

唯品会 (VIPS.N)

优于大市

2025Q2 财报点评：业绩表现稳健，预计 Q3 实现收入同比转正

核心观点

收入端：本季度公司营业收入 258 亿元，yoy -4.0%，其中产品收入 238 亿元，yoy-5%，其他收入 20 亿，yoy+12%，杉杉奥特莱斯发展势头良好，目前拥有 20 家门店，同店销售多个季度保持双位数增长，公司将继续寻找合适的城市拓展奥特莱斯业务。通过组织架构、货品端、运营端、营销端等方面的持续调整，公司预计 2025Q3 收入在 207-217 亿元，同比增长 0%-5%，重新回到增长轨道。

运营数据：本季度公司 GMV 514 亿元，同比+2%，实现 GMV 同比转正，GMV 与收入的差距保持稳定，主要反映结构性因素下退货率每年逐步小幅的增长趋势；订单量 1.93 亿单，yoy-2%；季度活跃买家数 4350 万人，yoy-2%，SVIP 同比增长 15%，贡献了 52% 的线上消费，本季度公司继续升级 SVIP 权限，为用户提供差异化的体验。公司今年将用户作为重要目标，预计 Q3 将实现重新增长。

利润端：本季度公司 Non-GAAP 经营利润 24 亿元（经营利润率 9.3%），Non-GAAP 净利润 21 亿元，净利率 8.0%，同比下降 0.1pct。履约费用率/销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 8.2%/2.8%/1.7%/5.0%，除管理费用率由于本季度杉杉带来 SBC 增加提升较为明显外，整体费用率水平均同比保持稳健。此外，公司继续坚持股东回报，25Q2 回购 3.5 亿美元 ADs，本轮回购计划剩余 6.46 亿美元。

投资建议：公司专注于打造线上奥莱，深耕自身核心优势，我们小幅调整 2025-2027 年公司收入预测至 1072/1099/1123，同比-1%/+3%/+2%，调整幅度为-1%/-2%/-2%，主要考虑到行业竞争依旧激烈，以及 Q2 公司收入增长相对贴近此前指引下沿，调整经调 2025-2027 年经调利润预测至 90/92/95 亿元，同比-1%/+2%/+4%，调整幅度为-1%/-2%/-3%，主要受到收入下调影响。公司当前股价对应 2025 年 PE 为 7x，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。

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	107,191	109,928	112,271
(+/-%)	9.4%	-3.9%	-1.1%	2.6%	2.1%
净利润(百万元)-经调整	9510	9033	8989	9176	9511
(+/-%)	39.1%	-5.0%	-0.5%	2.1%	3.6%
每 ADs 收益(元)-经调整	14.04	14.81	18.23	18.61	19.29
EBIT Margin	7.9%	8.6%	6.5%	6.9%	7.2%
净资产收益率 (ROE)	25.7%	22.6%	18.5%	15.9%	14.2%
市盈率 (PE)	8.8	8.3	6.7	6.6	6.4
EV/EBITDA	4.0	3.8	4.1	3.8	3.6
市净率 (PB)	2.26	1.88	1.25	1.05	0.91

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

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 **证券分析师：王颖婕**
 0755-81982651 0755-81983057
 zhanglunke@guosen.com.cn wangyingjie1@guosen.com.cn
 S0980521120004 S0980525020001

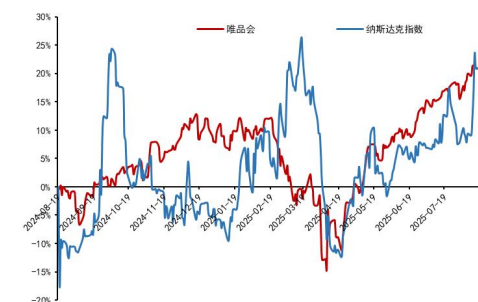
证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn
 S0980525010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.96 美元
总市值/流通市值	8.4/7.0 亿美元
52 周最高价/最低价	17.47/12.02 美元
近 3 个月日均成交额	4493 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) -2025Q1 财报点评：业绩符合预期，下半年有望重回增长轨道》——2025-05-22
 《唯品会 (VIPS.N) -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》——2025-02-23
 《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

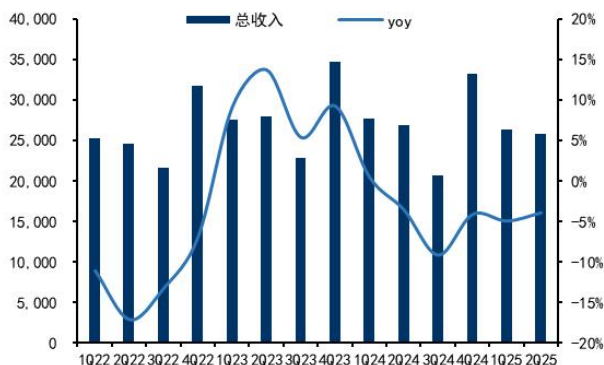
整体表现：业绩表现稳健，预计 Q3 实现收入同比转正

收入端：本季度公司营业收入 258 亿元，yoy -4.0%，其中产品收入 238 亿元，yoy-5%，其他收入 20 亿，yoy+12%，杉杉奥特莱斯发展势头良好，目前拥有 20 家门店，同店销售多个季度保持双位数增长，公司将继续寻找合适的城市拓展奥特莱斯业务。通过组织架构、货品端、运营端、营销端等方面的持续调整，公司预计 2025Q3 收入在 207-217 亿元，同比增长 0%-5%，重新回到增长轨道。

运营数据：本季度公司 GMV 514 亿元，同比+2%，实现 GMV 同比转正，GMV 与收入的差距保持稳定，主要反映结构性因素下退货率每年逐步小幅的增长趋势；订单量 1.93 亿单，yoy-2%；季度活跃买家数 4350 万人，yoy-2%，SVIP 同比增长 15%，贡献了 52% 的线上消费，本季度公司继续升级 SVIP 权限，为用户提供差异化的体验。公司今年将用户作为重要目标，预计 Q3 将实现重新增长。

利润端：本季度公司 Non-GAAP 经营利润 24 亿元（经营利润率 9.3%），Non-GAAP 净利润 21 亿元，净利率 8.0%，同比下降 0.1pct。履约费用率/销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 8.2%/2.8%/1.7%/5.0%，除管理费用率由于本季度杉杉带来 SBC 增加提升较为明显外，整体费用率水平平均同比保持稳健。此外，公司继续坚持股东回报，25Q2 回购 3.5 亿美元 ADS，本轮回购计划剩余 6.46 亿美元。

图1：唯品会季度营业收入及增速（百万元，%）



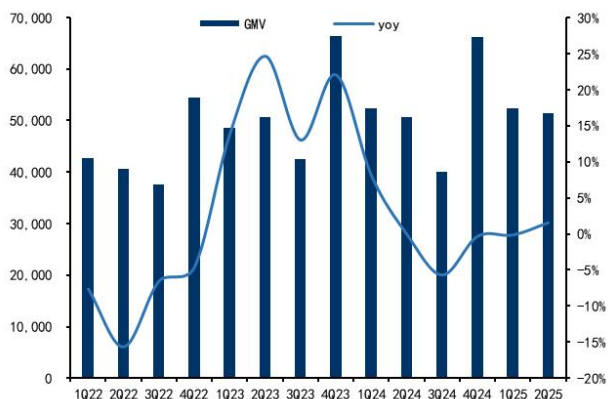
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

公司专注于打造线上奥莱，深耕自身核心优势，我们小幅调整 2025-2027 年公司收入预测至 1072/1099/1123，同比-1%/+3%/+2%，调整幅度为-1%/-2%/-2%，主要考虑到行业竞争依旧激烈，以及 Q2 公司收入增长相对贴近此前指引下沿，调整经调 2025-2027 年经调利润预测至 90/92/95 亿元，同比-1%/+2%/+4%，调整幅度为-1%/-2%/-3%，主要受到收入下调影响。公司当前股价对应 2025 年 PE 为 7x，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	39256	49905	60537	营业收入	112856	108421	107191	109928	112271
应收款项	3635	3943	9691	9939	10151	营业成本	87135	82951	82188	84067	85634
存货净额	5645	5032	1210	1236	1260	营业税金及附加	7653	7247	8184	8283	8460
其他流动资产	883	602	596	611	624	销售费用	7389	6972	7599	7683	7847
流动资产合计	37561	37803	52626	63938	75269	管理费用	1768	1892	2214	2261	2301
固定资产	16882	18293	15742	13159	10557	财务费用	(757)	(752)	(754)	(754)	(754)
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	87230	96070	104953	营业利润	10067	10154	9814	10478	10894
短期借款及交易性金融负债	1426	2400	2171	1999	2190	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	17259	15191	16938	16074	15120	利润总额	10067	10154	9814	10478	10894
其他流动负债	11939	12337	13134	13413	13672	所得税费用	1866	2316	2095	2236	2325
流动负债合计	30624	29927	32243	31485	30982	少数股东损益	85	99	96	102	106
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	经调整净利润	9510	9033	8989	9176	9511
其他长期负债	3139	3460	4613	5192	5222	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	3139	3460	4613	5192	5222	净利润	8162	7740	7244	7788	8098
负债合计	33763	33387	36856	36678	36204	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	1598	1580	1676	1778	1884	折旧摊销	0	0	2434	2469	2490
股东权益	36961	39969	48698	57614	66865	折旧摊销	0	0	2434	2469	2490
负债和股东权益总计	72323	74936	87230	96070	104953	公允价值变动损失	0	0	546	546	546
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(757)	(752)	(754)	(754)	(754)
每股收益-经调整	14.04	14.81	18.23	18.61	19.29	营运资本变动	1202	(1566)	1779	(296)	(913)
每股红利	1.72	2.13	2.64	2.64	2.64	其它	1432	1392	1841	1491	1519
每股净资产	54.55	65.52	98.78	116.86	135.63	经营活动现金流	10797	7566	13843	11998	11741
ROIC	22%	20%	16%	18%	19%	资本开支	0	(1411)	(450)	(493)	(539)
ROE	26%	23%	18%	16%	14%	其它投资现金流	(387)	110	0	(375)	(449)
毛利率	23%	23%	23%	24%	24%	投资活动现金流	(636)	(1586)	(450)	(917)	(1039)
EBIT Margin	8%	9%	7%	7%	7%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	9%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	9%	-4%	-1%	3%	2%	支付股利、利息	(233)	(260)	(260)	(260)	(260)
经调整净利润增长率	39%	-5%	-0%	2%	4%	其它融资现金流	(6218)	(4522)	(229)	(172)	191
资产负债率	49%	47%	44%	40%	36%	融资活动现金流	(6685)	(5043)	(489)	(432)	(69)
股息率	11.3%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	现金净变动	3476	937	12904	10648	10633
P/E-经调整	8.8	8.3	6.7	6.6	6.4	货币资金的期初余额	21939	25415	26352	39256	49905
P/B	2.3	1.9	1.2	1.1	0.9	货币资金的期末余额	25415	26352	39256	49905	60537
EV/EBITDA	4.0	3.8	4.1	3.8	3.6	企业自由现金流	8462	4248	9273	7686	7354
						权益自由现金流	2861	306	9637	8107	8138

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

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提及的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