

唯品会 (VIPS.N)

2024Q2 财报点评：收入持续承压，公司新批准 10 亿美金回购额度

优于大市

核心观点

收入端：本季度公司营业收入 269 亿元，yoy -3.6%，主要受需求疲软、竞争加剧影响：其中产品收入 251 亿元，yoy-4.1%，分品类看，穿戴品类低个位数增长，标品受竞争影响负增长；其他收入 18 亿，yoy+5%，其他收入的快速增长主要由杉杉奥莱店带动。展望 24Q3，受需求疲软、竞争加剧影响，管理层指引收入增速为-10%—5%区间。

运营数据：公司本季度 GMV 同比零增长至 506 亿，GMV 和收入增速差环比缩小。分拆看，Q2 活跃买家数 4430 万人，yoy -3%，据我们测算，本季度用户购买次数同比下降低个位数，单均价同比有所提升。值得一提的是，公司会员 SuperVIP 会员 yoy+11%至 740 万人，本季度 SuperVIP 成交金额占公司线上成交金额的 47%。

利润端：本季度公司利润表现稳健，Non-GAAP 净利润 22 亿元，同比-10%，净利率从去年同期 8.6%降至 8.1%，主要受汇兑损益影响，部分被经调经营利润增长抵消。本季度经调经营利润 yoy+12%，经调经营利润率 9.5%，经调 OPM 主要提升原因是公司毛利率持续提升。

股东回报：管理层宣布 Q2 回购 2.1 亿美元股票，现有回购计划中还剩 3.3 亿美金，有效期至 2025 年 3 月 31 日，公司管理层已批准新的 10 亿美金回购额度，计划在已有回购额度用完后 2 年内有效。公司维持将不少于 2024 年全年 non-gaap 净利润的 75%用于股票回购和股息分配的计划（据国信互联网测算 2024 年股东回报约 68 亿人民币，股东回报率预计约 15%）。

投资建议：维持“优于大市”评级。公司持续下调 2024 年指引，主要受消费疲软及竞争加剧影响，预计 Q3 收入增速-10%到-5%区间，全年收入低个位数下降。我们下调 2024-2026 年公司营业收入至 1090/1126/1195 亿元人民币，调整幅度为-7.6%/-10.1%/-10.1%；公司毛利率持续提升，对市场费用管控严格，部分抵消收入降速带来的影响，我们下调 2024-2026 年公司经调净利润至 90/97/103 亿元人民币，调整幅度为-6.9%/-8.4%/-4.9%。

目前公司股价对应 2024 年 PE 为 5 倍，2024-2026 年收入/经调净利复合增速 5%/7%，公司不断提升股东回报，预计 2024 年股东回报率 15%，我们给予公司对应 2024 年 6-6.5xPE，下调目标价至 14-15 美元，下调幅度为 37%/38%，上涨空间为 20%-30%，维持优于大市评级。

风险提示：政策风险，公司组织架构调整带来的经营不确定性，宏观经济系统性风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	103,152	112,856	108,959	112,614	119,537
(+/-%)	-11.9%	9.4%	-3.5%	3.4%	6.1%
净利润(百万元)-经调整	6837	9544	8971	9686	10317
(+/-%)	13.7%	39.6%	-6.0%	8.0%	6.5%
每 ADs 收益(元)-经调整	10.09	15.65	16.54	17.86	19.02
EBIT Margin	4.9%	8.3%	7.9%	7.5%	7.5%
净资产收益率 (ROE)	20.9%	25.8%	19.5%	17.4%	15.6%
市盈率 (PE)	8.2	5.3	5.0	4.6	4.3
EV/EBITDA	5.5	3.8	3.4	3.4	3.3
市净率 (PB)	1.71	1.36	0.97	0.80	0.68

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

公司研究 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 联系人：王颖婕
0755-81982651 0755-81983057
zhanglunke@guosen.com.cn wangyingjie1@guosen.com.cn
S0980521120004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	14.00 - 15.00 美元
收盘价	11.56 美元
总市值/流通市值	6,270/5,370 百万美元
52 周最高价/最低价	20.19/11.50 美元
近 3 个月日均成交额	61.73 百万美元

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

- 《唯品会 (VIPS.N) -2024Q1 财报点评：公司持续释放利润，股东回报率不断提升》——2024-05-23
- 《唯品会 (VIPS.N) -2024Q1 前瞻：气候影响公司 Q1 收入增速，利润增长平稳》——2024-03-28
- 《唯品会 (VIPS.N) -2023Q4 财报点评：收入利润表现亮眼，公司首次派发股息》——2024-03-06
- 《唯品会 (VIPS.N) -2023Q3 财报点评：公司毛利率持续提升，公司小幅下调全年指引》——2023-11-15
- 《唯品会 (VIPS.N) -2023Q3 前瞻：收入与利润端保持稳健增长》——2023-10-08

整体表现：受消费疲软和竞争加剧影响，收入增长持续承压

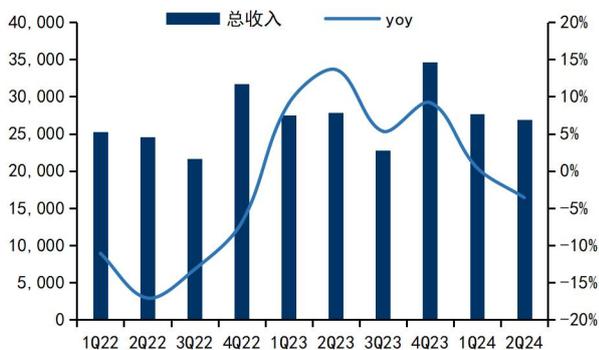
本季度公司营业收入 269 亿元，yoy -3.6%，主要受需求疲软、竞争加剧影响：其中产品收入 251 亿元，yoy-4.1%，分品类看，穿戴品类低个位数增长，标品受竞争影响负增长；其他收入 18 亿，yoy+5%，其他收入的快速增长主要由杉杉奥莱店带动。展望 24Q3，受需求疲软、竞争加剧影响，管理层指引收入增速为-10%到-5%区间。

运营数据看，公司本季度 GMV 同比零增长至 506 亿，GMV 和收入增速差环比缩小。分拆看，Q2 活跃买家数 4430 万人，yoy -3%，据我们测算，本季度用户购买次数同比下降低个位数，单均价同比有所提升。值得一提的是，公司会员 SuperVIP 会员 yoy+11%至 740 万人，本季度 SuperVIP 成交金额占公司线上成交金额的 47%。

本季度公司利润表现稳健，Non-GAAP 净利润 22 亿元，同比-10%，净利率从去年同期 8.6%降至 8.1%，主要受汇兑损益影响，部分被经调经营利润增长抵消。本季度经调经营利润 yoy+12%，经调经营利润率 9.5%，经调 OPM 主要提升原因是公司毛利率持续提升。

股东回报看，管理层宣布 Q2 回购 2.1 亿美元股票，现有回购计划中只剩 3.3 亿美金，有效期至 2025 年 3 月 31 日，公司管理层已批准新的 10 亿美金回购额度，计划在已有回购额度用完后 2 年内有效。公司维持将不少于 2024 年全年 non-gaap 净利润的 75%用于股票回购和股息分配的计划（据国信互联网测算 2024 年股东回报约 68 亿人民币，股东回报率预计约 15%）。

图1：唯品会季度营业收入及增速（百万元，%）



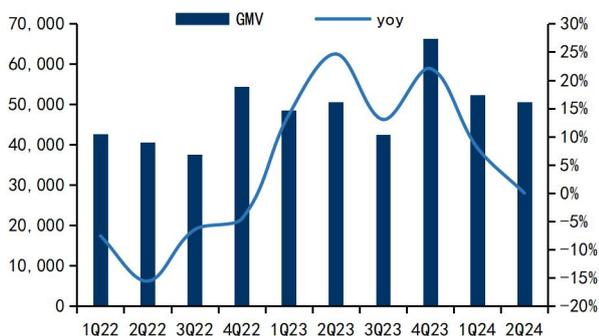
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：唯品会 Non-GAAP 净利润及净利率（百万元，%）



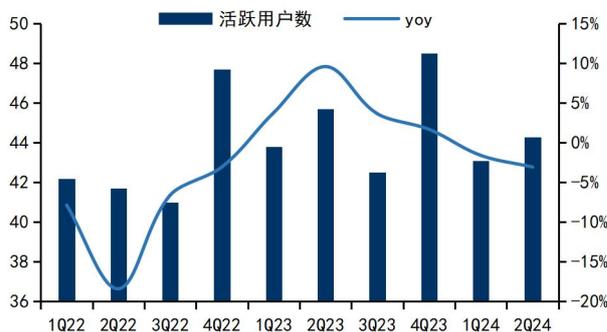
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 唯品会季度 GMV 及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 唯品会季度活跃用户数及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级

公司持续下调 2024 年指引，主要受消费疲软及竞争加剧影响，预计 Q3 收入增速 -10%到-5%区间，全年收入低个位数下降。我们下调 2024-2026 年公司营业收入至 1090/1126/1195 亿元人民币，调整幅度为-7.6%/-10.1%/-10.1%；公司毛利率持续提升，对市场费用管控严格，部分抵消收入降速带来的影响，我们下调 2024-2026 年公司经调净利润至 90/97/103 亿元人民币，调整幅度为-6.9%/-8.4%/-4.9%。

目前公司股价对应 2024 年 PE 为 5 倍，2024-2026 年收入/经调净利复合增速 5%/7%，公司不断提升股东回报，预计 2024 年股东回报率 15%，我们给予公司对应 2024 年 6-6.5xPE，下调目标价至 14-15 美元，下调幅度为 37%/38%，上涨空间为 20%-30%，维持优于大市评级。

风险提示

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	21939	25415	36918	48540	60329	营业收入	103152	112856	108959	112614	119537
应收款项	3519	3635	9851	10182	10807	营业成本	81536	87135	83321	86116	91411
存货净额	5516	5645	1228	1270	1349	营业税金及附加	7653	7247	8220	8495	9018
其他流动资产	1165	883	852	881	935	销售费用	7291	7389	6590	7207	7650
流动资产合计	33734	37561	50833	63252	76276	管理费用	1605	1768	2260	2322	2439
固定资产	16226	16882	14490	12068	9629	财务费用	(740)	(757)	(743)	(1397)	(1397)
无形资产及其他	1984	1642	1632	1661	1735	投资收益	0	0	80	80	80
投资性房地产	8709	11166	11166	11166	11166	资产减值及公允价值变动	0	0	(546)	(546)	(546)
长期股权投资	4823	5072	5072	5122	5172	其他收入	1990	(7)	2307	2339	2359
资产总计	65476	72323	83192	93268	103978	营业利润	7797	10067	11153	11744	12310
短期借款及交易性金融负债	2687	1426	2029	2047	1834	营业外净收支	273	0	0	0	0
应付款项	15018	17259	17192	16505	16188	利润总额	8071	10067	11153	11744	12310
其他流动负债	10821	11939	12161	12622	13411	所得税费用	1759	1866	2252	2371	2485
流动负债合计	28526	30624	31383	31175	31433	少数股东损益	13	85	94	99	104
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	经调整净利润	6837	9544	8971	9686	10317
其他长期负债	2876	3139	4185	4684	4714						
长期负债合计	2876	3139	4185	4684	4714	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	31402	33763	35568	35859	36147	净利润	6299	8075	7906	8345	8781
少数股东权益	1321	1598	1692	1791	1894	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	32752	36961	45932	55619	65936	折旧摊销	874	0	2307	2339	2359
负债和股东权益总计	65476	72323	83192	93268	103978	公允价值变动损失	0	0	546	546	546
						财务费用	(740)	(757)	(743)	(1397)	(1397)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	2536	1202	(567)	(128)	(258)
每股收益-经调整	10.09	15.65	16.54	17.86	19.02	其它	551	1554	1159	1440	1640
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	10260	10830	11350	12543	13068
每股净资产	48.34	60.59	84.69	102.55	121.57	资本开支	0	(657)	(450)	(493)	(539)
ROIC	13%	23%	21%	21%	22%	其它投资现金流	3786	(387)	0	(397)	(476)
ROE	21%	26%	20%	17%	16%	投资活动现金流	3922	(1292)	(450)	(939)	(1065)
毛利率	21%	23%	24%	24%	24%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	8%	8%	8%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	8%	10%	10%	10%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-12%	9%	-3%	3%	6%	其它融资现金流	(8541)	(6062)	604	18	(213)
经调整净利润增长率	14%	40%	-6%	8%	7%	融资活动现金流	(8541)	(6062)	604	18	(213)
资产负债率	50%	49%	45%	40%	37%	现金净变动	5641	3476	11504	11621	11789
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	16297	21939	25415	36918	48540
P/E-经调整	8.2	5.3	5.0	4.6	4.3	货币资金的期末余额	21939	25415	36918	48540	60329
P/B	1.7	1.4	1.0	0.8	0.7	企业自由现金流	7373	8136	8128	8481	8760
EV/EBITDA	5.5	3.8	3.4	3.4	3.3	权益自由现金流	(589)	2691	9325	9615	9662

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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提及的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