

唯品会 (VIPS.N) 25Q2 前瞻

强烈推荐 (维持)

收入及利润趋势符合预期，用户趋势稳步改善

Q2 收入及 GMV 趋势预计符合指引，用户层面稳步改善，盈利水平保持稳健，预计收入同比-4%，GMV 增速回正，利润端 Nongaap 归母净利润率预计维持在 8%左右，预计下半年在穿戴类低基数下需求同比改善以及标品类提高补贴效率驱动下，收入有望在某一时点恢复正增长。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。

- Q2 收入及 GMV 趋势预计符合指引，用户层面稳步改善。Q2 预计收入同比-4%，符合此前-5%~0%指引，整体趋势好于 Q1；GMV 层面增速预计同比回正，退货率同比有 2~3%的小幅提升带来收入和 GMV 增速间预计将维持 4~5%的差距。分品类来看，Q2 预计伴随消费情绪回暖及货品采购能力提升，穿戴类将恢复同比正增长，标品类预计同比跌幅也将有所收窄。用户侧，Q2 用户趋势有所改善，总体用户数预计将接近同比持平，SVIP 用户预计保持同比两位数增长。全年来看，预计收入同比增速微负到持平，下半年在基数影响以及核心 SVIP 贡献持续扩张驱动下，GMV 及收入增速有望在某一时点回正。
- Q2 盈利水平预计保持相对稳固。Q2 平台供应链优势支撑的毛利率以及有纪律的获客及补贴投放所支撑的费用率预计将保持稳定，预计 Nongaap 归母净利润率维持在 8%左右，整体上盈利水平预计维持相对稳健。全年来看预计利润层面也将保持稳定，nongaap 归母净利率预计维持在 8%左右水平。
- 唯品会 618 表现稳健，长期品牌及消费者价值稳固。唯品会今年 618 在 5 月 12 日晚开启，当晚率先推出 618 抢先购现货开抢活动，并在 5 月 16 日、5 月 31 日和 6 月 15 日开启三波限量爆款活动，在日常低价基础上再降 15%，整体优惠力度较强。从大促表现来看，平台呈现相对显著的季节性消费特征，防晒衣、凉感 T 恤等夏日单品持续热销，此外 3C 数码类国补产品需求也持续升温，整体表现稳健。长期看唯品会稳固的正品特卖心智和供应链能力支持下平台价值将保持稳固。
- 投资建议：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 2025-2027 年 Non-GAAP 归母净利润为 89/93/94 亿元，给予 2025 年 Non-GAAP 归母净利润 8 倍 PE，对应目标价 19.1 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	107379	110764	111551
同比增长	9.4%	-3.9%	-1.0%	3.2%	0.7%
NON-GAAP 归母净利润(百万元)	9510	9034	8948	9344	9425
同比增长	39.1%	-5.0%	-0.9%	4.4%	0.9%
每股收益(元)	15.81	15.08	14.52	15.04	15.22
PE(NON-GAAP)	5.9	6.2	6.3	6.0	6.0

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业

目标估值：19.10 美元

当前股价：15.12 美元

基础数据

总股本(万股)	10300
海外股(万股)	10300
总市值(亿美元)	78
海外股市值(亿美元)	78
每股净资产(美元)	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	17.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9.1	17.6	20.0
相对表现	6.0	2.4	-9.8

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《唯品会 (VIPS) 25Q1 财报点评——业绩表现符合预期，SVIP 会员维持稳健增长》2025-05-21
- 《唯品会 (VIPS) 25Q1 前瞻——春节错期及天气影响收入承压，全年收入同比有望保持稳健》2025-04-01
- 《唯品会 (VIPS) 一看好 2025 年基本面改善及持续高额股东回报，重点推荐》2025-02-26

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 S1090525060001

huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	37561	37803	40670	47295	53389
现金及现金	25415	26352	29310	35637	41663
交易性金融	0	0	0	0	0
其他短期投	1983	1873	1873	1873	1873
应收账款及	779	915	906	935	942
其它应收款	2857	3028	2999	3094	3115
存货	5645	5032	4985	5142	5177
其他流动资	883	602	597	615	620
非流动资产	34762	37134	37415	37671	37905
长期投资	5072	5358	5358	5358	5358
固定资产	16882	18293	18574	18830	19064
无形资产	11775	12203	12203	12203	12203
其他	1033	1280	1280	1280	1280
资产总计	72323	74936	78084	84966	91294
流动负债	30624	29927	27269	28127	28319
应付账款	17259	15191	15048	15521	15627
应交税金	0	0	0	0	0
短期借款	1426	2400	0	0	0
其他	11939	12337	12221	12605	12692
长期负债	3139	3460	3460	3460	3460
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3139	3460	3460	3460	3460
负债合计	33763	33387	30729	31587	31779
储备	32752	36961	39969	45625	51549
少数股东权	1598	1580	1730	1830	1954
归属于母公	36961	39969	45625	51549	57562
负债及权益合计	72323	74936	78084	84966	91294

现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	14415	9129	7631	8559	8253
净利润	8117	7740	7454	7722	7810
折旧与摊销	1471	1620	1698	1723	1745
营运资本变	3671	(1408)	(167)	559	124
其他非现金	1156	1177	(1353)	(1444)	(1426)
投资活动现金流	(5160)	(3566)	(421)	(380)	(374)
资本性支出	(5231)	(3563)	(2000)	(2000)	(2000)
出售固定资	199	21	21	21	21
投资增减	(634)	(190)	0	0	0
其它	505	167	1558	1599	1605
筹资活动现金流	(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
现金净增加额	3194	656	2958	6327	6026

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	112856	108421	107379	110764	111551
主营收入	112856	108421	107379	110764	111551
营业成本	87135	82951	82173	84757	85336
毛利	25721	25470	25205	26008	26214
营业支出	17418	17212	17167	17709	17834
营业利润	8303	8258	8038	8299	8380
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
除税前利润	10067	10154	9557	9872	9959
所得税	1866	2316	1954	2051	2025
少数股东损	85	99	150	100	123
净利润	8117	7740	7454	7722	7810
EPS (元)	15.81	15.08	14.52	15.04	15.22

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	9%	-4%	-1%	3%	1%
营业利润	52%	-1%	-3%	3%	1%
净利润	29%	-5%	-4%	4%	1%
获利能力					
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%	16.3%	15.0%	13.6%
ROIC	20.5%	17.8%	24.4%	22.3%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	46.7%	44.6%	39.4%	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
营运能力					
资产周转率	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2
存货周转率	15.6	15.5	16.4	16.7	16.5
应收帐款周转率	31.5	28.6	27.4	27.9	27.6
应付帐款周转率	5.4	5.1	5.4	5.5	5.5
每股资料 (元)					
每股经营现金	25.60	17.80	14.88	16.68	16.09
每股净资产	65.65	77.91	88.94	100.49	112.21
每股股利	3.07	3.50	3.50	3.50	3.50
估值比率					
PE (nongaap)	5.9	6.2	6.3	6.0	6.0

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。