

唯品会 (VIPS.N)

优于大市

2024Q4 财报点评：消费情绪逐步好转，公司持续加大股东回报力度

核心观点

收入端：本季度公司营业收入 332 亿元，yoy -4.2%，主要受需求疲软、竞争加剧影响：其中产品收入 309 亿元，yoy-4.8%，其中服装品类本季度实现正增长，标品业务受益于家居和数码产品以旧换新政策表现明显改善；其他收入 23 亿，yoy+4%，其他收入的快速增长主要由杉杉奥莱店带动。展望 25Q1，目前看消费者购物情绪略好于公司此前预期，管理层指引收入增速为-5%到 0%区间，管理层表示 2025 年将追求 GMV 和收入增速转正。

运营数据：公司本季度 GMV 同比零增长至 662 亿，GMV 和收入增速差环比小幅增加，主要受大促退换货率增加影响。分拆看，Q4 活跃买家数 4570 万人，yoy -6%，据我们测算，本季度用户购买次数同比小幅下降，单均价同比基本持平。值得一提的是，公司会员 SuperVIP 会员 yoy+15%，本季度 SuperVIP 成交金额占公司线上成交金额的 51%。

利润端：本季度公司利润表现稳健，Non-GAAP 净利润 30 亿元，同比-7%，净利率同比基本持平。本季度经调经营利润 yoy-14%，经调经营利润率下降 1.2pct 至 10.2%，经调 OPM 主要下降原因是公司收入下降导致各项费用杠杆效应减弱。

股东回报：2024 年公司整体股东回报率 9.5%（回购 6.2%+股息率 3.3%），公司表示 2025 年将上一年经调净利的 75%用于股东回报，预计 2025 年股东回报率为 12.5%：1) 回购：管理层宣布 Q4 回购 4330 万美元股票，未来将在新的 10 亿美元的回购计划（截至 2027 年 2 月有效）下继续回购；2) 年度股息：公司计划派发每 ADS 0.48 美元年度股息（23 年年度股息\$0.43/ADS，yoy+12%），股息率约 3.3%。

投资建议：维持“优于大市”评级。公司预计 2025Q1 收入增速-5%-0%，全年追求收入与 GMV 增速转正。我们调整 2025-2026 年公司营业收入至 1108/1146 亿元人民币，调整幅度为 2.7%/0.2%，新增 2027 年营业收入 1181 亿元；我们调整 2025-2026 年公司经调净利润至 93/96 亿元人民币，调整幅度为 8.6%/7.0%，新增 2027 年经调净利 103 亿元。目前公司股价对应 2025 年 PE 为 6 倍，2025-2027 年经调净利复合增速 5%，公司 2024 年股东回报近 10%，预计 2025 年股东回报 12.5%，我们给予公司 25 年 6.5-7xPE，调整目标价至 16-18 美元，调整幅度为 14%/19%，上涨空间为 9%-22%，维持优于大市评级。

风险提示：政策风险，宏观经济系统性风险等。

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	16.00 - 18.00 美元
收盘价	14.73 美元
总市值/流通市值	7552/6406 百万美元
52 周最高价/最低价	20.19/11.5 美元
近 3 个月日均成交额	44.3 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) -2024Q3 财报点评：受消费疲软和竞争加剧影响，收入利润持续承压》——2024-11-22
《唯品会 (VIPS.N) -2024Q2 财报点评：收入持续承压，公司新批准 10 亿美元回购额度》——2024-08-21
《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

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	112,856	108,421	110,806	114,627	118,079
(+/-%)	9.4%	-3.9%	2.2%	3.4%	3.0%
净利润(百万元)-经调整	9510	9033	9349	9622	10257
(+/-%)	39.1%	-5.0%	3.5%	2.9%	6.6%
每 ADS 收益(元)-经调整	14.04	14.81	18.21	18.74	19.98
EBIT Margin	7.9%	8.6%	7.5%	8.1%	8.4%
净资产收益率 (ROE)	25.7%	22.6%	19.0%	16.3%	14.8%
市盈率 (PE)	7.6	7.2	5.9	5.7	5.3
EV/EBITDA	4.0	3.8	3.7	3.3	3.1
市净率 (PB)	1.96	1.63	1.11	0.93	0.79

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

整体表现：24 年股东回报率近 10%，2025 年 GMV 与收入增速有望转正

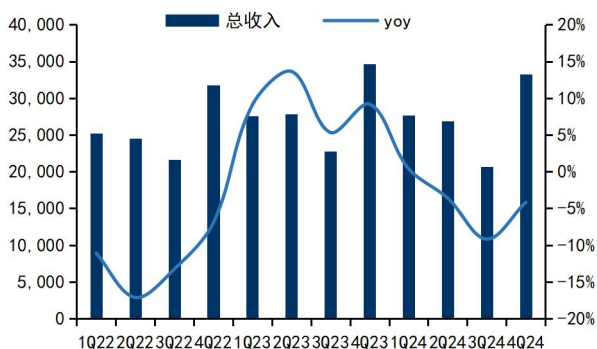
本季度公司营业收入 332 亿元，yoy -4.2%，主要受需求疲软、竞争加剧影响：其中产品收入 309 亿元，yoy -4.8%，分品类看，服装品类本季度实现正增长，标品业务受益于家居和数码产品以旧换新政策表现明显改善；其他收入 23 亿，yoy +4%，其他收入的快速增长主要由杉杉奥莱店带动。展望 25Q1，目前看消费者购物情绪略好于公司此前预期，管理层指引收入增速为-5%到 0%区间，管理层表示 2025 年将追求 GMV 和收入增速转正。

运营数据看，公司本季度 GMV 同比零增长至 662 亿，GMV 和收入增速差环比小幅增加，主要受大促退换货率增加影响。分拆看，Q4 活跃买家数 4570 万人，yoy -6%，据我们测算，本季度用户购买次数同比小幅下降，单均价同比基本持平。值得一提的是，公司会员 SuperVIP 会员 yoy +15%，本季度 SuperVIP 成交金额占公司线上成交金额的 51%。

本季度公司利润表现稳健，Non-GAAP 净利润 30 亿元，同比-7%，净利率同比基本持平。本季度经调经营利润 yoy -14%，经调经营利润率下降 1.2pct 至 10.2%，经调 OPM 主要下降原因是公司收入下降导致各项费用杠杆效应减弱。

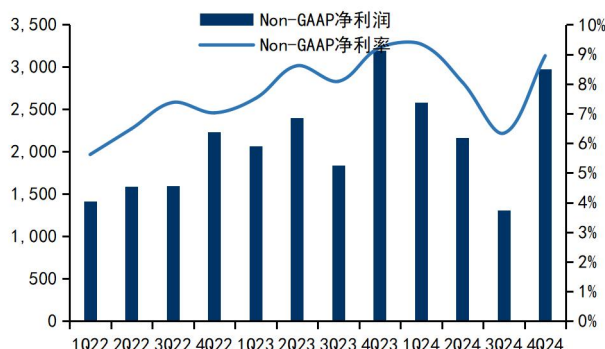
股东回报看，2024 年公司整体股东回报率 9.5%（回购 6.2%+股息率 3.3%），公司表示 2025 年将上一年经调净利的 75%用于股东回报，预计 2025 年股东回报率为 12.5%：1）回购：管理层宣布 Q4 回购 4330 万美元股票，未来将在新的 10 亿美元的回购计划（截至 2027 年 2 月有效）下继续回购；2）年度股息：公司计划派发每 ADS 0.48 美元年度股息（23 年年度股息 \$0.43/ADS，yoy +12%），股息率约 3.3%。

图1：唯品会季度营业收入及增速（百万元，%）



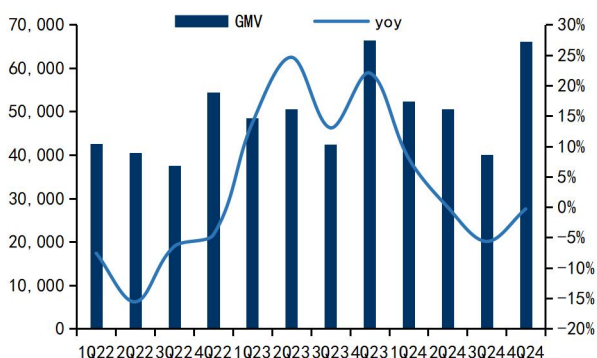
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

公司预计 2025Q1 收入增速-5%-0%，全年追求收入与 GMV 增速转正。我们调整 2025-2026 年公司营业收入至 1108/1146 亿元人民币，调整幅度为 2.7%/0.2%，新增 2027 年营业收入 1181 亿元；我们调整 2025-2026 年公司经调净利润至 93/96 亿元人民币，调整幅度为 8.6%/7.0%，新增 2027 年经调净利 103 亿元。

目前公司股价对应 2025 年 PE 为 6 倍，2025-2027 年经调净利复合增速 5%，公司 2024 年股东回报近 10%，预计 2025 年股东回报 12.5%，我们给予公司 25 年 6.5-7xPE，调整目标价至 16-18 美元，调整幅度为 14%/19%，上涨空间为 9%-22%，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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	25415	26352	40369	51821	63557	营业收入	112856	108421	110806	114627	118079
应收款项	3635	3943	10018	10364	10676	营业成本	87135	82951	84780	87474	89873
存货净额	5645	5032	1250	1287	1321	营业税金及附加	7653	7247	8492	8556	8695
其他流动资产	883	602	616	637	656	销售费用	7389	6972	6913	6922	7130
流动资产合计	37561	37803	54125	66356	78906	管理费用	1768	1892	2312	2379	2439
固定资产	16882	18293	15742	13159	10557	财务费用	(757)	(752)	(752)	(752)	(752)
无形资产及其他	1642	1517	1538	1598	1703	投资收益	0	0	167	167	167
投资性房地产	11166	11967	11967	11967	11967	资产减值及公允价值变动	0	0	(546)	(546)	(546)
长期股权投资	5072	5358	5358	5408	5458	其他收入	398	45	2434	2469	2490
资产总计	72323	74936	88729	98487	108591	营业利润	10067	10154	11115	12138	12805
短期借款及交易性金融负债	1426	2400	2171	1999	2190	利润总额	10067	10154	11115	12138	12805
应付款项	17259	15191	17494	16729	15856	所得税费用	1866	2316	2386	2606	2749
其他流动负债	11939	12337	13445	13821	14195	少数股东损益	85	99	108	118	125
流动负债合计	30624	29927	33110	32549	32241	经调整净利润	9510	9033	9349	9622	10257
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
其他长期负债	3139	3460	4613	5192	5222	净利润	8162	7740	7573	8394	8901
长期负债合计	3139	3460	4613	5192	5222	折旧摊销	0	0	2434	2469	2490
负债合计	33763	33387	37723	37741	37463	公允价值变动损失	0	0	546	546	546
少数股东权益	1598	1580	1689	1807	1932	财务费用	(757)	(752)	(752)	(752)	(752)
股东权益	36961	39969	49317	58939	69196	营运资本变动	1202	(1566)	2259	(214)	(835)
负债和股东权益总计	72323	74936	88729	98487	108591	其它	1432	1392	1884	1346	1480
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	经营活动现金流	10797	7566	14696	12541	12583
每股收益-经调整	14.04	14.81	18.21	18.74	19.98	资本开支	0	(1411)	(450)	(493)	(539)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它投资现金流	(387)	110	0	(375)	(449)
每股净资产	54.55	65.52	96.07	114.82	134.80	投资活动现金流	(636)	(1586)	(450)	(917)	(1039)
ROIC	22%	20%	19%	22%	23%	融资活动现金流	3476	937	14017	11452	11735
ROE	26%	23%	19%	16%	15%	现金净变动	21939	25415	26352	40369	51821
毛利率	23%	23%	23%	24%	24%	货币资金的期初余额	25415	26352	40369	51821	63557
EBIT Margin	8%	9%	7%	8%	8%	货币资金的期末余额	8462	4248	10768	9063	8924
EBITDA Margin	8%	9%	10%	10%	11%	企业自由现金流	2395	(214)	11130	9482	9705
收入增长	9%	-4%	2%	3%	3%	其它融资现金流	(6685)	(5043)	(229)	(172)	191
经调整净利润增长率	39%	-5%	3%	3%	7%	融资活动现金流	(6685)	(5043)	(229)	(172)	191
资产负债率	49%	47%	44%	40%	36%	现金净变动	3476	937	14017	11452	11735
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	21939	25415	26352	40369	51821
P/E-经调整	7.6	7.2	5.9	5.7	5.3	货币资金的期末余额	25415	26352	40369	51821	63557
P/B	2.0	1.6	1.1	0.9	0.8	企业自由现金流	8462	4248	10768	9063	8924
EV/EBITDA	4.0	3.8	3.7	3.3	3.1	权益自由现金流	2395	(214)	11130	9482	9705

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