.35%	49.88%
归属母公司净利润(百万元)	334	-1,188	163	293	406
同比增长(%)	-19.09%	-455.16%	-113.72%	79.78%	38.54%
每股收益(元)	0.20	-0.70	0.10	0.17	0.24
毛利率(%)	52.37%	43.51%	52.62%	52.33%	51.96%
净利率(%)	7.82%	-38.25%	5.74%	8.38%	9.73%
净资产收益率(%)	6.66%	-31.31%	4.12%	6.89%	8.72%
市盈率(倍)	20.2		41.5	23.1	16.7
市净率(倍)	1.35	1.78	1.71	1.59	1.45

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 目 录

1. 业务梳理战略清晰，多条业务线稳步增长 .....	5
1.1 学科培训业务梳理完成，在手现金充裕 .....	5
1.2 教育业务磐石稳固，新东方在线光彩重燃 .....	6
2. 品牌+渠道+师资管理能力，为新业务发展奠定基础 .....	7
2.1 深入人心的英语品牌，依然是全科布局的基础 .....	7
2.2 直营内容输出能力强，线上线下全渠道布局 .....	8
2.3 优质师资和稳健运营能力，提升行业门槛 .....	9
3. 全周期课程体系完整，发力国内考培和素质教育 .....	10
3.1 留学品牌地位稳固，疫情下逐步恢复增长 .....	10
3.2 发力国内考培业务，职业培训需求强劲 .....	11
3.3 素质教育产品初具规模，渠道&品牌优势突出 .....	12
3.4 留存网点产能利用率高，教师产能空间显著 .....	14
4. 东方甄选快速出圈，已经贡献显著业绩 .....	14
 盈利预测与投资建议 .....	15
盈利预测 .....	15
投资建议 .....	16
 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1: 新东方网点数 (左) 和教师 (右, 万) .....	5
图 2: 22 财年管理费用结构.....	5
图 3: 公司收入 (百万美元) .....	5
图 4: 公司经营利润 (百万美元) .....	5
图 5: 净经营现金流(百万美元).....	6
图 6: FY23Q1 公司收入结构 .....	7
图 7: 2021 年凯度最具价值中国品牌排行榜 .....	7
图 8: 公司品牌语 .....	7
图 9: 重点业务课程介绍 .....	8
图 10: 网点渠道遍及全国 .....	8
图 11: 公司素质教育课程.....	9
图 12: 职业教育业务板块 .....	9
图 13: 最新披露老师数量对比 (万人) .....	10
图 14: 出国留学人员规模 .....	10
图 15: 留学咨询业务 (千美元) .....	11
图 16: 留学咨询经营利润 (千美元) 及利润率 .....	11
图 17: 失业率(%).....	11
图 18: 考研报名人数持续增长 (万) .....	11
图 19: 国内考培组织结构 .....	11
图 20: 考研产品类型.....	12
图 21: 专升本课程 .....	12
图 22: 北京新东方素质素养类课程 .....	12
图 23: 杭州新东方素质素养类课程 .....	12
图 24: i 音乐-新东方爵士鼓课程.....	13
图 25: i 创客课程 .....	13
图 26: 新东方在线控股股东 (截止 20221031) .....	14
图 27: 在线教育及其他收入占比.....	15
 表 1: 新东方业务拆分 .....	6
表 2: 新东方进入城市数量.....	8
表 3: 近年来部分关店教育企业.....	9
表 4: 北京、杭州部分素质素养类课程定价 .....	13
表 5: 单点收入和教师产能.....	14
表 6: 盈利预测表 (百万美元) .....	15

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

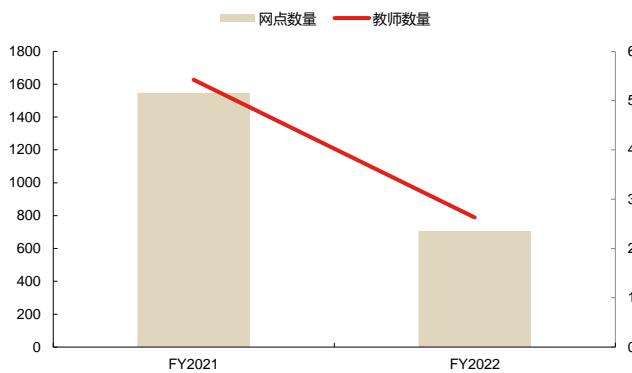
表 7：可比公司估值表（2023 年 2 月 28 日） .....	16
表 8：新东方分部估值合计 .....	16

## 1. 业务梳理战略清晰，多条业务线稳步增长

### 1.1 学科培训业务梳理完成，在手现金充裕

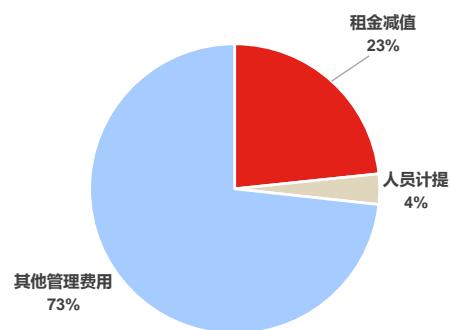
“双减”政策之后，顺利完成 K9 学科类培训的业务终止。从网点数量来看，截止 22 年 8 月公司仍然拥有 706 个教学网点（21 财年为 1547 个），覆盖 90 个城市（21 财年为 108 个），虽然网点数大幅下降，但是城市依然保持较高渗透率。从老师数量来看，22 财年末老师数量为 2.63 万人（21 财年为 5.42 万），核心师资依然得以保留。因此在成本端体现的是退租和一次性裁员带来的成本，22 财年产生 4.989 亿美元的一次性成本，后续足以轻装上阵。

图 1：新东方网点数（左）和教师（右，万）



数据来源：公司财报、东方证券研究所（教师数为 22 财年，网点数更新至 FY23Q1）

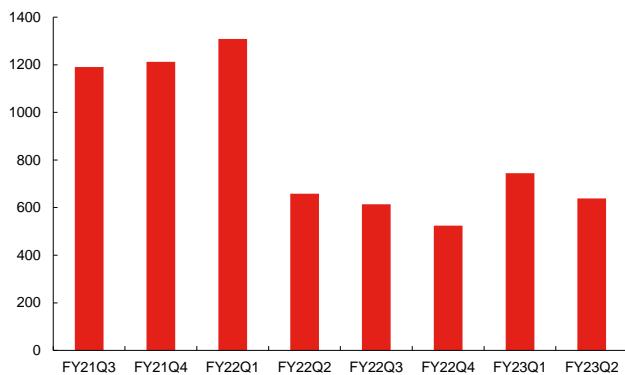
图 2：22 财年管理费用结构



数据来源：公司财报、东方证券研究所

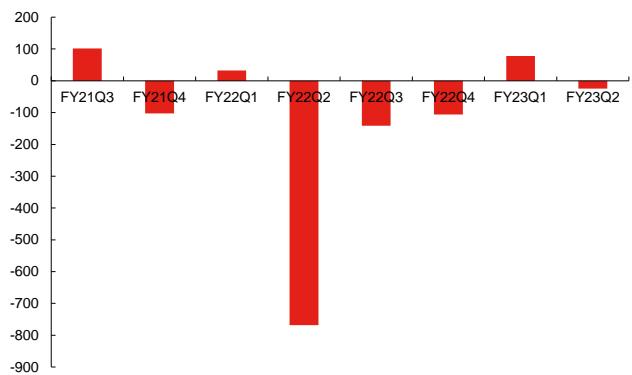
收入逐季度企稳，转型顺利完成。FY23Q2 课外学科业务裁减完成后，收入逐步企稳，季节性显著增强，暑期旺季 FY23Q1 实现收入 7.45 亿美元，环比增长 42%，单季度实现营业利润率 10%。同比口径依然会受到此前 K9 业务的影响，预计在 FY23Q3 在同比口径实现更为清晰的正增长。

图 3：公司收入（百万美元）



数据来源：公司财报、东方证券研究所

图 4：公司经营利润（百万美元）

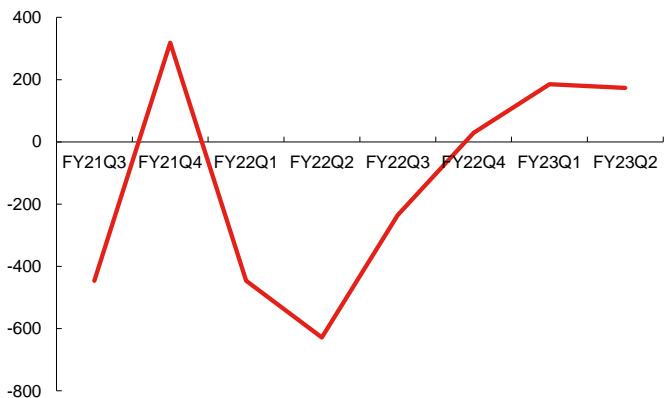


数据来源：公司财报、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**在手现金充裕，为业务拓展奠定基础。** FY23Q2 公司在手现金约为 42.8 亿美元，负债端主要为经营性负债，同时由于净经营性现金流已经在春季学期实现转正，预计业务利润的持续贡献保证了现金稳定性，公司也有更多自由选择资金配置的空间。22 年 7 月 26 日，宣布 23 年财年结束前回购上限为 4 亿美元，持续回报股东利益。

图 5：净经营现金流(百万美元)



数据来源：公司财报、东方证券研究所

## 1.2 教育业务磐石稳固，新东方在线光彩重燃

**业务核心骨架稳固，新业务各有声色。**从业务结构上，公司依然保留了“双减”前的核心业务，收入主要以留学业务、素质教育、新东方在线和高中业务为主。**集团的战略重点**——教育领域五大转型方向，分别是非学科类辅导、智能学习系统及设备、游学与研学营、教材和数字化智能学习解决方案，以及专升本考试准备。**子公司新东方在线**则专注大学线上业务与直播电商的尝试。

表 1：新东方业务拆分

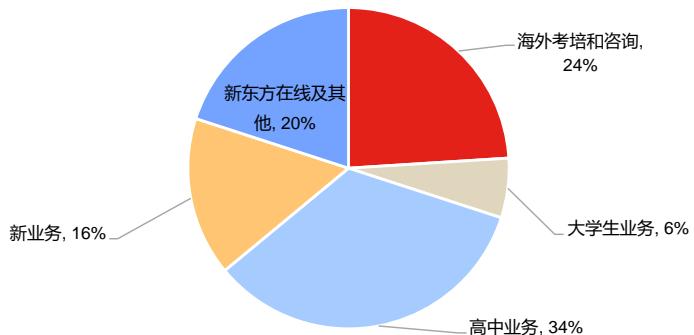
主要类别	具体业务			业务介绍
教育课程和服务	语言培训和考试培训	K-12 课后辅导	中小学素质教育	为 3~12 岁儿童提供素质教育课程
			高中学科教育	为高中生提供全学科教育
		成人语言培训	英语培训	新东方新概念英语培训、新东方倍学口语培训等
			小语种培训	德语、日语、法语、韩语、意大利语、西班牙语等
		考试培训	大学生考试培训	大学生英语考级培训、大学生考研全科培训
			留学考试培训	雅思、托福、SAT、ACT、GRE、GMAT、LSAT 等
图书及其他服务	图书			出版图书、期刊等教辅材料
	其他服务	留学咨询		
		留学规划、院校申请、面试指导、签证培训等		
		国际游学		
		国际游学、短期出国项目		
		品牌合作		
	新东方在线	大学业务及东方甄选		大学生相关线上课程以及直播带货业务
		考试培训	大学生考试培训	大学生英语考级培训、大学生考研全科培训
			留学考试培训	雅思、托福、SAT、ACT、GRE、GMAT、LSAT 等

数据来源：公司财报、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

教育业务依然是公司基本盘，新东方在线占比显著提升。FY23Q1 公司暑期旺季收入 7.45 亿美元，其中高中业务暑期旺季收入占比较高，达到 34%，国内和海外培训业务占比 30%，素质教育等新业务占比 16%，新东方在线及其他占比提升到 20%。可以看到教育业务依然是公司的基本盘，新东方在线旗下东方甄选的快速增长一定程度上弥补 K9 业务剥离带来的负面影响。

图 6：FY23Q1 公司收入结构



数据来源：公司财报、东方证券研究所

## 2. 品牌+渠道+师资管理能力，为新业务发展奠定基础

### 2.1 深入人心的英语品牌，依然是全科布局的基础

中国最具价值教培机构，品牌认可度一骑绝尘。新东方上榜凯度“2021 最具价值中国品牌 100 强”，以 76.73 亿美元的品牌价值位列第 39 位。新东方好老师深入人心，从早期的留学品牌拓展到如今全年龄段的教育品牌，同时东方甄选主播老师们优秀表现也在持续深化新东方的品牌形象，为各项业务发展奠定了良好基础。

图 7：2021 年凯度最具价值中国品牌排行榜

36	大众点评		81.45	89%	6
37	国窖 1573		80.46	236%	27
38	中国石化		79.68	7%	-11
39	新东方		76.73	58%	-3
40	片仔癀		72.70	新上榜	新上榜
41	恒大地产		70.75	0%	-12
42	爱奇艺		68.49	4%	-10
43	比亚迪		67.11	154%	16
44	今日头条		64.94	187%	23
45	优酷		64.17	29%	-10
46	中国石油		62.79	-9%	-16
47	学而思		62.24	35%	-9
48	中通快递		60.97	39%	-7
49	中国电信		59.83	-16%	-21
50	太平洋保险		59.80	43%	-6

数据来源：凯度、东方证券研究所

图 8：公司品牌语

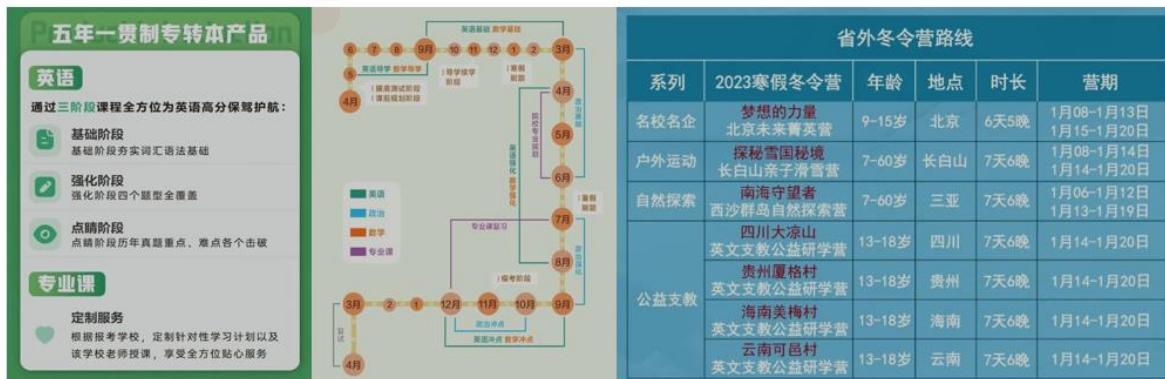


数据来源：新东方公众号、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**英语课程是公司获客的重要抓手。**可以看到无论是素质教育的研学，还是成人的专升本和考研，课程介绍中英语都是重要的宣传要点，一方面英语作为各阶段升学的必备学科，地位较为重要。另一方面新东方英语教学的品牌认知深入人心，在科目拓展中优势显著。

图 9：重点业务课程介绍

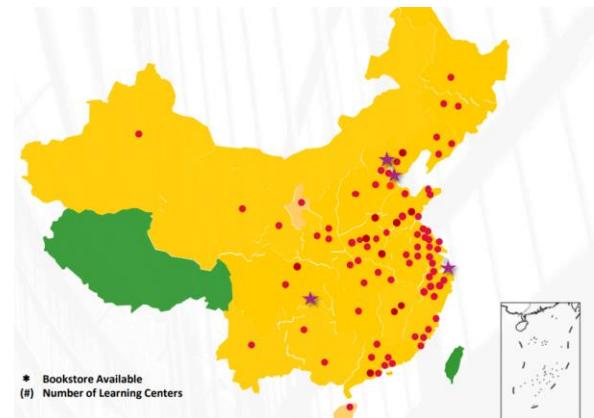


数据来源：新东方公众号、东方证券研究所

## 2.2 直营内容输出能力强，线上线下全渠道布局

**直营网点遍布全国，教学和招生竞争力强。**“双减”之后，公司虽然裁减大量网点，截止 22 财年城市数量依然保持在 90 个，相比上一财年仅仅减少 18 个城市，而且多为边缘城市。直营体系下，素质教育等新业务对线下服务需求高，教学质量得以保证。营销广告投入受限下，线下门店为自然流量和口碑转化的基石。

图 10：网点渠道遍及全国



数据来源：公司官网、东方证券研究所（注：受限于作图版面，中国地图仅为示意图，中国香港、中国澳门、中国台湾、南海诸岛等比例请以正式地图为准）

表 2：新东方进入城市数量

城市	时间	城市	时间	城市	时间	城市	时间
北京	1993	深圳	2003	石家庄	2006	兰州	2008
上海	2000	杭州	2005	福州	2006	南宁	2008

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

广州	2000	郑州	2005	昆明	2006	徐州	2009
武汉	2002	长沙	2005	南通	2010	镇江	2010
天津	2002	济南	2005	贵阳	2011	洛阳	2010
西安	2002	太原	2005	大连	2007	乌鲁木齐	2011
南京	2002	长春	2005	无锡	2007	呼和浩特	2011
扬州	2002	哈尔滨	2005	南昌	2007	唐山	2011
沈阳	2003	合肥	2006	青岛	2008	济宁	2013
重庆	2003	苏州	2006	宁波	2008	温州	2015
成都	2003	佛山	2006	厦门	2008	烟台	2015

数据来源：新东方公众号、东方证券研究所

**前期基数积累，线上产品满足多样化需求。**新东方在线依然提供多样化职业教育课程，覆盖大学考试、出国留学、职业技能等多品类，课程延续全国统一的标准化大班的课程。而城市分校线上课程形式为本地网课，满足地区内本地化需求。

图 11：公司素质教育课程



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 12：职业教育业务板块



数据来源：公司官网、东方证券研究所

## 2.3 优质师资和稳健运营能力，提升行业门槛

**经营策略行稳致远，抵御抗风险能力强。**新东方常年保持充足的现金，在在线教育竞争激烈的时期，也没有进行大规模的营销投入。疫情和政策冲击下，部分学科素质和职业培训机构都出现了资金链断裂，退费难的现象，行业门槛提升，新东方竞争优势更加显著。

表 3：近年来部分关店教育企业

教育领域	公司
职业教育	开课吧、虎硕教育、万门教育
素质教育	吾幼教育、上海天怀爱尚、NYC 纽约国际儿童俱乐部、小音咖、七田真
学科培训	佰平教育、朗运教育
成人英语	美联英语、英孚教育、华尔街英语

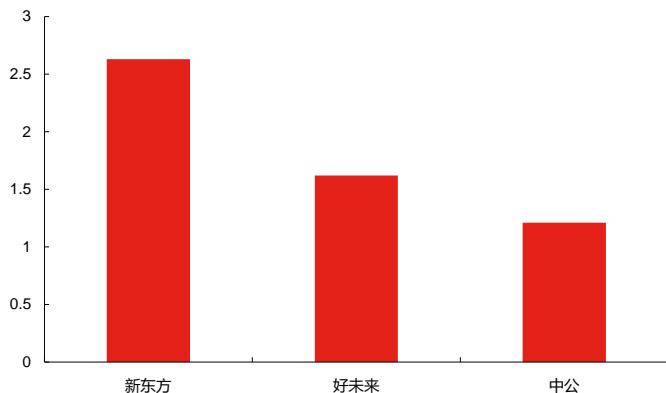
数据来源：腾讯新闻等、东方证券研究所、东方证券研究所整理

**规模化师资管理依然是优势。**虽然裁减大量老师，优质老师储备依然充足，截止最新数据，公司现有老师 2.63 万人，对比头部公司中公教育 1.21 万、好未来的 1.62 万，依然是行业内最大、体

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

系化的教育公司。同样，这一管理能力也可以通过东方甄选直播间有所体现，董宇辉等头部主播快速破圈后，顿顿、yoyo、七七、明明等也快速成长，保证直播间内容全面和持续性。

图 13：最新披露老师数量对比（万人）



数据来源：公司财报、东方证券研究所（新东方好未来截止 22 财年年报，中公截止 22 年中报）

### 3. 全周期课程体系完整，发力国内考培和素质教育

#### 3.1 留学品牌地位稳固，疫情下逐步恢复增长

疫情冲击下出国留学需求下降，但业务发展稳健。21 年我国出国留学人员为 52.4 万，虽然较 20 年有所复苏同比增长 16.1%，但是仅为疫情前 2019 年的 70.4 万人的 74%，受海外疫情影响出国留学需求整体下行。

图 14：出国留学人员规模

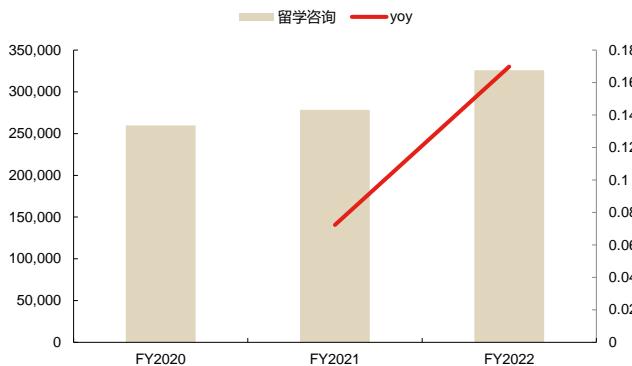


数据来源：国家统计局、《2022 中国留学生归国求职洞察报告》、东方证券研究所

公司作为留学第一品牌，行业性冲击下，韧性稳固。22 财年海外考培报名人数为 21.7 万人 (yoY+9.6%)，较 20 财年下降 25%，与行业需求同频下降。留学咨询业务收入 3.26 亿美元 (yoY+17%)，疫情下实现连续两年正增长。其中留学咨询业务一直保持稳定的利润贡献，22 财年贡献经营利润 0.26 亿美元，利润率为 8%。边际来看，海外考培和留学咨询业务收入复苏显著，FY22/FY23Q1 海外考培增速分别为 6%/2%，留学咨询增速为 16%/21%。

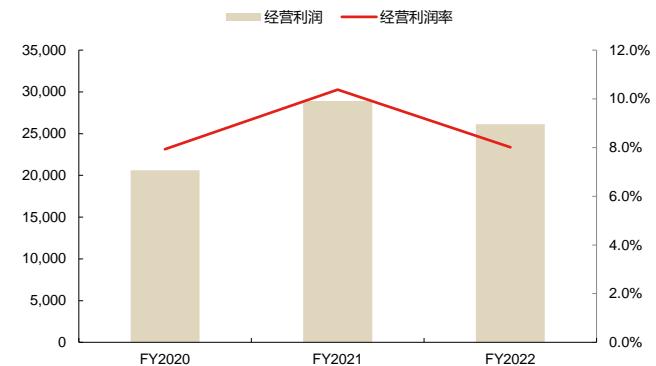
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 15：留学咨询业务（千美元）



数据来源：公司财报、东方证券研究所

图 16：留学咨询经营利润（千美元）及利润率

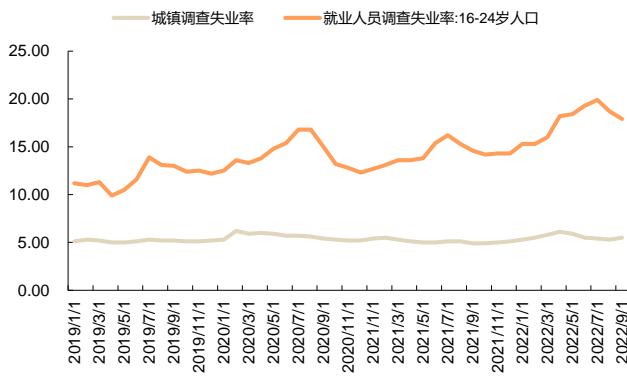


数据来源：公司财报、东方证券研究所

### 3.2 发力国内考培业务，职业培训需求强劲

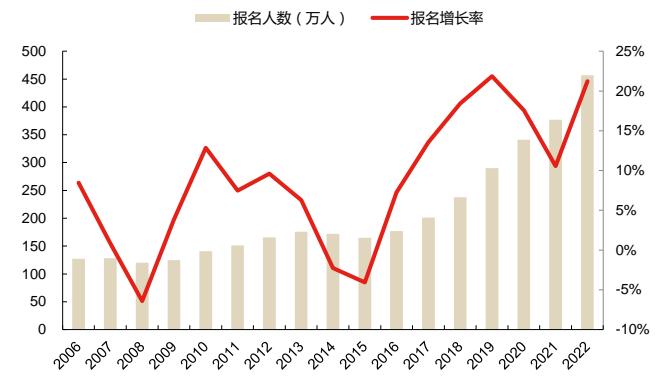
**就业压力下，国内升学培训需求旺盛。**宏观压力下，国内失业率中尤其是年轻人失业率显著提高，22 年 7 月 16-24 岁城镇调查失业率达到峰值 19.9%。国内升学成为缓解就业压力的重要举措，研究生考试和专升本报名都在 22 年持续增长，需求旺盛。公司也在新成立的大学生学习与发展中心成立了专升本和考研两个独立的部门。

图 17：失业率(%)



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图 18：考研报名人数持续增长（万）



数据来源：教育部、东方证券研究所

图 19：国内考培组织结构



数据来源：新东方公众号、东方证券研究所

**自营体系下保证教学质量，课程形成标准化的服务体系。**新东方考研在全国的 32 个地方分中心均为直营模式，直营模式下教学质量得以保证。**考研课程上，主要推出两个系列产品一个是走读型，一个是集训班型，形成主讲和辅导老师的一整套服务体系。**专升本课程不同于高考相对标准化，会有院校专业科的个性化需求，因此在课程设计上分为公共课和专业课，并提供专人进行针对性服务。

图 20：考研产品类型



数据来源：新东方公众号、东方证券研究所

图 21：专升本课程



数据来源：新东方公众号、东方证券研究所

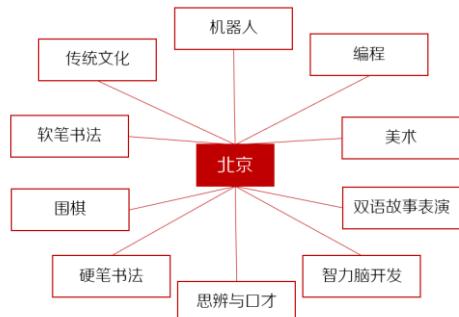
### 3.3 素质教育产品初具规模，渠道&品牌优势突出

**兼具标准化课程体系，各地因地制宜。**以北京和杭州为例。两所城市共同开设机器人、编程、美术、围棋、书法、思辨与口才、双语故事表演、大脑智力开发等素质素养课程，培养学生的综合能力。北京新东方设立少儿传统文化专项训练课程，以传统文化读本为依托，培养历史感知、人文思辨、民族认同等社会情感及文学素养，全面培养汉字古文阅读口语写作综学六个维度能力。杭州新东方入局体育培训赛道，提供包括体适能课程和中英教练篮球课程在内的体育类素质课程，系统性、专业性、趣味性兼具。其他地区也有结合自身师资和资源的个性化课程。

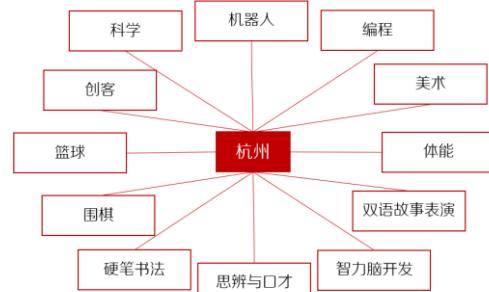
图 22：北京新东方素质教育类课程

图 23：杭州新东方素质教育类课程

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：新东方、东方证券研究所



数据来源：新东方、东方证券研究所

**图 24: 音乐-新东方爵士鼓课程**
**图 25: 创客课程**

课程级别	L1	L2	L3	L4	L5	L6
考试级别	1级、2级	3级、4级	5级、6级	7级、8级	9级、10级	演奏级
音乐风格	摇滚、流行、布鲁斯	摇滚、布鲁斯、funk	摇滚、funk、fusion	摇滚、布鲁斯、重金属	布鲁斯、funk、重金属	funk、fusion、重金属
音符知识	★★	★★★	★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
指法知识	★	★★★	★★★	★★★★	★★★★★	★★★★★
技法知识	★	★★	★★★	★★★★	★★★★★	★★★★★
演奏理念	★	★★	★★★	★★★★	★★★★★	★★★★★

数据来源：新东方公众号、东方证券研究所



数据来源：新东方公众号、东方证券研究所

**课程价格与授课时间，与此前学科培训类似。**整体来看，一二线城市的学费价格在 120-150/课时，编程和机器人类课程单价略高。**课程时间上，覆盖周中周末，以周末为主。**新东方将各类别的课程划分为不同等级并分别制定培养方案，低阶课程的平均课次时长约 1.5 小时，高阶课程为 2 小时。素质类课程的授课多为线下授课，时间安排集中在工作日的晚间和周末全天，学生可根据自身安排灵活选择课程。

**表 4：北京、杭州部分素质素养类课程定价**

课程	北京定价 (元)	平均课时费 (元/课时)	杭州定价 (元)	平均课时费 (元/课时)
书法类	900-3600	150	2380-2880	120-132
美术类	3600	150	2880-3220	133-160
思辨与口才类	3600	150	2780-3360	140-154
双语故事表演类	4880	150	2880-3840	120
智力脑力开发类	3840	120	2380-2880	120-132
机器人类	3600	150	2980-3600	150-165
编程类	3600	150	1800-3840	150-160

数据来源：公司官网、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 3.4 留存网点产能利用率高，教师产能空间显著

优质网点得以保存，教师产能仍处于历史低位。从单点收入来看，新东方在 22 年暑期单点收入已经与疫情前差距不大，我们认为主要来由于优质核心网点的收入较高，效率较高所致。而从老师产能来看，人员依然还有一定的冗余，疫情对教师产能仍有抑制，随着疫情逐步修复，新业务招生常态化下，单人收入有望提升。

表 5：单点收入和教师产能

	FY19Q1	FY20Q1	FY21Q1	FY22Q1	FY23Q1
集团教育收入(百万美元)	860	1072	986	1309	596
网点数 (当期数据)	1100	1261	1472	1556	706
单点收入 (万美元)	0.78	0.85	0.67	0.84	0.84
教师数量 (上财年数据)	28100	33900	41,400	54,200	26,300
人均收入 (万美元)	3.1	3.2	2.4	2.4	2.3

数据来源：公司财报、东方证券研究所

### 4. 东方甄选快速出圈，已经贡献显著业绩

新东方在线为新东方子公司，承接集团线上业务。背靠新东方集团，领先的在线教育服务提供者。新东方在线作为新东方集团的线上教育平台，成立于 2005 年作为子公司独立运营，成立初期主要开展面向学校等机构的 toB 业务，2007 年获得首个机构客户，2013 年推出 Koolearn 在线学习平台，2019 年 3 月在港交所上市，成为首家登陆港股的在线教育企业。早期承接新东方线上课程成主攻 K12 双师大班和直播小班。“双减”政策后，公司一方面坚持原有教育业务，另一方面试水直播电商业务，成果显著。

图 26：新东方在线控股股东（截止 20221031）



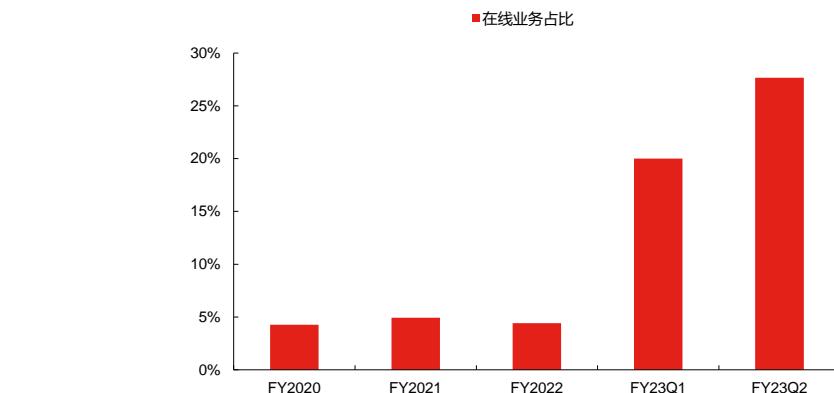
数据来源：新东方在线公告、东方证券研究所

收入占比显著提升，23 上半年为重要利润增量。FY23 上半年新东方在线及其他业务收入占比为 21%，约为 2.9 亿美元。新东方在线实现净利润 5.85 亿元，以持股比例部分确认到归母净利润

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

润中。

图 27：在线教育及其他收入占比



数据来源：公司财报、东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2023-2025 财年盈利预测做如下假设：

- 我们预计 FY23-25E 公司收入分别为 28.39/34.94/41.71 亿美元，23 财年东方甄选以及新业务快速增长，部分被停止的 K9 业务影响，收入小幅下滑。24/25 财年在各项业务带动下，收入整体恢复稳定增长。
- 公司 FY23-25E 年毛利率分别为 53%/52%/52%。结构上，集团受益于教育业务产能利用率的提升，毛利率上升，新东方在线业务自营占比提升，毛利率下降，综合导致公司整体毛利率略有下降。
- 公司 FY23-25E 年销售费用率为 13%/12%/11%，管理费用率为 33%/30%/28%。销售和管理费用的小幅下降主要考虑到销售收入的增长带来的规模效应。

表 6：盈利预测表（百万美元）

	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
教育服务	3667	2535	1717	2034	2364
yo <sup>y</sup>		-31%	-32%	18%	16%
线上教育及其他服务	211	137	629	898	1178
yo <sup>y</sup>		-35%	360%	43%	31%
留学咨询	279	326	379	455	524
yo <sup>y</sup>		17%	16%	20%	15%
其他	120	107	114	106	106

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	yoY	-11%	6%	-7%	0%
合计收入	4277	3105	2839	3494	4171
毛利润率	52%	44%	53%	52%	52%
销售费用率	-14%	-15%	-13%	-12%	-11%
管理费用率	-35%	-60%	-33%	-30%	-28%

数据来源：东方证券研究所

## 投资建议

“双减”政策后，公司顺利完成业务转型，战略布局卓有成效。品牌、渠道、师资依然是公司的核心竞争力，中长期随着管控政策优化，收入有望快速恢复。旗下品牌东方甄选，在抖音内脱颖而出，贡献业绩弹性。我们预计公司 23-25E 财年收入 28.39/34.94/41.71 亿美元，调整后归母净利润为 2.38/3.89/5.02 亿美元，分部估值法下，集团业务采用可比估值法，给予 23 财年 PE 32x，对应市值 349.6 亿元，新东方在线采取 DCF 估值法，并结合股权占比测算，对应 321 亿元，对应公司市值 670.7 亿人民币，汇率 0.89，对应 44.6 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值表（2023 年 2 月 28 日）

代码	公司	最新市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
003032.SZ	传智教育	73	191	236	288	38.3	31.0	25.4
605098.SH	行动教育	46	163	222	285	28.4	20.9	16.3
002599.SZ	盛通股份	31	57	143	176	55.1	21.8	17.7
0667.HK	中国东方教育	114	380	575	733	30.0	19.8	15.5
002841.SZ	视源股份	482	2,069	2,597	3,118	23.3	18.6	15.5
	调整后平均					32.2	20.8	16.5
	新东方（剔除新东方在线估值）	349.6	1,092	2,003	2,608			

数据来源：wind、东方证券研究所（新东方归母净利润为人民币口径，其他为人民币口径，估值为基于新东方 24 财年经调整口径计算）

表 8：新东方分部估值合计

新东方-教育业务 (人民币亿元)	349.6
新东方-新东方在线 (人民币亿元)	576.8
新东方股权占比	55.7%
新东方估值测算合计 (人民币亿元)	670.7
新东方股价 (港元)	44.6

数据来源：东方证券研究所

## 风险提示

### ➤ 各业务板块增长低于预期

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

大多数教育公司转型职业教育赛道，竞争格局激化下，公司新布局大学业务盈利能力或不及预期。而素质教育处于产品早期，家长需求相比 K9 服务刚需程度下降，增长或不及预期，我们预计素质教育板块收入占比 FY23/24/25 为 18%/19%/20%，对收入增长影响大。

➤ **行业竞争格局致利润不及预期**

教育公司转型职业教育、素质教育等领域，竞争格局加剧，盈利能力难以短期修复

➤ **直播电商业务贡献低于预期**

我们预计直播电商业务 FY23/24/25 收入约为 6.3/9.0/11.8 亿美元，占比 22%/26%/28%，对收入影响较大。

**附表：财务报表预测与比率分析（货币单位：美元）**

资产负债表					利润表						
单位:百万元	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E	单位:百万元	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
货币资金	2,826	2,289	2,533	2,947	3,618	营业收入	4,277	3,105	2,839	3,494	4,171
应收账款	13	40	24	31	31	营业成本	-2,037	-1,754	-1,345	-1,666	-2,004
预付账款	269	215	171	212	255	营业税金及附加					
存货	31	28	40	50	60	营业费用	-601	-467	-380	-413	-457
其他	3,435	1,902	1,902	1,902	1,902	管理费用	-1,490	-1,867	-938	-1,051	-1,172
<b>流动资产合计</b>	<b>6,574</b>	<b>4,474</b>	<b>4,671</b>	<b>5,143</b>	<b>5,867</b>	财务费用					
长期股权投资	538	438	488	463	475	资产减值损失	-32	0	0	0	0
固定资产	865	403	417	515	613	公允价值变动收益					
在建工程	14	4	6	6	8	投资净收益	-1	-51	-12	-14	-14
无形资产	78	74	109	109	110	其他					
其他	2,082	643	615	716	837	<b>营业利润</b>	116	-1,034	163	349	524
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,577</b>	<b>1,561</b>	<b>1,635</b>	<b>1,809</b>	<b>2,043</b>	营业外收入	198	-50	111	105	105
<b>资产总计</b>	<b>10,151</b>	<b>6,035</b>	<b>6,306</b>	<b>6,952</b>	<b>7,910</b>	营业外支出					
短期借款						<b>利润总额</b>	314	-1,084	274	455	629
应付账款	123	98	84	104	124	所得税	-84	-136	-52	-91	-135
其他	3,349	1,612	1,769	2,007	2,442	<b>净利润</b>	230	-1,220	222	364	495
<b>流动负债合计</b>	<b>3,471</b>	<b>1,710</b>	<b>1,853</b>	<b>2,111</b>	<b>2,566</b>	少数股东损益	-104	-33	59	71	89
长期借款						归属于母公司净利润	334	-1,188	163	293	406
应付债券	298	65	65	65	65	每股收益（元）	0.20	-0.70	0.10	0.17	0.24
其他	1,364	466	431	526	624						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,661</b>	<b>531</b>	<b>496</b>	<b>591</b>	<b>689</b>						
<b>负债合计</b>	<b>5,133</b>	<b>2,241</b>	<b>2,350</b>	<b>2,702</b>	<b>3,255</b>						
少数股东权益	105	88	88	88	88						
股本	2	2	2	2	2						
资本公积	2,396	2,509	2,509	2,509	2,509						
留存收益	2,253	1,065	1,228	1,521	1,927						
其他	262	129	129	129	129						
<b>股东权益合计</b>	<b>5,018</b>	<b>3,794</b>	<b>3,956</b>	<b>4,249</b>	<b>4,655</b>						
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,151</b>	<b>6,035</b>	<b>6,306</b>	<b>6,952</b>	<b>7,910</b>						
现金流量表					主要财务比率						
单位:百万元	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E		FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
归母净利润	334	-1,188	163	293	406	<b>成长能力</b>					
折旧摊销	231	195	129	159	190	营业收入	20%	-27%	-9%	23%	19%
财务费用						营业利润	-71%	-992%	-116%	114%	50%
投资损失						归属于母公司净利润	-19%	-455%	-114%	80%	39%
营运资金变动	529	-1,154	190	200	402	<b>盈利能力</b>					
其它	36	866	-91	106	93	毛利率	52%	44%	53%	52%	52%
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,130</b>	<b>-1,280</b>	<b>392</b>	<b>758</b>	<b>1,090</b>	净利率	8%	-38%	6%	8%	10%
资本支出	-391	-145	-98	-369	-407	ROE	7%	-31%	4%	7%	9%
长期投资	-1,774	1,343	-50	25	-12	ROIC	4%	-32%	6%	8%	10%
其他	-13	-29	0	0	0	<b>偿债能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,178</b>	<b>1,169</b>	<b>-147</b>	<b>-344</b>	<b>-419</b>	资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
债权融资	177	-222	0	0	0	净负债率	1.0	0.6	0.6	0.6	0.7
股权融资	1,485	0	0	0	0	流动比率	1.9	2.6	2.5	2.4	2.3
其他	-8	-9	0	0	0	速动比率	1.8	2.5	2.4	2.3	2.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,654</b>	<b>-231</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>营运能力</b>					
汇率变动影响	106	-95	0	0	0	应收账款周转率	334.5	78.3	117.9	111.8	133.1
<b>现金净增加额</b>	<b>713</b>	<b>-438</b>	<b>244</b>	<b>414</b>	<b>671</b>	存货周转率	65.3	62.8	33.3	33.3	33.3
						总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
						<b>每股指标（元）</b>					
						每股收益	0.20	-0.70	0.10	0.17	0.24
						每股经营现金流	0.67	-0.75	0.23	0.45	0.64
						每股净资产	2.96	2.24	2.33	2.50	2.74
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	20.2		41.5	23.1	16.7
						市净率	1.35	1.78	1.71	1.59	1.45
						EV/EBITDA	19.5		23.1	13.3	9.5
						EV/EBIT	58.3		41.4	19.3	12.9

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

# 甄选农产品好物，服务社会价值

## —新东方在线首次覆盖报告

### 核心观点

- 顺利转型直播电商，旗下品牌东方甄选脱颖而出。**“双减”政策出台后，公司迅速完成业务转型。新战略下，在业务布局上主要有四个方面：大学教育、海外备考、机构合作与直播电商业务。**东方甄选为新东方在线旗下直播电商品牌**，21年12月28日首场抖音直播，经过半年的打磨形成知识带货新模式，差异化内容在6月出圈，五日内粉丝数量和销售额呈现爆发性增长，截止22年6月14日粉丝数量587万（五天内增长476万），销售额4200万（五天内增长3853万），成功出圈。
- 教育业务调整成熟，大学和海外考培业务有望恢复增长。**新东方在线教育板块业务，主要承接全国统一的线上课程，与集团分校本地化内容分别满足差异化需求。公司从2019年4月起决定大力改善产品线，投入较大，前期投入完成后，盈利能力有望上升。**大学业务板块主要以国内考培和海外备考为主，考虑到宏观就业压力带来升学需求，课程需求有望提升。**“双减”之后，进一步推出专升本的线上课程，切合就业压力下的升学需求，预计带来收入新增量。
- 旗下东方甄选实现品类拓展，产品+内容+运营服务体系初具规模。账号体系——**7月以来东方甄选主账号运营逐步进入成熟阶段，日均GMV超千万，10月以来通过购物节等形式，美丽生活账号再次突破销售峰值，看世界和将近酒拓展旅游和酒水产品有望在下半财年贡献新增量。**自营产品——**持续推陈出新，月均稳定推出新品，7/8/9月上线品类月销售额接近1500万/款，展现公司优异的选品能力。运营体系——服务逐步细化，公司宣布与京东顺丰进行物流合作，完善供应链体系。搭建会员体系，针对用户精细化运营，为长期发展奠定良好基础。

### 盈利预测与投资建议

- 新东方在线顺利完成战略转型，依托新东方强大的品牌和人才底蕴，旗下品牌东方甄选经过半年打磨快速成为抖音电商生态的头部直播间。长期来看，公司在赛道选取和内容创新能力突出，看好公司长期渠道拓展，我们预计FY23-25收入43.7/61.1/80.1亿元，调整后归母净利润为10.56/12.29/15.45亿元，采用DCF估值法，合计市值为651亿港元，目标价64.26港元，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 教育业务减亏不及预期；东方甄选渠道拓展不及预期；自营业务拓展不及预期

### 公司主要财务信息

	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入(百万元)	1,419	601	4,368	6,108	8,007
同比增长(%)	31.29%	-57.67%	627.29%	39.85%	31.09%
营业利润(百万元)	-1,659	-89	1,245	1,451	1,817
同比增长(%)	-132.52%	94.62%	1494.21%	16.58%	25.17%
归属母公司净利润(百万元)	-1,658	-534	962	1,089	1,363
同比增长(%)	-123.50%	67.80%	280.16%	13.16%	25.17%
每股收益(元)	-1.64	-0.53	0.95	1.07	1.35
毛利率(%)	29.06%	65.08%	42.39%	38.58%	35.99%
净利率(%)	-116.90%	-88.92%	22.02%	17.82%	17.02%
净资产收益率(%)	-82.55%	-32.54%	36.96%	29.49%	26.96%
市盈率(倍)			44.53	39.35	31.44
市净率(倍)	21.32	26.10	16.46	11.60	8.48

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入 (首次)
股价 (2023年02月27日)	47.7港元
目标价格	64.26港元
52周最高价/最低价	75.55/2.84港元
总股本/流通H股 (万股)	101,304/101,304
H股市值 (百万港币)	48,322
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2023年02月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.02	-34.92	21.99	824.42
相对表现	0.5	-22.82	8.5	836.82
恒生指数	-4.52	-12.1	13.49	-12.4



### 证券分析师

项倩倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
吴从露	wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520020003 香港证监会牌照：BQJ931
詹博	021-63325888*3209 zhanbo@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521110001

### 相关报告

成本端投入趋于稳定，静待各条产品线成长——新东方在线21财年中报点评 2021-01-26

# 目 录

1. 经营管理行稳致远，顺利转型直播电商.....	4
1.1 教育板块梳理完成，23 财年轻装上阵 .....	4
1.2 发力直播电商业务，东方甄选快速出圈 .....	5
2. 大学业务调整完成，专升本带来新增量.....	6
2.1 前期产品升级完成，稳态投入下盈利有望兑现 .....	6
2.2 承接集团线上教学服务，专升本新品有望带来新增量.....	7
3. 东方甄选注重品牌建设，谋求长期发展.....	8
3.1 主账号日趋成熟，美丽生活再次引爆.....	8
3.2 内容侧：多账号运营，适配多样化品类 .....	9
3.3 产品侧：注重自营发展，兼顾产品多样性 .....	10
3.4 运营侧：完善供应链和会员，提升服务质量.....	11
盈利预测与投资建议 .....	13
盈利预测 .....	13
投资建议 .....	13
风险提示 .....	15

## 图表目录

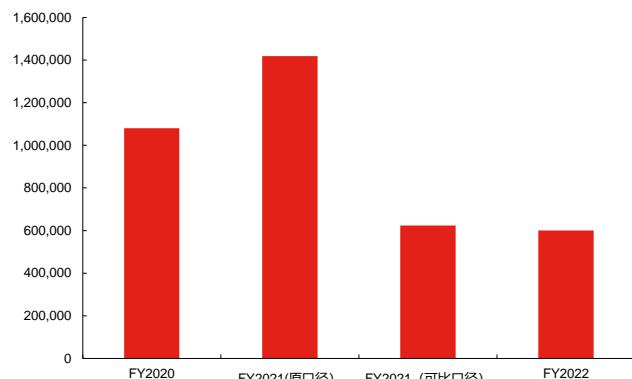
图 1: 公司收入增长情况 (千) .....	4
图 2: 22 财年公司收入结构.....	4
图 3: 公司销售费用和研发费用 (千) (21/22 为不含 K12 业务的可比口径) .....	4
图 4: 首日直播带货 .....	5
图 5: 直播间知识带货 .....	5
图 6: 出圈前阶段的粉丝数量及销售额 .....	5
图 7: 大学业务分部收入 (千) 及增速 .....	6
图 8: 新东方在线净利润 (千元) .....	6
图 9: 新东方在线丰富的教育产品 .....	7
图 10: 新东方在线专升本课程 .....	7
图 11: 新东方在线专升本精选课程 .....	7
图 12: 东方甄选粉丝数量情况 (截至 22/12/31, 万) .....	8
图 13: 东方甄选 GMV 增长情况 (截至 22/12/31, 万元) .....	8
图 14: 美丽生活购物节活动.....	8
图 15: 东方甄选美丽生活 GMV 销量 (万元) .....	8
图 16: 东方甄选的账号体系.....	9
图 17: 22 年自营新品产品推出频率 (款) .....	10
图 18: 22 年自营 GMV 占比.....	10
图 19: 22 年自营品平均每款销售额 (万元) .....	10
图 20: 部分地区物流受限 .....	11
 表 1: 专升本招生数量 .....	7
表 2: 部分爆款自营产品 .....	10
表 3: 东方甄选会员体系 .....	12
表 4: 盈利预测表(百万元) .....	13
表 5: WACC 计算及假设 .....	14
表 6: DCF 估值结果(港元) .....	14
表 7: 估值结果敏感性分析 (港元) .....	14

## 1. 经营管理行稳致远，顺利转型直播电商

### 1.1 教育板块梳理完成，23 财年轻装上阵

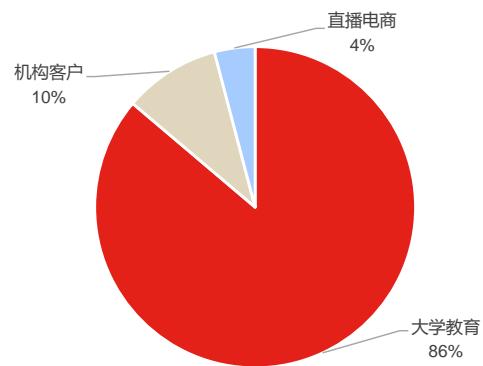
**“双减”政策出台后，公司迅速完成业务转型。**21 年 10 月 25 日，新东方在线发布公告将停止经营中国内地义务教育阶段 K9 学科类校外培训服务，在业务布局上主要有四个方面：大学教育、海外备考、机构合作与直播电商业务。**由于业务 K12 业务剥离，22 财年收入下滑，可持续收入为 6 亿元 (yoY-58%)，重述口径下同比下滑 3.7%，疫情和政策冲击下，主业较为稳健。**

图 1：公司收入增长情况 (千)



数据来源：公司财报、东方证券研究所

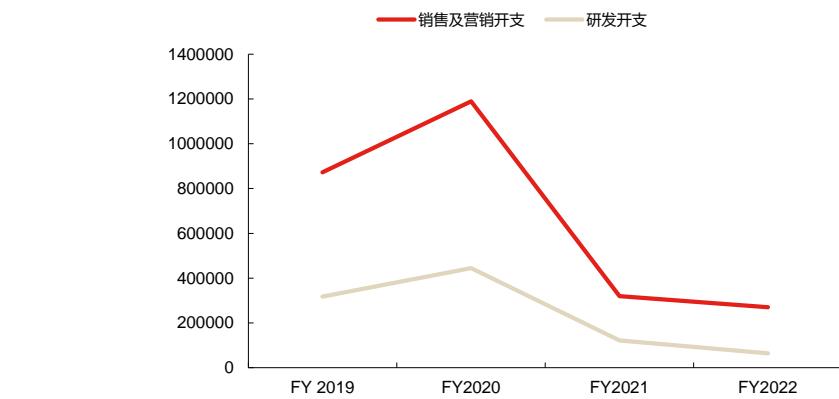
图 2：22 财年公司收入结构



数据来源：公司财报、东方证券研究所

**前期研发投入基本完成，亏损业务关停，教育板块大幅减亏。**19 年以来，公司在大学课程内容进行了新产品的研发投入，推出双师直播课程，提升课程的服务深度，课程产品均已上线，22 财年研发显著减少。营销投入上，业务处于调整期，投放量入不敷出。可以看到公司研发费用和销售费用在 22 财年都有所下降，公司净亏损率显著收窄到-11.8%。疫情管控优化下，留学考研等业务招生修复，教育板块有望逐步扭亏转正。

图 3：公司销售费用和研发费用 (千) (21/22 为不含 K12 业务的可比口径)



数据来源：公司财报、东方证券研究所

## 1.2 发力直播电商业务，东方甄选快速出圈

**基于自身品牌和人员优势，公司布局直播电商领域。**21年12月28日晚，俞老师携助农品牌“东方甄选”，正式在抖音直播间面对公众亮相，开启了首场农产品直播带货。在出圈之前可以看到，东方甄选在团队的稳定运营下，粉丝数量和销售额稳步提升。6月初依托差异化的知识带货的内容，直播间热度迅速提升。根据蝉妈妈的数据，6月16日粉丝数量达到1203万（增长超千万），销售额达到6649万，成功出圈。

图4：首日直播带货



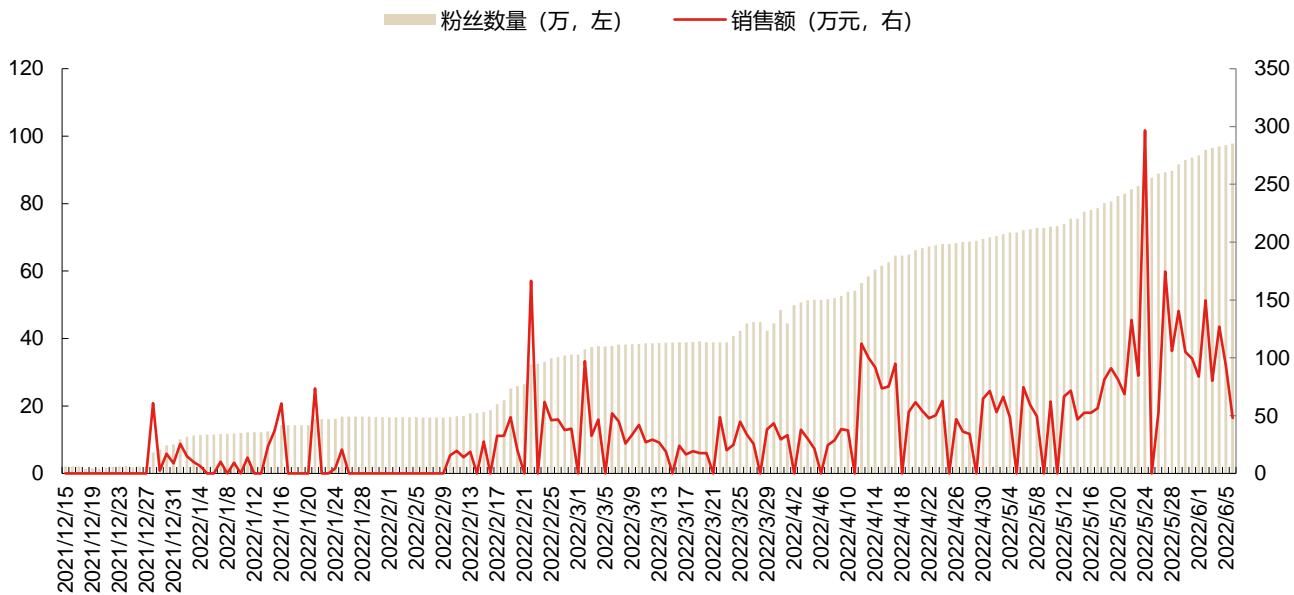
数据来源：抖音、东方证券研究所

图5：直播间知识带货



数据来源：抖音、东方证券研究所

图6：出圈前阶段的粉丝数量及销售额



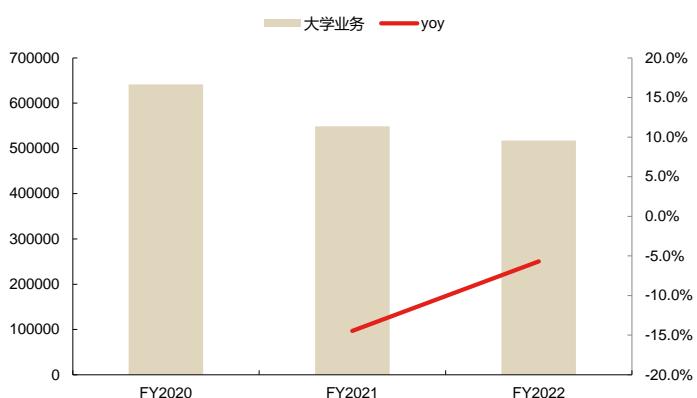
数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所

## 2. 大学业务调整完成，专升本带来新增量

### 2.1 前期产品升级完成，稳态投入下盈利有望兑现

**大学业务经历改革调整，专注大学备考和海外备考业务。**公司从 2019 年 4 月起决定大力改善产品线，21 财年公司已完成将大学业务重心聚焦到国内考试和国外考试 2 条业务主线，整合英语产品线。22 财年处于集团业务调整期，大学业务分部收入较 21 财年小幅下滑，同比下降 5.7%，随着留学需求逐步企稳，叠加公司新课程推出，收入有望在 23 财年恢复增长。

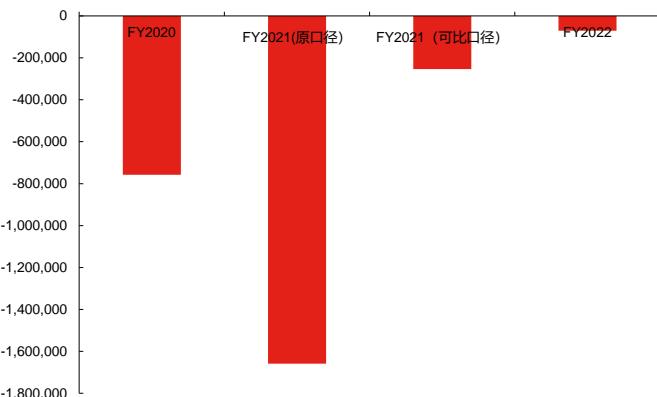
图 7：大学业务分部收入（千）及增速



数据来源：公司财报、东方证券研究所

稳态投入下，教育业务减亏趋势显著。20 年以来 K12 在线业务竞争激烈，公司在人员和销售方面投入较大，导致 21 财年亏损大幅提升。停止 K12 业务后，公司专注于大学和海外线上业务，盈利能力大幅改善，可比口径下，22 财年持续减亏，预计随着海外留学需求复苏和新产品带动，教育板块有望在 23 财年开始贡献正向利润。

图 8：新东方在线净利润（千元）



数据来源：公司财报、东方证券研究所

## 2.2 承接集团线上教学服务，专升本新品有望带来新增量

**公司产品线丰富，线上培训切合大学生备考需求。**课程产品上，新东方在线承接新东方线下业务的深厚教研基础，内容储备充分，课程内容涵盖大学备考、留学课程、英语培训以及专升本等课程。**课程形式上**，以录播和直播课为主，与大学教育备考非常契合，大学生自制力强，对备考教育需求主要体现在优质内容方面，对督促和陪伴学习需求较低。

图 9：新东方在线丰富的教育产品



数据来源：公司官网、东方证券研究所

**就业压力下，专升本学额持续扩张。**在《职业教育提质培优行动计划（2020—2023年）》中，明确提到不限制专科高职学校招收中职毕业生的比例，适度扩大专升本招生计划，为部分有意愿的高职（专科）毕业生提供继续深造的机会。从结果也可以看到，**专升本学额持续扩张，教育部的数据显示 19-21 年专升本招生持续增长，21 年达到 73.28 万，局部省份测算下来 22 年已经超过 80 万，升学需求持续提升。**

表 1：专升本招生数量

	19 年	20 年	21 年
专升本（人）	317500	617900	732800
专科毕业生占比	8.7%	16.4%	18.4%
yoY		94.6%	18.6%

数据来源：教育部、东方证券研究所

备注：专科毕业生占比为专升本招生人数在专科毕业生中占比。

**就业压力下，升学需求旺盛，线上课程承接差异化需求。**大学业务方面，在保证考研产品与时俱进的同时，公司推出本地化的专升本产品。课程内容强调内容的本地化，通用课程推出全国统一的课程版本，并针对性推出定向河南、广东等省份的课程，以满足本地化的需求。

图 10：新东方在线专升本课程

图 11：新东方在线专升本精选课程



数据来源：公司官网、东方证券研究所



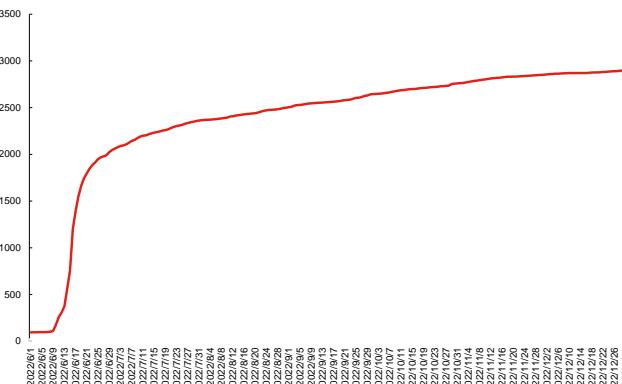
数据来源：公司官网、东方证券研究所

### 3. 东方甄选注重品牌建设，谋求长期发展

#### 3.1 主账号日趋成熟，美丽生活再次引爆

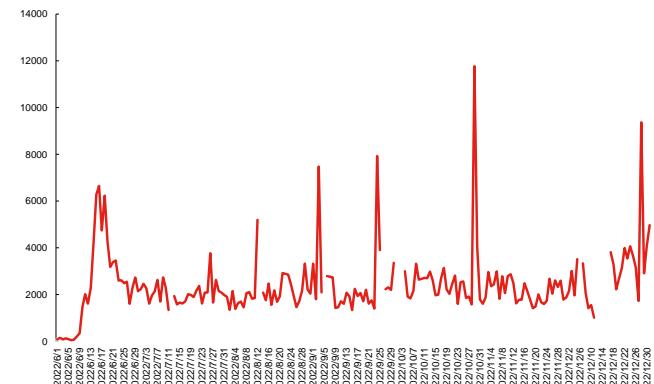
**东方甄选自6月爆火以来，热度居高不下。**东方甄选于2022年6月初开始受到公众的广泛关注，其粉丝量实现从百万到千万的突破仅用一周，期间单日峰值GMV更是高达6000万。截止12月31日，东方甄选高峰热度过后粉丝仍有稳定增长，粉丝数量2901万。

图12：东方甄选粉丝数量情况（截至22/12/31，万）



数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所

图13：东方甄选GMV增长情况（截至22/12/31，万元）



数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所

**购物节模式在东方甄选美丽生活号打通，账号再次出圈。**东方甄选美丽生活在品类上主要为美妆护肤为主，从22年7月11日开始直播，依托东方甄选主账号的引流和头部主播的支持，在细分需求满足上实现了较为稳定的变现能力，粉丝量达超过200万，GMV整体呈现线上趋势。平台以双十一为契机，持续举办购物节专场活动，销量再次提升，成为东方甄选主要的增量来源。

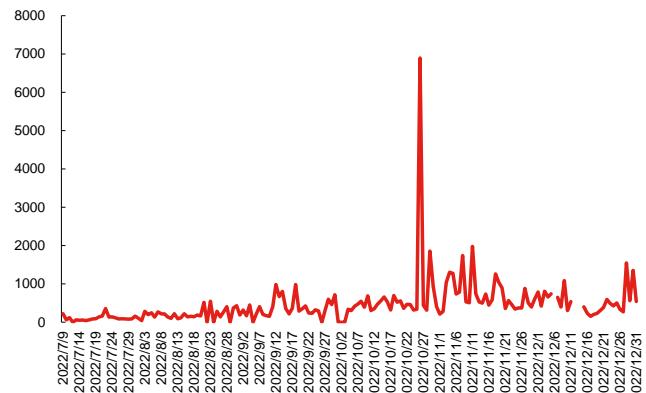
图14：美丽生活购物节活动

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图15：东方甄选美丽生活GMV销量（万元）

时间	活动
10.26	护肤专场
10.29-10.30	山东外景
11.03	个护家清囤货日
11.05	美丽生活家装日
11.06	居家焕新日
11.07	护肤品牌惊喜小专场
11.08	护肤好物返场
11.9	母婴小专场
11.11	双十一好物大集合

数据来源：抖音、东方证券研究所



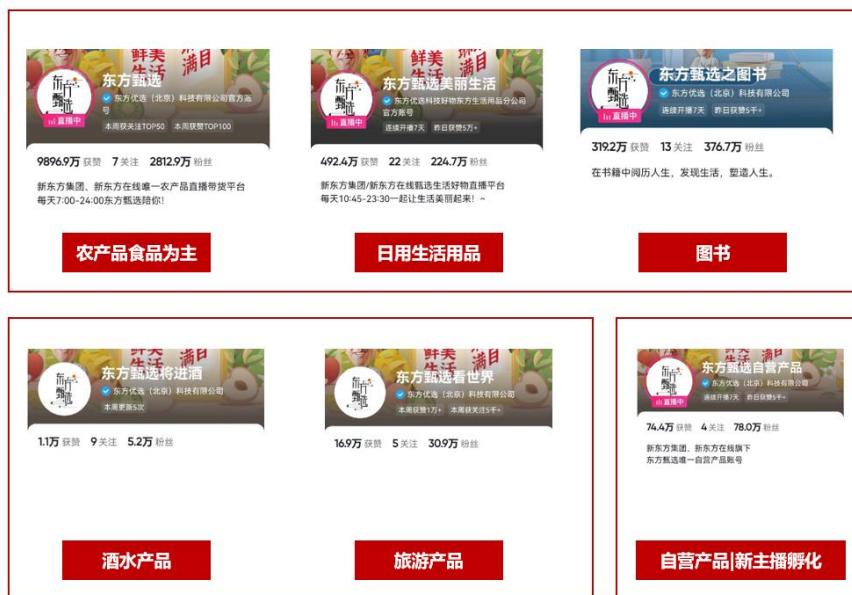
数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所

### 3.2 内容侧：多账号运营，适配多样化品类

**东方甄选从农产品直播间实现了跨品类直播间拓展。**保持差异化的同时避免过于分散，当前东方甄选直播间主要有 6 个，东方甄选、美丽生活直播间、东方甄选图书和东方甄选自营，另外东方甄选看世界和将进酒，前四个直播间保持较高的直播频率，后面两个直播间处于起号阶段直播频次较低。

**不同账号主播，主播专注度有所差异。**比如热门人气主播董宇辉、明明、七七、yoyo 常驻东方甄选主账号。依然存在主播在其他直播间串场情况，比如 yoyo 会去美丽生活串场、董宇辉会去东方甄选之图书直播。新主播逐步亮相主账号，主播培养体系完善，冯冯首秀后常驻图书直播间，10 月 4 日也参与主账号直播。**自营产品直播间产品和主账号重复，给予新主播锻炼的机会，“寻味西北，云游丝路”专场活动首次亮相的主播小贝、齐鲁山东行亮相的主播超凤等人于自营产品直播间直播，并有老主播串场。**

图 16：东方甄选的账号体系



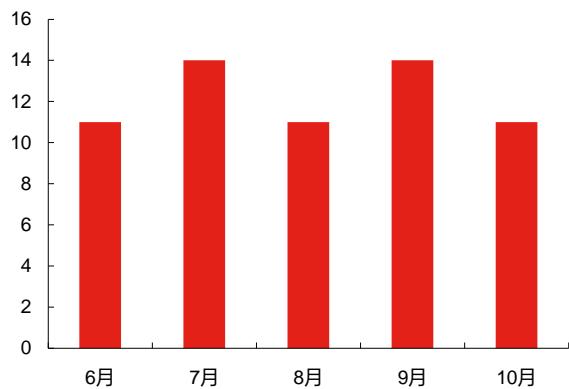
数据来源：抖音、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 3.3 产品侧：注重自营发展，兼顾产品多样性

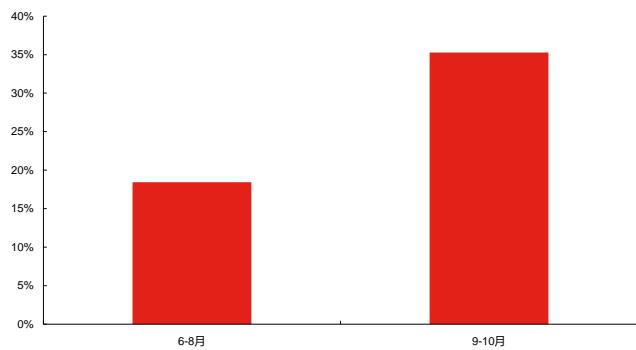
从收入模式来看，东方甄选主要有自营和佣金两种模式。自营模式即公司承担货物库存，销售收入以商品全额确认，成本按照销售成本确认。佣金模式为只确认带货佣金为收入，成本相对较低，毛利率较高。22财年公司直播带货收入为2458万元，营业成本为1529.7万元，毛利率为38%，人员等固定成本占比较高。结合蝉妈妈的数据来看，公司自营产品持续上新，9-10月自营GMV占比为35.1%，较上6-8月显著提升。

图 17：22年自营新品产品推出频率（款）



数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所

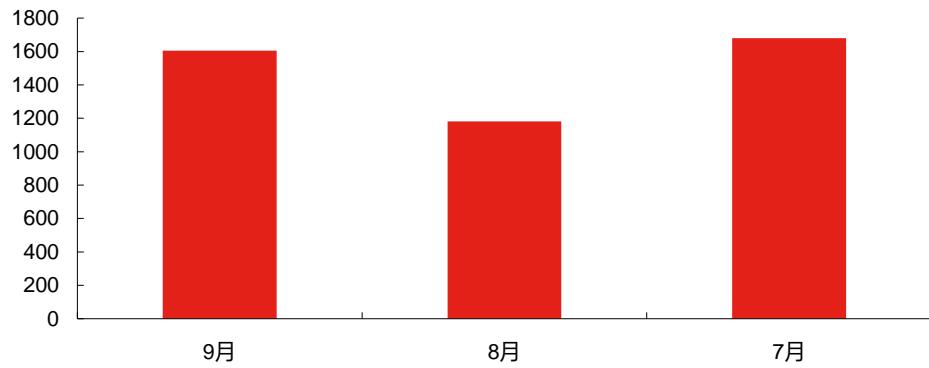
图 18：22年自营 GMV 占比



数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所

**东方甄选重视自营产品沉淀，引领多款爆款产品。**自营产品已经形成了稳定的输出能力，统计可以看到7/8/9月的推出的自营产品销售额保持在1500万/款，展现了公司选品能力。其中烤肠、坚果等品类作为大众消费品，销售额遥遥领先，小众细分品类如蓝莓汁、沙棘汁等依然保持不错的销量。整体来看，自营产品在东方甄选直播间内销量排名处于头部地位。

图 19：22年自营品平均每款销售额（万元）



数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所

表 2：部分爆款自营产品

产品	22年9-10月销售额（万元）
甄选自营   东方甄选原味/黑胡椒/芝士烤肠 400g/盒(50g*8根)	6291

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

甄选自营   东方甄选每日坚果 750g(25g*30)	5849
甄选自营   东方甄选意大利面 四种口味花样吃 4/6 盒装	3823
甄选自营   东方甄选潮汕牛肉丸/牛筋丸 250g/袋*4	3152
甄选自营   东方甄选五常稻香米 5kg	3083
甄选自营   东方甄选南美白虾 1.65kg/盒 (20-30 规格/30-40 规格)	2848
甄选自营   东方甄选坚果汉川鲜藕粉 2 罐装 500g/罐	2583
甄选自营   东方甄选有机野生蓝莓原浆 100ml*8 瓶/箱	2444
甄选自营   东方甄选沙棘果汁饮料 10*236ml/箱	2214
甄选自营   东方甄选六英寸榴莲奶油千层蛋糕 2 盒装 (450g/盒)	2024
甄选自营   东方甄选黑蜂椴树雪蜜 550g/瓶	1850
甄选自营   东方甄选无糖芝麻核桃黑豆粉 500g/罐*2	1720
甄选自营   东方甄选鲜榨玉米汁 300g*12 瓶/箱	1702
甄选自营   东方甄选香煎鸡胸肉 1000g/袋 (100g*10 独立小袋)	1592
甄选自营   东方甄选冷冻青虾仁 去冰 800g (200g/袋*4)	1557
甄选自营   东方甄选 A180 级紫衣腰果 2 罐装 500g/罐	1514
甄选自营   东方甄选北极甜虾 去冰净含量 1.5kg/盒	1504
甄选自营   东方甄选澳洲谷饲牛肉饼 12 片装 120g/片	1276
甄选自营   东方甄选谷饲安格斯原切西冷牛排*4&眼肉牛排*2 1200g	1215
甄选自营   东方甄选醇香黄鱼鲞 5 袋装 250g/袋	1187
甄选自营   东方甄选生干虾皮 2 罐装 100g/罐	1163
甄选自营   东方甄选慈梨膏 3 盒装 130g/盒	1154
甄选自营   东方甄选长粒香米 5kg	1020
甄选自营   限量东方甄选猫山王榴莲冰皮月饼 408g (6*68g)	1008
甄选自营   东方甄选甄享世界挂耳咖啡 100g/盒	996

数据来源：蝉妈妈、东方证券研究所

### 3.4 运营侧：完善供应链和会员，提升服务质量

**加强供应链建设，布局自营仓储。**公司生鲜产品较多，时效性非常重要，尤其自营产品的全链条服务能直接影响用户口碑。**8月31日，东方甄选宣布，与顺丰物流、京东物流达成合作**，在北京、广州、杭州、郑州、成都5个城市，计划建立20个自营产品仓库，为自营产品提供面向全国的物流服务保障。**以京东物流为例，东方甄选自营产品的同城订单，可实现即日达或次日达。**

图 20：部分地区物流受限



数据来源：东方甄选、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**会员体系构建私域流量，形成双向反馈。**当前会员为无门槛会员，入会会提供定期的优惠券和活动折扣，进入粉丝群后，有专人进行服务，沟通产品建议。跨平台来看，自营 APP 和抖音平台并未打通，未来吸引消费者使用，预计 APP 内优惠力度更大，双十一期间还推出了满 300 减 50 的活动，强化自有流量。

表 3：东方甄选会员体系

东方甄选 APP					
<b>入会规则：</b>		<b>升级方式：</b>			
<ul style="list-style-type: none"> <li>·分 6 级，注册即成为 1 级 VIP</li> <li>·未介绍不同级别的会员待遇区别</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>·积累成长值实现升级</li> <li>·除初始 2 成长值之外没有介绍其他获取方法</li> </ul>			
<b>会员权益：</b>					
<ul style="list-style-type: none"> <li>优惠券：积分兑换，无门槛</li> <li>利用积分换取优惠券及特定福利商品</li> </ul>		优惠券金额	兑换条件		
<ul style="list-style-type: none"> <li><b>·抖音内新开通会员的用户可获 5 元无门槛优惠券（领取后 30 天内有效）、60 天内满 100 减 15</b></li> </ul>		5 元	500 积分		
<ul style="list-style-type: none"> <li>所有商品消费 1 元可获得 5 积分</li> <li>每连续签到 3 天可获得 300 积分</li> <li>积分永久有效，下单时，每笔订单最多抵扣 50%</li> </ul>		10 元	1000 积分		
		20 元	2000 积分		
		50 元	5000 积分		
		100 元	10000 积分		
注：100 积分=1 元					
抖音·东方甄选企业店					
<b>入会规则：</b>		<b>升级方式：</b>			
<ul style="list-style-type: none"> <li>·共两级，任意用户均可申请成为会员，入会即为 VIP1</li> <li>·未介绍不同级别的会员待遇区别</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>·成为会员后累计在店内消费达 10000 元，可升级至 VIP2</li> </ul>			
<b>会员权益：</b>					
<ul style="list-style-type: none"> <li><b>·抖音内新开通会员的用户可获 5 元无门槛优惠券（领取后 30 天内有效）、全店可用 9.5 折优惠券（领取当日起 7 天内有效）</b></li> <li>·会员折扣与优惠</li> <li>·会员购买所累积的积分可以兑换品牌商所提供的各类会员礼品</li> <li>·会员管家提供会员专属优惠信息和活动通知</li> </ul>					
<b>积分获取方式</b>		优惠券：积分兑换			
<ul style="list-style-type: none"> <li>·入会即赠 100 积分</li> <li>·留存生日信息可获 100 积分，限领一次</li> <li>·观看直播 10 分钟可获 10 积分，每日限领一次</li> <li>·直播点赞 200 次可获 10 积分，每日限领一次</li> <li>·短视频点赞 5 次可获 10 积分，每日限领一次</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>·新会员可获 5 元、9.5 折优惠券</li> <li>·其余规则及优惠券种类与 APP 相同</li> </ul>			

数据来源：东方甄选、东方证券研究所

综合来看，“双减”转型后，新东方在线重点逐步向直播电商迁移，旗下东方甄选在内容、产品和运营端持续完善。农产品内容电商上行趋势清晰，公司先发卡位渠道品牌。中长期来看，自营 SKU 和供应链能力持续发力，伴随着内容投入，农产品渠道品牌领军地位稳固后，多渠道拓展有望成功，长期成长性突出。

## 盈利预测与投资建议

## 盈利预测

我们对公司 23-25 财年的收入和成本预测如下：

- 我们预计公司 23-25 财年收入分别为 43.7/61.1/80.1 亿元，增长主要来自于直播电商业务的快速发展。
  - 营业成本主要受收入结构影响较大，FY23-25 毛利率分别为 42%/39%/36%，主要受到直播电商自营占比提升，毛利率结构性下降。
  - 销售费用：品牌力稳固，内容运营能力强，销售费用保持在低位，FY23-25 销售费用率分别为 11%/10%/9%，管理和研发费用率保持稳定，管理费用率 FY23-25 分别为 4%/4%/4%，研发费用率 FY23-25 分别为 2%/2%/1%。

表 4：盈利预测表(百万元)

## 投资建议

新东方在线顺利完成战略转型，依托新东方强大的品牌和人才底蕴，旗下品牌东方甄选经过半年打磨快速成为抖音电商生态的头部直播间。长期来看，公司在赛道选取和内容创新能力突出，看好公司长期渠道拓展，我们预计 FY23-25 收入 43.7/61.1/80.1 亿元，调整后归母净利润为 10.56 /12.29/15.45 亿元，采用 DCF 估值法，合计市值为 651 亿港元，目标价 64.26 港元，给予“买入”评级。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 5: WACC 计算及假设

参数	数值
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 $G_n$ (%)	3.00%
无风险利率 $R_f$	2.89%
无杠杆影响的 $\beta$ 系数	0.73
考虑杠杆因素的 $\beta$ 系数	0.79
市场收益率 $R_m$	9.59%
规模风险因子	0.00%
公司特有风险	0.00%
债务比率 $D/(D+E)$	10.00%
债务利率 $r_d$	4.30%
股权投资成本 $(K_e)$	8.20%
WACC	7.70%

数据来源：东方证券研究所

表 6: DCF 估值结果(港元)

项目	数值
FCFF 折现 (亿元)	180
终值折现 (亿元)	453
企业价值 (亿元)	633
权益价值 (亿元)	651
每股价值 (港元)	64.26

数据来源：东方证券研究所 (港币兑人民币 0.89)

表 7: 估值结果敏感性分析 (港元)

	WACC(%)	永续增长率 $G_n$ (%)				
		6.426	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
	5.70%	74.24	89.12	115.02	171.39	388.99
	6.20%	66.50	77.86	96.34	131.60	225.68
	6.70%	60.14	69.03	82.73	106.58	158.50
	7.20%	54.82	61.91	72.38	89.40	121.89
	7.70%	50.31	56.06	64.26	76.88	98.86
	8.20%	46.45	51.17	57.71	67.36	83.05
	8.70%	43.10	47.02	52.32	59.88	71.53
	9.20%	40.17	43.46	47.82	53.85	62.76
	9.70%	37.59	40.38	44.00	48.89	55.87

数据来源：东方证券研究所

## 风险提示

- 教育业务减亏不及预期

大学板块教育竞争较为激烈，盈利能力或低于预期

- 东方甄选渠道拓展不及预期

东方甄选业务流量增长不及预期，导致整体销量增长放缓，23-25 财年直播电商业务收入占比 87%、89%、91%，为公司核心业务，对公司盈利影响大，或对公司估值水平产生影响。

- 直播电商自营业务拓展不及预期

我们预计后续自营业务发展潜力大，预计自营 GMV 占比持续提升，FY23-25E 为 28%、34%、39%，若不及预期对利润增量影响较大。

## 附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表						
单位:百万元	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	单位:百万元	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E	
货币资金	1,836	1,230	1,957	2,800	4,200	营业收入	1,419	601	4,368	6,108	8,007
应收账款	31	38	332	484	582	营业成本	-1,006	-210	-2,516	-3,752	-5,125
预付账款	55	60	276	388	492	营业费用	-1,189	-270	-463	-629	-708
存货	0	5	378	544	618	研发费用	-444	-64	-94	-92	-96
其他	624	359	716	716	716	管理费用	-259	-214	-159	-244	-320
<b>流动资产合计</b>	<b>2,547</b>	<b>1,691</b>	<b>3,659</b>	<b>4,932</b>	<b>6,609</b>	财务费用	-15	-3	-2	-2	-2
长期股权投资	298	278	312	339	352	资产减值损失	-85	-3	0	0	0
固定资产	114	34	66	92	112	投资净收益	8	3	-9	-9	-9
在建工程						其他	-87	71	121	71	71
无形资产	303	48	218	305	320	<b>营业利润</b>	<b>-1,659</b>	<b>-89</b>	<b>1,245</b>	<b>1,451</b>	<b>1,817</b>
其他	25	8	8	8	8	营业外收入					
<b>非流动资产合计</b>	<b>739</b>	<b>368</b>	<b>604</b>	<b>744</b>	<b>793</b>	营业外支出					
<b>资产总计</b>	<b>3,285</b>	<b>2,059</b>	<b>4,263</b>	<b>5,676</b>	<b>7,401</b>	<b>利润总额</b>	<b>-1,659</b>	<b>-89</b>	<b>1,245</b>	<b>1,451</b>	<b>1,817</b>
短期借款	397	163	830	977	1,201	所得税	1	18	-283	-363	-454
应付账款	448	187	624	741	813	非持续经营亏损					
其他	198	43	180	241	308	<b>净利润</b>	<b>-1,658</b>	<b>-534</b>	<b>962</b>	<b>1,089</b>	<b>1,363</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,043</b>	<b>393</b>	<b>1,634</b>	<b>1,960</b>	<b>2,322</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款						<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-1,658</b>	<b>-534</b>	<b>962</b>	<b>1,089</b>	<b>1,363</b>
应付债券						每股收益 (元)	-1.64	-0.53	0.95	1.07	1.35
其他	234	25	25	25	25						
<b>非流动负债合计</b>	<b>234</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,276</b>	<b>418</b>	<b>1,660</b>	<b>1,985</b>	<b>2,347</b>						
少数股东权益	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00						
股本	0.129	0.129	0.129	0.129	0.129						
资本公积	2,009	1,641	2,603	3,691	5,054						
留存收益											
其他											
<b>股东权益合计</b>	<b>2,009</b>	<b>1,641</b>	<b>2,603</b>	<b>3,692</b>	<b>5,054</b>						
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,285</b>	<b>2,059</b>	<b>4,263</b>	<b>5,676</b>	<b>7,401</b>						
现金流量表					主要财务比率						
单位:百万元	FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E		FY2021A	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E
净利润	-1,658	-534	962	1,089	1,363	<b>成长能力</b>					
折旧摊销	149	89	99	139	151	营业收入	31%	-58%	627%	40%	31%
财务费用						营业利润	-133%	95%	1494%	17%	25%
投资损失						归属于母公司净利润	-124%	68%	280%	13%	25%
营运资金变动	115	-590	357	-105	86	<b>获利能力</b>					
其它	480	117	0	0	0	毛利率	29%	65%	42%	39%	36%
<b>经营活动现金流</b>	<b>-914</b>	<b>-918</b>	<b>1,419</b>	<b>1,122</b>	<b>1,600</b>	净利率	-117%	-89%	22%	18%	17%
资本支出	-125	-14	-301	-252	-187	ROE	-83%	-33%	37%	29%	27%
长期投资	737	-36	-391	-27	-14	ROIC	-68%	-4%	28%	23%	22%
其他	47	24	0	0	0	<b>偿债能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>659</b>	<b>-26</b>	<b>-692</b>	<b>-279</b>	<b>-200</b>	资产负债率	0.4	0.2	0.4	0.3	0.3
债权融资	-110	-47	0	0	0	净负债率	0.6	0.3	0.6	0.5	0.5
股权融资	1,522	1	0	0	0	流动比率	2.4	4.3	2.2	2.5	2.8
其他	0	0	0	0	0	速动比率	2.4	4.1	1.8	2.0	2.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,412</b>	<b>-45</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>营运能力</b>					
汇率变动影响	-118	18	0	0	0	应收账款周转率	45.9	16.0	13.2	12.6	13.8
<b>现金净增加额</b>	<b>1,039</b>	<b>-972</b>	<b>727</b>	<b>843</b>	<b>1,400</b>	存货周转率	-	45.3	6.7	6.9	8.3
						总资产周转率	0.4	0.3	1.0	1.1	1.1
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	-1.6	-0.5	0.9	1.1	1.3
						每股经营现金流	-0.9	-0.9	1.4	1.1	1.6
						每股净资产	2.0	1.6	2.6	3.6	5.0
						<b>估值比率</b>					
						市盈率			45	39	31
						市净率	21	26	16	12	8
						EV/EBITDA			32	27	22
						EV/EBIT	-26	-466	34	30	24

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

### **每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### **公司投资评级的量化标准**

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### **行业投资评级的量化标准：**

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业 的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，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来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。