

## 唯品会 (VIPS.N)

## 强烈推荐 (维持)

## 24Q4 前瞻: 收入及 GMV 表现边际改善, 核心会员客群稳步扩张

Q4 伴随 12 月穿戴类表现改善, 以及平台标品补贴策略+受益国补下标品类降幅收窄, Q4 GMV 及收入呈现边际改善, 我们预计 24Q4 唯品会收入同比-7%, GMV 同比-3%, 预计明年增速表现同比有望进一步改善。长期看公司正品特卖心智+供应链优势下平台价值及核心客群保持稳固, 公司持续分红+回购提升股东价值彰显经营信心, 维持“强烈推荐”评级。

□Q4 收入及 GMV 表现边际改善, SVIP 核心客群稳步扩张。Q4 伴随 12 月穿戴类表现改善, 以及平台标品补贴策略+受益国补下标品类降幅收窄, 唯品会 GMV 及收入呈现边际改善趋势, 预计收入同比-7%, GMV 同比-3%, 好于收入同比-8.6%、GMV 同比-5.5%的彭博一致预期。从平台退货来看, 退货率受 SVIP 占比提升、穿戴类占比提升等结构性因素影响预计将保持同比提升, 但增速同比逐步趋缓。从用户端来看, SVIP 预计同比保持双位数增长, 核心客群保持稳步扩张。展望明年, 在基数影响和国补延续以及核心 SVIP 贡献持续扩张驱动下, 公司将努力实现 GMV 及收入增速回正。

□Q4 公司理性加大用户补贴投放, 盈利预计保持相对稳固。成本费用投入方面, Q4 公司在理性投放原则基础上, 利用部分超额毛利对 SVIP 及高价值用户进行标品类补贴, 以及为品牌专门设立促销场频道进行穿戴+标品搭配集中展示, 从而促进高价值用户跨品类消费, 此外平台通过外部渠道投放加强获客; 利润方面, 收入边际改善下盈利水平保持稳健, 预计毛利率维持 23%以上, Nongaap 归母净利润率维持 8%以上。

□双 11 表现符合预期, 秋冬服饰表现突出。据唯品会发布的双 11 数据, 秋冬服饰表现突出, 女士夹克销量同比增长 72%, 女士棉衣、女士羊毛衫销量同比增长 50%以上, 男士外套销量同比增长 30%以上; 此外, 户外运动相关类目作为今年热门品类实现高速增长, 防晒衣销量同比增长 167%, 网球裙销量翻倍。

□投资建议: Q4 GMV 及收入呈现边际改善, 预计明年增速表现同比有望进一步改善。长期看公司正品特卖心智+供应链优势下平台价值及核心客群保持稳固, 公司持续分红+回购提升股东价值彰显经营信心, 预计公司 2024-2026 年 Non-GAAP 归母净利润为 89/92/94 亿元, 给予 2024 年 Non-GAAP 归母净利润 8 倍 PE, 对应目标价 19 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	108515	109395
同比增长	-11.9%	9.4%	-4.8%	1.0%	0.8%
净利润(百万元)	6299	8117	7837	8318	8480
同比增长	34.6%	28.9%	-3.4%	6.1%	2.0%
NON-GAAP 归母净利润(百万元)	6837	9510	8898	9177	9360
同比增长	13.7%	39.1%	-6.4%	3.1%	2.0%
每股收益(元)	11.19	14.42	13.92	14.77	15.06
PE(NON-GAAP)	7.3	5.2	5.6	5.4	5.3
PB	1.6	1.4	1.1	1.0	0.9

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/商业  
目标估值: 19 美元  
当前股价: 13.33 美元

## 基础数据

总股本(百万股)	10669
已上市流通股(百万股)	0
总市值(十亿元)	82
流通市值(十亿元)	0
每股净资产(MRQ)	50.34
ROE(TTM)	21.97
资产负债率	41.3%
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	23.8	-7.7	0.3
相对表现	8.8	-27.3	-12.5

资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《唯品会(VIPS) 24Q2 财报点评—竞争影响收入与利润承压, 持续回购加强股东回报》2024-08-21
- 《唯品会(VIPS)—24Q2 前瞻: 收入有所承压, 核心 SVIP 客群保持稳固》2024-06-27
- 《唯品会(VIPS) 24Q1 财报点评—穿戴类核心基本盘稳固, 长期重视股东回报》2024-05-23

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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	33734	37561	47254	54807	62391
现金及现金等价物	21939	25415	35230	42682	50188
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	1596	1983	1596	1596	1596
应收账款及	568	779	591	597	602
其它应收款	2952	2857	3074	3105	3130
存货	5516	5645	5549	5602	5639
其他流动资产	1165	883	1213	1225	1235
<b>非流动资产</b>	31741	34762	29828	28967	28164
长期投资	4823	5072	4823	4823	4823
固定资产	16226	16882	14312	13451	12648
无形资产	9622	11775	9622	9622	9622
其他	1070	1033	1070	1070	1070
<b>资产总计</b>	<b>65476</b>	<b>72323</b>	<b>77082</b>	<b>83774</b>	<b>90555</b>
<b>流动负债</b>	28526	30624	25993	26242	26416
应付账款	15018	17259	15108	15252	15354
应交税金	0	0	0	0	0
短期借款	2687	1426	0	0	0
其他	10821	11939	10885	10989	11062
<b>长期负债</b>	2876	3139	2876	2876	2876
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2876	3139	2876	2876	2876
<b>负债合计</b>	<b>31402</b>	<b>33763</b>	<b>28870</b>	<b>29118</b>	<b>29293</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	32634	32752	36961	46731	53075
少数股东权益	1321	1598	1481	1581	1681
归属于母公司所有者权益	32752	36961	46732	53075	59581
<b>负债及权益合计</b>	<b>65476</b>	<b>72323</b>	<b>77082</b>	<b>83774</b>	<b>90555</b>

现金流量表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	10520	14415	3904	8273	8321
净利润	6299	8117	7837	8318	8480
折旧摊销	1067	1471	1030	968	910
财务费用	1313	3671	(3470)	147	97
投资收益	1841	1156	(1493)	(1160)	(1167)
营运资金变动	1049	(5160)	4253	1153	1160
其它	(3103)	(5231)	(150)	(150)	(150)
<b>投资活动现金流</b>	43	199	43	43	43
资本支出	27500	(634)	(2789)	0	0
其他投资	105	505	1571	1260	1267
<b>筹资活动现金流</b>	(5573)	(6146)	(7017)	(1974)	(1974)
借款变动	607	(1251)	0	0	0
普通股增加	(6258)	(5107)	0	0	0
资本公积增加	0	0	1974	1974	1974
股利分配	77	212	(5042)	0	0
其他	1	0	(3949)	(3949)	(3949)
<b>现金净增加额</b>	<b>5996</b>	<b>3108</b>	<b>1141</b>	<b>7451</b>	<b>7506</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>总营业收入</b>	103152	112856	107444	108515	109395
主营业务收入	103152	112856	107444	108515	109395
营业成本	81536	87135	82024	82808	83359
毛利	21616	25721	25420	25707	26036
营业支出	16143	17418	16757	16462	16595
营业利润	5473	8303	8663	9245	9441
利息支出	24	23	40	0	0
利息收入	764	780	782	500	500
权益性投资损益	(7)	80	0	0	1
其他非经营性损益	1592	927	826	760	766
非经常项目损益	273	0	(146)	17	17
除税前利润	8071	10067	10085	10522	10725
所得税	1759	1866	2173	2104	2145
少数股东损益	13	85	75	100	100
净利润	6299	8117	7837	8318	8480
<b>EPS (元)</b>	<b>11.19</b>	<b>14.42</b>	<b>13.92</b>	<b>14.77</b>	<b>15.06</b>

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-12%	9%	-5%	1%	1%
营业利润	17%	52%	4%	7%	2%
Nongaap 归母净利润	14%	39%	-6%	3%	2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.0%	22.8%	23.7%	23.7%	23.8%
净利率	6.1%	7.2%	7.3%	7.7%	7.8%
ROE	19.2%	22.0%	16.8%	15.7%	14.2%
ROIC	16.6%	20.5%	25.9%	15.4%	14.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.0%	46.7%	37.5%	34.8%	32.3%
流动比率	1.2	1.2	1.8	2.1	2.4
速动比率	1.0	1.0	1.6	1.9	2.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2
存货周转率	13.2	15.6	14.7	14.9	14.8
应收帐款周转率	29.7	31.5	29.4	29.5	29.4
应付帐款周转率	5.8	5.4	5.1	5.5	5.4
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	11.19	14.42	13.92	14.77	15.06
每股经营现金	18.69	19.41	6.93	14.69	14.78
每股净资产	58.17	65.65	83.00	94.27	105.83
每股股利	0.00	3.51	3.51	3.51	3.51
<b>估值比率</b>					
PE (Nongaap)	7.3	5.2	5.6	5.4	5.3
PB	1.6	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.2	6.5	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。