

【广发传媒&海外】唯品会 (VIPS)

1Q25 利润率稳定，下半年收入有望反转

核心观点: (除非特别注明, 否则报告货币为人民币)

- **唯品会发布 1Q25 业绩公告:** 25Q1 收入达 262.7 亿元, 同比下降 5.0%, 环比下降 20.9%。公司毛利率 23.2%, 去年同期 23.7%, 上个季度是 23%。公司经调整后 Non-GAAP 净利润 23 亿元人民币, 净利润率 8.8%, 去年同期是 9.3%, 上个季度是 9.0%。用户方面, 本季度活跃买家数记为 4130 万, 同比下降 4.2%, 但 SVIP 取得双位数增长。
- **第二季度指引依然为负增长:** 公司指引第二季度收入增速在 -5%-0% 区间, 中间值代表收入约为 262 亿元, 同比下降 2.5%。在宏观经济依然具备不确定性的环境下, 公司收入在短期内尚不能恢复正增长。
- **利润率依然稳定:** 25Q1 毛利率依然维持在 23% 以上, 本季度录得 23.2%; 费用方面, 履约费用 18.9 亿元, 费用率 7.2%, 去年同期 7.2%, 上个季度 7.4%; 销售费用 7.3 亿元, 费用率 2.8%, 去年同期 2.5%, 上个季度 2.8%; 管理费用 9.5 亿元, 费用率 3.6%, 去年同期 3.4%, 上个季度 3.6%; 研发费用 4.5 亿元, 费用率 1.7%, 去年同期 1.7%, 上个季度 1.4%。Non-GAAP 净利润 23 亿元人民币, 净利润率 8.8%, 公司在收入短期承压的同时具备高效的经营效率以及成本管控能力。
- **持续股东回报:** 2025 年至今公司已经将 4 亿美元用于股东回报, 包括 2.5 亿美元用于年度分红, 以及 1.5 亿美元用于回购。公司维持之前承诺, 将 2024 年经调整后净利润 (9 亿元) 的 75% 用于股东回报。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2025-2027 年公司的营业收入为 1067.25/1094.63/1121.11 亿元, 预计唯品会公司 Non-GAAP 净利润为 89.08/90.71/92.95 亿元。我们选取中国其他电商平台可比公司, 给予唯品会 2025 年经调整后净利润基础上 8 倍的 PE 估值, 对应公司合理价值为 18.98 美元/ADS, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 电商竞争环境加剧导致公司投入过多营销费用, 公司 SVIP 用户增长遇到瓶颈, 宏观环境压力造成消费疲软致使可选消费乏力。

盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	112,856	108,421	106,725	109,463	112,111
增长率 (%)	9.4%	-3.9%	-1.6%	2.6%	2.4%
EBITDA (百万元)	9,592	9,189	8,251	8,136	7,922
Non-GAAP 净利润 (百万元)	9,510	9,032	8,908	9,071	9,295
增长率 (%)	39.1%	-5.0%	-1.4%	1.8%	2.5%
EPADS (元/股)	14.71	14.02	13.58	13.84	14.18
市盈率 (x)	6.30	6.60	6.82	6.69	6.53
市净率 (x)	0.57	0.59	0.60	0.59	0.57
EV/EBITDA (x)	2.96	3.09	3.44	3.49	3.59

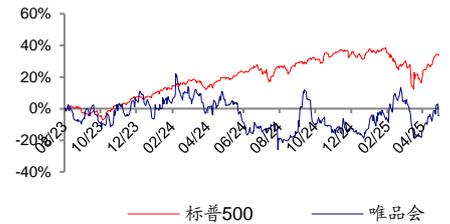
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 (1 美元=7.2064 人民币=7.7969 港币)

公司评级

买入

当前价格	14.36 美元
合理价值	18.98 美元
前次评级	买入
报告日期	2025-05-21

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

【广发商社&海外】唯品会 2024-08-22

(VIPS): 2Q24 点评: 收入端持续承压, SVIP 会员群体壮大

【广发商社&海外】唯品会 2024-05-24

(VIPS): 1Q24 点评: 天气影响春装销售, 营销投放维持审慎

联系人:

黄静仪

huangjingyi@gf.com.cn

盈利预测:

我们预计公司下半年收入端会伴随经济企稳、消费回暖转回正增长，同时用户数回到正增长趋势。在利润率方面，我们认为公司维持严格的费用管控，提升运营效率，用LTV视角衡量在补贴等方面的投入，2025年全年Non-GAAP净利润率在8%以上。并将履行承诺将2024年经调整后净利润的75%投入股东回报。

表1: 2025-2027年唯品会的核心指标预测 (人民币, 百万元)

	1Q25A	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
总收入	26,268.5	25,938.6	20,876.4	33,641.2	106,724.8	109,462.9	112,110.7
商品收入	24,293.1	23,979.2	18,962.8	31,096.8	98,331.9	100,298.6	102,104.0
其他收入	1,975.4	1,959.3	1,913.7	2,544.4	8,392.8	9,164.3	10,006.7
毛利润	6,082.2	5,965.9	4,801.6	7,737.5	24,587.1	25,285.9	25,897.6
毛利率	23.2%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.1%	23.1%
经调整后经营利润	2,627.4	2,540.4	1,613.3	3,478.4	10,259.5	10,633.5	10,920.5
利润率	10.0%	9.8%	7.7%	10.3%	9.6%	9.7%	9.7%
经调整后净利润	2,308.4	2,196.9	1,464.5	2,937.9	8,907.8	9,071.5	9,294.9
利润率	8.8%	8.5%	7.0%	8.7%	8.3%	8.3%	8.3%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

投资建议:

我们预计2025-2027年公司的营业收入为1067.25/1094.63/1121.11亿元, Non-GAAP净利润为89.08/90.71/92.95亿元。我们选取中国其他电商平台可比公司, 给予唯品会2025年经调整后净利润基础上8倍的PE估值, 对应公司合理价值为18.98美元/ADS, 维持“买入”评级。

表2: 唯品会的可比公司估值情况 (根据2025.5.20收盘价计算)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	Non-GAAP 净利润 (亿元)			PER		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
BABA.US	阿里巴巴	21,515	1,706	1,861	2,014	12.61	11.56	10.68
PDD.US	拼多多	12,010	1,324	1,605	1,845	9.07	7.48	6.51
JD.US	京东	3,527	428	477	560	8.23	7.40	6.30

数据来源: wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心; 备注: 京东、阿里的利润预测来自广发证券, 拼多多的利润预测来自Bloomberg一致预期, 市值来源为wind

风险提示: 电商竞争环境加剧导致公司投入过多营销费用进而影响利润率, 公司SVIP用户增长遇到瓶颈, 宏观环境压力造成消费疲软致使可选消费品类增长乏力。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	37,561	37,803	42,335	44,505	46,270
货币资金	25,415	26,352	28,258	30,138	31,616
应收及预付	779	915	854	876	897
存货	5,645	5,032	7,824	8,019	8,213
其他流动资产	2,299	2,473	2,716	2,786	2,853
非流动资产	34,762	37,134	64,002	70,256	77,101
长期股权投资	2,916	3,355	3,355	3,355	3,355
固定资产	16,882	18,293	24,575	26,394	28,163
在建工程	7,639	7,639	7,639	7,639	7,639
无形资产	333	328	13,276	17,711	22,787
其他长期资产	2,156	2,002	2,002	2,002	2,002
资产总计	72,323	74,936	86,875	95,300	103,910
流动负债	30,624	29,927	34,179	34,774	35,366
短期借款	9,560	9,663	9,663	9,663	9,663
应付及预收	17,259	15,191	14,773	15,140	15,506
其他流动负债	1,426	2,400	1,463	1,500	1,537
非流动负债	3,139	3,460	3,460	3,460	3,460
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	692	784	784	784	784
其他非流动负债	1,757	2,084	2,084	2,084	2,084
负债合计	33,763	33,387	37,639	38,234	38,826
归属母公司股东权益	38,560	41,549	49,236	57,066	65,085
负债和股东权益	72,323	74,936	86,875	95,300	103,910

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	112,856	108,421	106,725	109,463	112,111
营业成本	-87,135	-82,951	-82,138	-84,177	-86,213
营业税金及附加	802	915	817	817	817
销售费用	-3,242	-2,980	-2,873	-2,955	-3,027
管理费用	-4,147	-3,993	-3,965	-4,066	-4,165
研发费用	-1,768	-1,892	-1,837	-1,884	-1,929
财务费用	757	752	613	613	613
投资净收益	-37	133	65	0	0
营业利润	10,614	10,711	10,260	10,634	10,920
利润总额	9,987	9,987	9,535	9,921	10,173
所得税	-1,866	-2,316	-2,110	-2,353	-2,417
净利润	8,117	7,740	7,496	7,639	7,828
少数股东损益	-85	-99	-127	-127	-127
Non-GAAP 净利润	9,510	9,032	8,908	9,071	9,295
EBITDA	9,592	9,189	8,251	8,136	7,922
EPADS (元)	14.71	14.02	13.58	13.84	14.18

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	14,415	9,129	5,505	5,573	5,262
净利润	8,201	7,839	7,624	7,767	7,955
折旧摊销	-1,022	-1,522	-2,008	-2,497	-2,998
营运资金变动	794	-644	-110	303	304
其它	405	372	0	0	0
投资活动现金流	-5,160	-3,566	-3,663	-3,756	-3,847
资本支出	-3,873	-3,721	-3,663	-3,756	-3,847
投资变动	-636	-10,862	0	0	0
其他	327	76	0	0	0
筹资活动现金流	-6,146	-4,970	-5,000	-4,000	-4,500
银行借款	6,873	103	500	700	800
股权融资	167	-310	-300	-300	-300
现金净增加额	3,194	657	2,106	2,280	1,978
期初现金余额	23,103	26,297	26,955	29,061	31,340
期末现金余额	26,297	26,955	29,061	31,340	33,318

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	9.4%	-3.9%	-1.6%	2.6%	2.4%
EBITDA 增长	39.6%	-4.2%	-10.2%	-1.4%	-2.6%
Non-GAAP 净利增长	39.1%	-5.0%	-1.4%	1.8%	2.5%
获利能力					
毛利率	22.8%	23.5%	23.0%	23.1%	23.1%
净利率	7.2%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
ROE	21.0%	18.6%	15.2%	13.4%	12.0%
ROA	11.2%	10.3%	8.6%	8.0%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	26.0%	24.4%	20.6%	17.8%	15.6%
净负债比率	-42.2%	-40.5%	-38.4%	-37.1%	-35.6%
营运能力					
总资产周转率	1.56	1.45	1.23	1.15	1.08
应收账款周转率	25.64	17.94	16.70	17.50	17.49
每股指标 (元)					
每股收益	14.71	14.02	13.58	13.84	14.18
估值比率					
P/E	6.30	6.60	6.82	6.69	6.53
P/S	0.58	0.60	0.61	0.60	0.58
EV/EBITDA	2.96	3.09	3.44	3.49	3.59

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 罗悦纯：高级分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。