

## 唯品会 (VIPS.N) 25Q1 财报点评

## 强烈推荐 (维持)

## 业绩表现符合预期, SVIP 会员维持稳健增长

唯品会发布 2025Q1 财报, 本季度实现营业收入 262.7 亿元, 同比-5%, GMV 523.8 亿元, 同比-0.1%, Non-GAAP 归母净利润为 23 亿元, 同比-10.6%。本季度业绩表现基本符合预期, 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。

□Q1 收入及 GMV 表现基本符合预期, 下半年有望回到正增长轨道。25Q1 公司收入为 262.7 亿元, 同比-5% (一致预期-4.7%), GMV 523.8 亿元, 同比-0.1% (一致预期-0.9%), 增速表现基本符合预期, 1-2 月由于春节提前消费前置导致增速较弱, 3 月增长有所改善, 4 月至今销售趋势进一步好于 3 月, 整体收入端表现逐步趋稳。25Q2 公司预计收入约为 255~269 亿元, 同比-5%~0% (一致预期-2.3%), 2025 年下半年有望回到正增长轨道, 当前市场持续竞争的态势下公司将坚持特卖赛道, 致力于加强与品牌间合作, 在现有业务基础上继续深耕积累优势, 从而构建长期稳固的平台价值。

□Q1 利润表现符合预期, 预计全年净利润率将保持平稳。25Q1 毛利率 23.2% (预期 23.4%), 履约费用率为 7.19%、同比+0.01pct; 销售费用率为 2.79%、同比+0.29pct, 公司在追求收入端稳健的同时也在有效控制市场费用投入节奏。Non-gaap 归母净利润 23 亿元/-10.6% (一致预期-13%), 预计 2025 全年利润率有望同比保持稳定。

□SVIP 会员维持双位数增长, 会员价值保持稳固。2025Q1 活跃 SVIP 会员数维持同比双位数增长, 增速达到 18%, 贡献约 51% 在线销售额。公司持续优化品牌及产品组合, 通过更平衡的服饰与标品产品组合推动会员用户跨品类消费, 同时平台也努力为 SVIP 用户提供独有好货和更优质服务体验, 从而稳固核心 SVIP 价值并提高会员留存率。

□持续发放股东回报, 保障股东权益。2025Q1 公司共回购 1690 万美元, 全年来看公司维持将以年度分红和股票回购的方式将不少于 75% 的 2024 年 NonGAAP 归母净利润回馈股东的承诺, 保障股东权益。

□投资建议: 预计公司 2025-2027 年 Non-GAAP 归母净利润为 90/93/94 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 2025 年 Non-GAAP 归母净利润 8 倍 PE, 对应目标价 19.2 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	112856	108421	108123	110764	111551
同比增长	9.4%	-3.9%	-0.3%	2.4%	0.7%
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	9510	9034	8998	9344	9425
同比增长	39.1%	-5.0%	-0.4%	3.8%	0.9%
每股收益(元)	15.81	15.08	14.60	15.03	15.21
P/E (Non-GAAP)	5.8	6.1	6.1	5.9	5.8

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/商业

目标估值: 19.2 美元

当前股价: 15 美元

## 基础数据

总股本(万股)	10254
海外股(万股)	10254
总市值(亿美元)	83
每股净资产(元人民币)	390
ROE (TTM)	19.36
资产负债率	44.6%
主要股东	沈亚
主要股东持股比例	17.4%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.6	2.3	-2.5
相对表现	-0.9	-9.3	-41.0

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	37561	37803	39180	43867	48191
现金及现金等	25415	26352	27754	32208	36464
交易性金融融资	0	0	0	0	0
其他短期投资	1983	1873	1873	1873	1873
应收账款及票	779	915	913	935	942
其它应收款	2857	3028	3020	3094	3115
存货	5645	5032	5019	5142	5177
其他流动资产	883	602	601	615	620
<b>非流动资产</b>	34762	37134	39134	41134	43134
长期投资	5072	5358	5358	5358	5358
固定资产	16882	18293	20293	22293	24293
无形资产	11775	12203	12203	12203	12203
其他	1033	1280	1280	1280	1280
<b>资产总计</b>	<b>72323</b>	<b>74936</b>	<b>78313</b>	<b>85000</b>	<b>91324</b>
<b>流动负债</b>	30624	29927	27458	28127	28319
应付账款	17259	15191	15152	15521	15627
应交税金	0	0	0	0	0
短期借款	1426	2400	0	0	0
其他	11939	12337	12306	12605	12692
<b>长期负债</b>	3139	3460	3460	3460	3460
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3139	3460	3460	3460	3460
<b>负债合计</b>	<b>33763</b>	<b>33387</b>	<b>30918</b>	<b>31587</b>	<b>31779</b>
储备	32752	36961	39969	45665	51583
少数股东权益	1598	1580	1730	1830	1954
归属于母公司所有者权益	36961	39969	45665	51583	57592
<b>负债及权益合计</b>	<b>72323</b>	<b>74936</b>	<b>78313</b>	<b>85000</b>	<b>91324</b>

现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	14415	9129	7795	8430	8249
净利润	8117	7740	7493	7716	7806
折旧与摊销	1471	1620	1698	1723	1745
营运资本变动	3671	(1408)	(44)	435	124
其他非现金调整	1156	1177	(1353)	(1444)	(1426)
<b>投资活动现金流</b>	(5160)	(3566)	(421)	(380)	(374)
资本性支出	(5231)	(3563)	(2000)	(2000)	(2000)
出售固定资产收到的现金	199	21	21	21	21
投资增减	(634)	(190)	0	0	0
其它	505	167	1558	1599	1605
<b>筹资活动现金流</b>	(6146)	(4970)	(4252)	(1853)	(1853)
债务增减	(1251)	1017	(2400)	0	0
股本增减	(5107)	(3866)	0	0	0
其它筹资	212	(436)	(55)	(55)	(55)
其它调整	0	(1685)	(1798)	(1798)	(1798)
汇率变动影响	86	63	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	3194	656	3121	6198	6022

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	112856	108421	108123	110764	111551
主营收入	112856	108421	108123	110764	111551
营业成本	87135	82951	82743	84757	85336
<b>毛利</b>	25721	25470	25380	26008	26214
营业支出	17418	17212	17292	17714	17840
<b>营业利润</b>	8303	8258	8088	8293	8374
利息支出	23	58	55	55	55
利息收入	780	810	823	823	823
权益性投资损益	80	167	(49)	1	1
其他非经营性损益	927	977	784	775	781
非经常项目损益	0	0	17	29	29
<b>除税前利润</b>	10067	10154	9607	9867	9953
所得税	1866	2316	1964	2051	2024
少数股东损益	85	99	150	100	123
<b>净利润</b>	8117	7740	7493	7716	7806
<b>EPS (元)</b>	15.81	15.08	14.60	15.03	15.21

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	9%	-4%	0%	2%	1%
营业利润	52%	-1%	-2%	3%	1%
净利润	29%	-5%	-3%	3%	1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.8%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%
净利率	7.2%	7.1%	6.9%	7.0%	7.0%
ROE	22.0%	19.4%	16.4%	15.0%	13.6%
ROIC	20.5%	17.8%	24.5%	22.3%	20.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.7%	44.6%	39.5%	37.2%	34.8%
流动比率	1.2	1.3	1.5	1.7	1.9
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.5	1.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2
存货周转率	15.6	15.5	16.5	16.7	16.5
应收帐款周转	31.5	28.6	27.5	27.8	27.6
应付帐款周转	5.4	5.1	5.5	5.5	5.5
<b>每股资料(元)</b>					
每股经营现金	25.60	17.80	15.19	16.43	16.08
每股净资产	65.65	77.91	89.02	100.55	112.26
每股股利	3.07	3.50	3.50	3.50	3.50
<b>估值比率</b>					
PE (nongaap)	5.8	6.1	6.1	5.9	5.8

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

## 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。