

唯品会 (VIPS.N) 24Q3 财报点评

强烈推荐 (维持)

服饰弱复苏及竞争影响收入与利润承压, SVIP 会员数稳健增长

唯品会发布 2024Q3 财报, 本季度营业收入 207 亿元, 同比-9.2%, GMV 401 亿元, 同比-5.6%, Non-GAAP 归母净利润为 13.1 亿元, 同比-28.8%。本季度受服饰消费需求偏弱及竞争影响收入及利润增速进一步放缓, 核心 SVIP 会员维持同比双位数增长, 未来公司预计持续优化会员权益及降低会员门槛, 提升整体用户粘性, 长期看公司正品特卖心智+供应链优势下平台价值稳固, 持续回购+派息增强股东回报, 维持“强烈推荐”评级。

□Q3 服饰消费需求偏弱及竞争影响下, 收入及 GMV 增长仍承压。24Q3 公司收入为 207 亿元, 同比-9.2% (一致预期-9.2%), GMV 401 亿元, 同比-5.6% (一致预期-4.5%), 受服饰消费需求偏弱及竞争影响, 本季度收入及 GMV 增速进一步放缓, 其中标品受行业比价竞争影响程度更大。双 11 期间平台 GMV 增速有所反弹, 同口径对比下符合公司预期, 此外考虑到去年 Q4 冬季寒冷穿戴类表现较好基数较高, 公司指引 24Q4 预计收入约为 312-329 亿元, 同比-10%~-5%, 符合市场一致预期 (约-7%)。当前竞争环境下公司在新客增长、老客促活以及标品补贴方面理性加大投入, 此外货品方面公司也通过机会采买、天天低价等模式深耕深度折扣赛道, 巩固自身竞争力。

□Q3 毛利率稳步增长, 费用率提升净利润增速放缓。24Q3 毛利率 24%, 同比提升 0.3pct, 毛利率再创新高主要由于毛利率更高的服饰品类和杉杉奥莱线下业态增长更快, 以及公司通过优化商品组合等措施有效提升毛利率。销售/管理/研发/履约费用率分别为 3.0%/ 4.6%/ 2.2%/ 8.4%, 分别同比 0.0pct/ -0.3pct/ +0.3pct/ +0.6pct; Q3 公司实现 Non-GAAP 归母净利润 13.1 亿元/-28.8% (一致预期-28.4%), 主要源于退货率缓慢提升带来的履约费用率提升以及收入下降。

□SVIP 会员维持双位数增长, 持续优化会员权益。Q3 SVIP 会员数达 750 万, 同比双位数增长, 贡献约 49% 在线销售额, 公司在多方面改善会员用户权益, 包括推出“限时狂秒”、“天天低价”等促销活动, 并为在高频品类上消费的家庭购物者提供针对性激励, 以及未来公司计划或将通过年费折扣等方式降低 SVIP 门槛, 进一步提升用户粘性和复购。

□投资建议: 预计公司 2024-2026 年 Non-GAAP 归母净利润为 89/92/94 亿元, 长期看公司正品特卖心智+供应链优势下平台价值稳固, 持续派息+回购增强股东回报, 给予 2024 年 Non-GAAP 归母净利润 8 倍 PE, 对应目标价 18.74 美元, 维持“强烈推荐”评级。

□风险提示: 宏观经济风险; 行业竞争加剧; 穿戴类复苏较弱。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	103152	112856	107444	108391	109272
同比增长	-11.9%	9.4%	-4.8%	0.9%	0.8%
净利润(百万元)	6312	8201	7912	8409	8571
同比增长	34.5%	29.9%	-3.5%	6.3%	1.9%
NON-GAAP 归母净利润(百万元)	6837	9510	8898	9167	9350
同比增长	13.7%	39.1%	-6.4%	3.0%	2.0%
每股收益(元)	11.19	13.63	14.52	14.79	15.31
PE(NON-GAAP)	7.4	5.3	5.7	5.5	5.4
PB	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/商业
目标估值: 18.74 美元
当前股价: 13.26 美元

基础数据

总股本(百万股)	10847
已上市流通股(百万股)	10847
总市值(十亿元)	75
流通市值(十亿元)	75
每股净资产(MRQ)	48.72
ROE(TTM)	14.34
资产负债率	45.7%
主要股东	沈亚
主要股东持股比例	16.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13.5	-16.2	-15.8
相对表现	-9.1	-25.4	-12.4

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《唯品会 (VIPS) 23Q4 财报点评—GMV 收入利润超预期, 回购+分红提升股东回报》2024-02-29
- 《唯品会 (VIPS) 一特卖抗周期, 看好唯品会长期稳固差异化价值》2023-12-27
- 《唯品会 (VIPS) —2023Q3 财报点评: 收入利润稳健增长, 持续回购彰显信心》2023-11-15

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 研究助理

huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	33734	41560	49100	58595	68092
现金及现金	21939	28945	37076	46482	55894
交易性金融	0	0	0	0	0
其他短期投	1596	1596	1596	1596	1596
应收账款及	568	621	591	597	601
其它应收款	2952	3229	3074	3101	3127
存货	5516	5895	5549	5596	5641
其他流动资	1165	1274	1213	1224	1234
非流动资产	31741	30751	29828	28967	28164
长期投资	4823	4823	4823	4823	4823
固定资产	16226	15236	14312	13451	12648
无形资产	9622	9622	9622	9622	9622
其他	1070	1070	1070	1070	1070
资产总计	65476	71398	78928	87562	96256
流动负债	28526	27613	25993	26212	26425
应付账款	15018	16049	15108	15235	15359
应交税金	0	0	0	0	0
短期借款	2687	0	0	0	0
其他	10821	11564	10885	10977	11066
长期负债	2876	2876	2876	2876	2876
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2876	2876	2876	2876	2876
负债合计	31402	30489	28870	29088	29301
股本	0	0	0	0	0
储备	32634	32752	40416	48577	56893
少数股东权	1321	1406	1481	1581	1456
归属于母公司所有者权益	32752	40416	48577	56893	65499
负债及权益合计	65476	72311	78928	87562	96256

现金流量表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	10520	8287	6602	8265	8264
净利润	6299	7675	8173	8327	8618
折旧摊销	1067	1097	1030	968	910
财务费用	1313	955	(1028)	129	128
投资收益	1841	(1440)	(1573)	(1159)	(1391)
营运资金变动	1049	1395	1501	1152	1159
其它	(3103)	(150)	(150)	(150)	(150)
投资活动现金流	43	43	43	43	43
资本支出	27500	0	0	0	0
其他投资	105	1502	1608	1259	1266
筹资活动现金流	(5573)	(2676)	29	(11)	(11)
借款变动	607	(2687)	0	0	0
普通股增加	(6258)	0	0	0	0
资本公积增加	0	11	11	11	11
股利分配	77	23	40	0	0
其他	1	(23)	(23)	(23)	(23)
现金净增加额	5932	7006	8132	9405	9412

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	103152	112855	107444	108391	109272
主营收入	103152	112855	107444	108391	109272
营业成本	81536	87135	82024	82713	83385
毛利	21616	25721	25420	25678	25886
营业支出	16143	17418	16757	16443	16577
营业利润	5473	8303	8663	9235	9310
利息支出	24	(23)	(40)	0	0
利息收入	764	780	782	500	500
权益性投资	(7)	(80)	0	0	1
其他非经营	1592	802	826	759	765
非经常项目	273	(162)	297	134	134
除税前利润	8071	9665	10608	10627	10710
所得税	1759	1821	2285	2125	2142
少数股东损	13	85	75	100	(125)
归属普通股东净	6299	7675	8173	8327	8618
EPS (元)	11.19	13.63	14.52	14.79	15.31

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	-12%	9%	-5%	1%	1%
营业利润	17%	52%	4%	7%	1%
净利润	35%	22%	6%	2%	3%
获利能力					
毛利率	21.0%	22.8%	23.7%	23.7%	23.7%
净利率	6.1%	6.8%	7.6%	7.7%	7.9%
ROE	19.2%	19.0%	16.8%	14.6%	13.2%
ROIC	16.6%	19.1%	24.9%	14.4%	12.6%
偿债能力					
资产负债	48.0%	42.2%	36.6%	33.2%	30.4%
净负债比	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.2	1.5	1.9	2.2	2.6
速动比率	1.0	1.3	1.7	2.0	2.4
营运能力					
资产周转	1.6	1.6	1.4	1.2	1.1
存货周转	13.2	15.3	14.3	14.8	14.8
应收帐款周转率	29.7	30.6	28.6	29.4	29.4
应付帐款周转率	5.8	5.6	5.3	5.5	5.5
每股资料(元)					
每股收益	11.19	13.63	14.52	14.79	15.31
每股经营现金	18.69	14.72	11.73	14.68	14.68
每股净资产	58.17	71.79	86.28	101.05	116.34
每股股利	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
估值比率					
PE (Non-GAAP)	7.4	5.3	5.7	5.5	5.4
PB	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.2	6.7	6.5	6.4	6.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。