

公司報告

唯品會 (VIPS US)

收入恢复正增长推动估值重估；上调评级至增持

■ 25年二季度业绩符合预期：收入和非GAAP净利润同比下滑4%，利润率保持稳定，超级会员（SVIP）数量增长15%，显示用户心智份额稳固

■ 25年三季度指引优于预期，预计收入同比恢复0~5%增长，预计将推动估值重估

■ 上调评级至增持；公司全年承诺发放9亿美元股东回报提供价值支持；目标价上调至19.5美元

25年二季度业绩符合预期，SVIP稳步增长

25年二季度收入同比下降4%（一季度为同比下降5%），总GMV同比增长2%（一季度为同比持平）。产品收入同比下降5%，主要受非穿戴类激烈竞争拖累，核心穿戴类保持稳健。其他收入（包括杉杉奥特莱斯和广告等）保持稳健同比增长12%（一季度同比增长10%），受益于奥特莱斯扩张及SVIP强劲增长（同比增15%，GMV贡献超过50%）。毛利率稳定在23.5%。非GAAP经营利润同比下降7%（一季度为同比下降14%），超预期3个百分点。非GAAP净利润为21亿元人民币，同比下降4%（一季度为同比下降11%），符合预期。非GAAP净利率保持8.0%，与去年持平。现金保持充足，达210亿元人民币。

25年三季度指引收入恢复同比正增长

25年三季度，公司预计收入介于207亿元至217亿元人民币，同比增长0~5%，高于此前市场共识的同比下降0.4%，结束连续五个季度下降态势。我们认为增长动力来自：1）总GMV实现个位数健康增长，退款率可控；2）SVIP用户实现两位数同比增长，活跃客户数回暖。以上均体现唯品会针对核心SVIP会员的差异化市场定位及有效的营销投入。股东回报方面，唯品会承诺24财年非GAAP净利润的75%（总值约9亿美元）将于今年回馈股东。截至25年上半年，公司已通过回购和股息累计回馈6.14亿美元，进展顺利，下半年剩余约3亿美元回购额度。我们预计25财年股息率约为11%，远高于同业平均4.4%（图9）。

上调评级至增持，上调目标价至19.5美元

我们对25/26财年的盈利预测进行了调整，预计25/26财年集团收入将同比-1%/+3%，回购计划预计将在24-27财年推动每股盈利年复合增长率达到7%。预计25/26财年非GAAP净利润为88亿/91亿元人民币。目标价上调至19.5美元，基于26财年6倍市盈率（此前为5倍，因营收前景改善调整，较其他电商巨头历史均值8倍目标市盈率仍有折让）和公司净现金水平。目标价对应26财年8倍市盈率及25财年9%的股东回报率。催化剂：总GMV/收入加速增长、用户快速增长及股份回购/分红力度加大。主要风险：1）宏观/消费；2）竞争格局；3）名誉；4）监管。

盈利预测及估值

十亿元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	112.9	108.4	106.9	109.6	112.4
同比增长	9%	-4%	-1%	3%	3%
毛利润	25.7	25.5	24.9	25.5	26.1
非GAAP经营利润	10.6	10.7	10.1	10.4	10.7
非GAAP净利润	9.5	9.0	8.8	9.1	9.4
同比增长	39%	-5%	-2%	3%	3%
市销率（倍）	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
市盈率（倍）	6.6	6.9	7.1	6.9	6.7
ROE（%）	22.6	19.6	16.7	17.6	17.4

注：截至2025年8月18日的收盘价；资料来源：彭博、公司数据、招商證券（香港）预测

李怡珊，CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

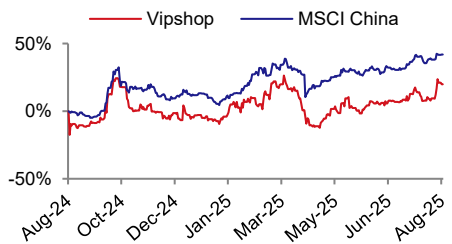
最新变动

25年二季度业绩解读；盈利预测和目标价调整

▲ 增持

前次评级	中性
股价（2025年8月18日）	16.8美元
12个月目标价 （上涨/下跌空间）	19.5美元（+16%）
前次目标价	12.0美元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
VIPS US	6.5	9.4	20.0
MSCI 中国	4.1	11.4	41.9

行业：TMT

恒生指数（2025年8月18日）	25,177
MSCI 中国（2025年8月18日）	82

重要数据

52周股价区间（美元）	12 - 18
市值（十亿美元）	8.7
日均成交量（百万股）	2.20

主要股东

Elegant Motion Holdings Limited	14.2%
腾讯控股	11.4%
High Vivacity Holdings Limited	8.0%
自由流通量	66.4%

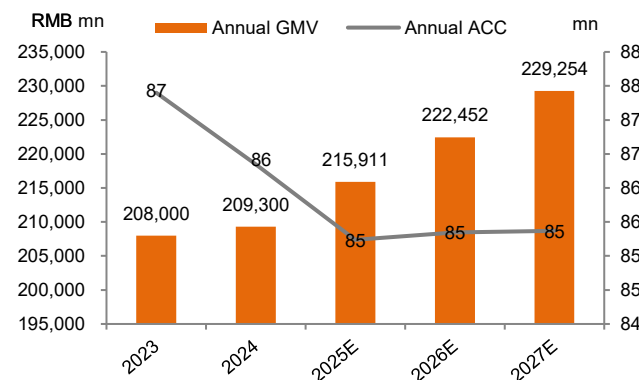
资料来源：彭博、招商證券（香港）

相关报告

- 唯品会 (VIPS US) - 宏观及竞争为盈利前景带来压力（增持）（2024/8/21）
- 唯品会 (VIPS US) - 股价近期处于低位，潜在回报率吸引（增持）（2024/7/8）
- 唯品会 (VIPS US) - 承诺股东回报吸引力强；短期增长放缓（增持）（2024/5/23）
- 唯品会 (VIPS US) - 喜迎首次分红（增持）（2024/2/29）

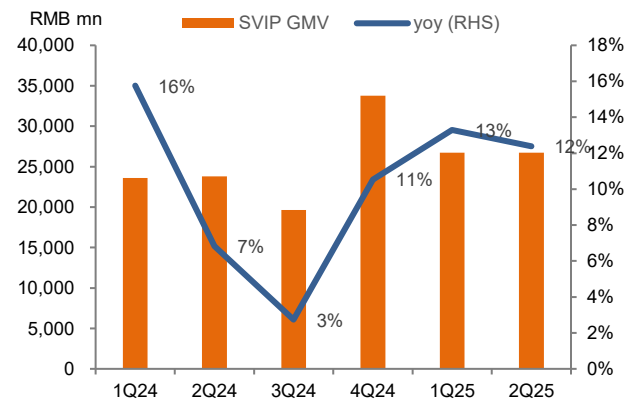
重点图表

图1: 唯品会GMV和年度活跃客户



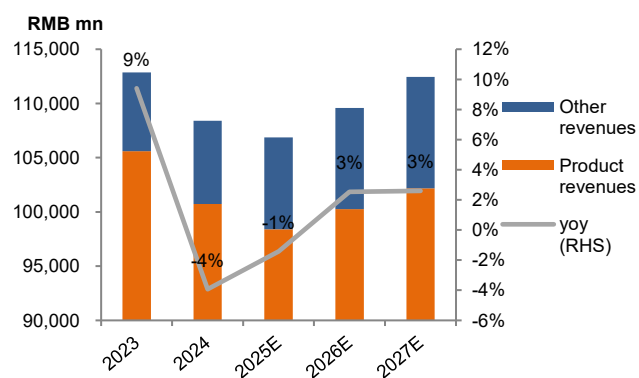
资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

图2: 季度SVIP GMV增长



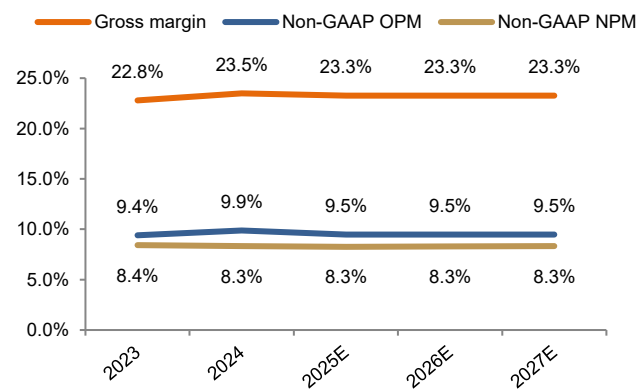
资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

图3: 唯品会收入预测



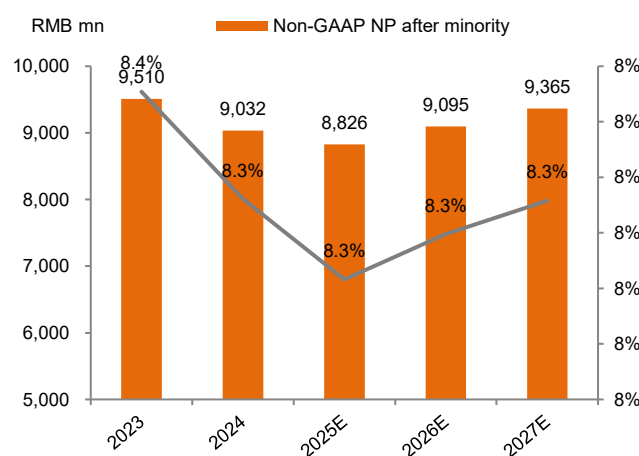
资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

图4: 唯品会利润率



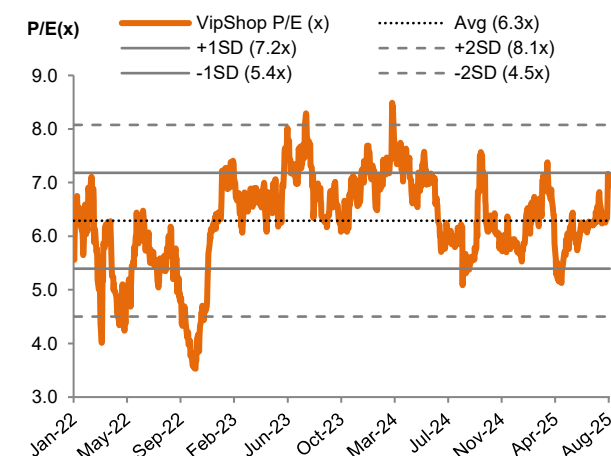
资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

图5: 唯品会非GAAP净利润和净利润率



资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

图6: 唯品会市盈率区间



资料来源: 公司数据, 彭博, 招商证券(香港)预测

图 7：唯品会 25 年二季度业绩表现

十亿元人民币	招商证券预测与 实际预测对比						一致预测与实际数 据对比			
	2Q24	1Q25	2Q25	1Q25 yoy	2Q25 yoy	2Q25 qoq	2Q25	差异	2Q25	差异
收入	26.9	26.3	25.8	-5%	-4%	-2%	25.6	1%	25.8	0%
产品收入	25.1	24.3	23.8	-6%	-5%	-2%	23.7	0%		
其他收入	1.8	2.0	2.0	10%	12%	2%	1.9	6%		
毛利润	6.3	6.1	6.1	-7%	-5%	0%	5.9	3%	6.0	1%
履约开支	-2.2	-1.9	-2.1	-5%	-3%	12%	-2.1	0%		
营销开支	-0.7	-0.7	-0.7	6%	-3%	-2%	-0.7	1%		
技术内容开支	-0.5	-0.4	-0.4	-7%	-9%	-2%	-0.5	-5%		
一般及行政开支	-0.9	-1.0	-1.3	2%	44%	36%	-0.9	51%		
经营利润	2.2	2.3	1.7	-17%	-24%	-25%	2.0	-14%		
非 GAAP 经营利润	2.6	2.6	2.4	-14%	-7%	-9%	2.3	3%	2.3	3%
税前利润	2.3	2.4	1.9	-18%	-18%	-23%	2.1	-11%		
所得税费用	-0.4	-0.5	-0.4	-18%	0%	-20%	-0.5	-17%		
少数权益	0.0	0.0	0.0	20%	111%	-25%	0.0	73%		
净利润	1.9	1.9	1.5	-16%	-23%	-23%	1.6	-8%	1.8	-15%
非 GAAP 净利润	2.2	2.3	2.1	-11%	-4%	-10%	2.0	6%	2.1	0%
经营性现金流	0.3	-1.0	1.3	84%	353%	n.a.				
自由现金流	-0.9	-1.8	0.8	34%	n.a.	n.a.				
净现金（负债）	21.1	24.6	21.1							
重要经营指标和利润率分析										
季度 GMV（十亿元人民币）	50.6	52.4	51.4	0%	2%	-2%	51.8	-1%	51.2	0%
货币化率	53%	50%	50%	-2.6ppt	-2.9ppt	0.1ppt	51%	-0.8ppt	5%	45.2ppt
总客户数（百万）	44.3	41.3	43.5	-4%	-2%	5%	42	4%		
总订单量（百万）	198	167	193	-6%	-2%	15%	193	0%		
每位用户每月消费金额（人民币）	381	423	394	4%	3%	-7%	411	-4%		
利润率										
毛利率	23.6%	23.2%	23.5%	-0.5ppt	-0.1ppt	0.3ppt	23.0%	0.5ppt	23.2%	0.2ppt
经营利润率	9.5%	10.0%	9.3%	-1.0ppt	-0.3ppt	-0.7ppt	9.9%	-0.6ppt	9.1%	0.2ppt
归母净利润率	8.1%	8.8%	8.0%	-0.6ppt	0.0ppt	-0.7ppt	8.4%	-0.4ppt	8.1%	0.0ppt

资料来源：公司数据，彭博、招商证券（香港）预测

图 8：招商证券预测与一致预测对比

十亿元人民币	招商证券预测		一致预测		差异	
	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
收入	106.9	109.6	106.7	108.8	0%	1%
核心毛利润	24.9	25.5	24.8	25.5	0%	0%
核心经营利润	10.1	10.4	9.8	10.0	3%	4%
核心归母净利润	8.8	9.1	8.9	9.1	-1%	0%
核心毛利润率	23%	23%	23%	23%	0.0pp	-0.2pp
核心经营利润率	9%	9%	9%	9%	0.3pp	0.3pp
核心归母净利润率	8%	8%	8%	8%	-0.1pp	-0.1pp

资料来源：公司数据，彭博、招商证券（香港）预测；数据截至 2025 年 8 月 18 日

图 9: 股东回报率比较

十亿美元	未来 12 个月 预期回购	股价 (本 币)	市值 (十 亿美元)	2025 财年 市盈率 (倍)	回购收益率	股息收益 率	总股东回报率	净现金 (人民币 十亿元)	净现金占 当前市值 比例
					(a)	(b)	(a+b)		
欢聚	0.1	49.8	2.5	9.6	4.0%	8.0%	12.0%	15.0	83%
唯品会	0.7	16.8	8.7	7.1	7.5%	3.5%	11.0%	24.6	39%
雅乐科技	0.07	6.7	1.1	6.7	6.8%	0.0%	6.8%	5.0	64%
恒生指数							3.9%		
京东	1.0	31.8	46.2	11.5	2.2%	1.7%	3.9%	143.0	43%
网易	1.1	130.3	82.5	14.1	1.3%	2.5%	3.8%	133.9	22%
阿里巴巴	5.9	121.4	289.5	13.2	2.0%	1.1%	3.2%	187.4	9%
腾讯	10.3	587.0	688.5	18.7	1.5%	1.1%	2.6%	90.2	2%
哔哩哔哩	0.2	25.4	10.7	34.1	1.9%	0.0%	1.9%	12.4	16%
美团	1.6	121.5	95.0	20.4	1.7%	0.0%	1.7%	158.4	23%
腾讯音乐	0.2	25.5	39.5	31.8	0.4%	0.8%	1.2%	23.1	8%
快手	0.3	73.7	40.7	14.5	0.8%	0.0%	0.8%	2.7	1%
均值							4.4%		28.2%

资料来源: 公司数据, 彭博、招商证券 (香港) 预测

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	上行空间 (%)	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		P/E (倍)		PEG*	P/S (倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)		2025-2027 年复合增速		
									FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY25E	FY25E	FY26E	收入	净利润	EBITDA
Tencent	腾讯	700 HK	港元	增持	587.0	700.0	19.3	688.5	12.3	10.8	18.7	16.6	1.3	6.6	18.3	23.7	22.4	9.8	13.0	13.2
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	增持	121.4	146.0	20.3	289.5	16.4	14.3	13.2	15.9	2.7	2.1	12.7	15.8	12.6	11.0	5.9	11.5
Pinduoduo	拼多多	PDD US	美元	增持	118.3	136.0	14.9	168.0	13.5	9.3	14.6	9.8	0.3	2.9	11.2	23.7	27.7	14.9	36.8	38.7
Meituan	美团	3690 HK	港元	增持	121.5	156.0	28.4	95.0	10.3	8.3	20.4	13.3	0.3	1.7	14.3	18.0	23.4	15.7	39.6	21.5
Netease	网易	NTES US	美元	增持	130.3	161.0	23.6	82.5	14.2	13.3	14.1	13.2	1.9	5.2	13.6	26.7	23.8	6.4	6.8	7.9
JD.com	京东	JD US	美元	增持	31.8	42.0	32.2	46.2	12.1	7.0	11.5	8.3	0.3	0.3	7.6	20.3	12.1	6.5	31.8	52.6
Tencent Music	腾讯音乐	TME US	美元	增持	25.5	29.2	14.5	39.5	22.1	20.3	31.8	28.5	2.5	9.1	24.7	13.8	10.7	9.7	11.6	12.2
Kanzhun	看准科技	BZ US	美元	增持	21.5	审视中	n.a.	10.3	10.4	9.7	21.3	18.4	1.2	9.2	16.9	22.0	22.6	10.4	14.9	12.6
Bilibili	哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	25.4	28.0	10.5	10.7	19.0	14.1	34.1	23.6	0.7	2.5	23.4	5.2	11.5	8.7	n.a.	97.1
Cloud Music	云音乐	9899 HK	港元	增持	275.4	330.0	19.8	7.7	25.6	21.6	30.6	26.8	2.0	6.6	25.1	16.3	15.8	11.7	13.2	19.1
Newborn Town	赤子城	9911 HK	港元	增持	10.2	12.2	19.8	1.8	9.4	7.6	11.7	9.3	0.4	1.9	16.2	54.0	34.5	19.1	22.8	26.0
Vipshop	唯品会	VIPS US	美元	增持	16.8	19.5	15.9	8.7	9.5	7.0	7.1	6.9	2.3	0.6	5.2	6.8	6.6	2.3	3.0	26.4
Trip.com	携程	TCOM US	美元	未评级	63.0	n.a.	n.a.	41.1	14.5	12.6	17.0	14.7	0.9	5.5	21.8	11.1	11.1	13.4	15.6	15.5
Baidu	百度	BIDU US	美元	未评级	90.1	n.a.	n.a.	31.6	2.4	1.9	10.9	9.9	0.8	1.7	7.0	7.1	6.9	5.5	12.7	17.8
Kuaishou	快手	1024 HK	港元	未评级		n.a.	n.a.	40.7	9.4	8.1	14.5	12.3	0.7	2.3	11.0	24.5	23.4	8.7	17.7	16.1
DIDI	滴滴	DIDIY US	美元	未评级	5.7	n.a.	n.a.	27.7	13.5	9.3	31.0	19.4	0.4	1.0	17.0	7.3	11.1	8.5	50.9	38.7
China Literature	阅文	772 HK	港元	未评级	43.2	n.a.	n.a.	5.6	26.1	24.3	30.3	27.2	2.3	5.0	23.8	6.8	6.7	6.7	11.9	10.2
Meitu	美图	1357 HK	港元	未评级	10.4	n.a.	n.a.	6.1	35.2	21.0	n.a.	37.1	1.1	n.a.	36.8	15.5	17.9	20.3	32.8	51.2
JOYY	欢聚	JOYY US	美元	未评级	50.1	n.a.	n.a.	2.6	2.6	2.2	9.9	9.4	1.1	1.2	7.0	5.0	5.2	6.6	8.3	15.6
Hello Group	陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.1	n.a.	n.a.	1.3	4.5	4.2	6.8	6.6	1.5	0.9	6.3	10.6	10.0	3.7	4.3	5.3
iQiyi	爱奇艺	IQ US	美元	未评级	2.3	n.a.	n.a.	2.2	20.5	13.4	25.2	12.1	0.2	0.6	4.3	2.9	7.2	3.3	73.3	38.5
Yala	雅乐科技	YALA US	美元	未评级	7.6	n.a.	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	7.7	7.2	1.6	3.5	n.a.	19.5	17.6	5.8	4.6	n.a.
Douyu	斗鱼	DOYU US	美元	未评级	8.3	n.a.	n.a.	0.2	7.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.
Huya	虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.3	n.a.	n.a.	0.7	21.9	8.3	28.5	22.3	0.6	0.9	18.7	2.3	3.7	6.2	37.4	n.a.
Weibo	微博	WB US	美元	未评级	11.9	n.a.	n.a.	2.9	4.7	4.6	6.2	6.2	2.3	1.7	5.8	11.1	10.2	2.9	2.7	2.8
中国公司均值									14.5	11.4	18.2	15.7	1.2	3.4	15.4	16.7	16.0	9.5	20.6	26.1
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	增持	231.5	271.0	17.1	2,468.8	15.2	12.8	27.8	23.9	1.2	3.9	17.6	21.1	19.3	10.5	28.1	31.9
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	增持	203.5	225.0	10.6	2,465.8	14.2	12.4	19.3	18.4	2.3	7.0	16.9	31.3	27.3	13.3	18.8	15.6
Meta	Meta	META US	美元	增持	767.4	866.0	12.9	1,927.7	18.9	15.8	23.4	20.9	1.7	n.a.	17.8	35.2	29.2	15.5	7.9	21.5
Netflix	奈飞	NFLX US	美元	增持	1,245.1	1,423.0	14.3	529.1	37.9	31.5	46.2	40.2	2.0	n.a.	57.3	42.4	45.2	12.1	26.0	22.8
Uber	优步	UBER US	美元	增持	94.0	审视中	n.a.	196.0	23.0	18.1	24.6	22.9	1.7	4.4	20.7	26.9	26.6	14.8	n.a.	n.a.
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	增持	728.1	审视中	n.a.	151.8	n.a.	39.9	n.a.	n.a.	0.8	8.9	49.6	19.6	28.7	14.5	50.2	49.3
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	增持	16.0	21.1	31.5	6.5	10.6	8.2	13.3	11.1	0.7	1.1	7.1	24.7	18.9	12.8	20.8	n.a.
海外公司均值									20.0	19.8	25.8	22.9	1.5	5.1	26.7	28.8	27.9	13.4	25.3	28.2

注：股价截至 2025 年 8 月 18 日 (所有市场)；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司数据、招商证券 (香港) 预测

财务预测表

资产负债表

(十亿元人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
物业、厂房及设备	16.9	18.3	18.1	17.7	17.2
土地使用权	10.1	10.7	10.7	10.8	10.8
对联营公司的投资	2.2	2.0	2.2	2.4	2.7
其他非流动资产	5.6	6.2	6.5	7.0	7.6
非流动资产	34.8	37.1	37.6	38.0	38.3
现金及等价物	25.4	26.4	26.7	29.0	31.7
持有至到期投资	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
抵押存款	.9	.6	.6	.6	.6
应收关联公司	.6	.5	.5	.5	.5
应收账款	.8	.9	.6	.7	.7
存货	5.6	5.0	5.3	5.5	5.6
其他流动资产	2.3	2.5	2.4	2.4	2.5
流动资产	37.6	37.8	38.0	40.5	43.5
总资产	72.3	74.9	75.6	78.5	81.7
短期债务	1.4	2.4	2.9	3.5	4.1
应付账款	17.3	15.2	16.4	16.8	17.3
预收款项	1.7	2.0	1.9	2.0	2.0
应付费用	9.6	9.7	8.5	8.8	9.0
其他流动负债	.7	.6	.6	.6	.6
流动负债	30.6	29.9	30.4	31.7	33.1
递延所得税负债	.7	.8	.8	.8	.8
递延收入 - 非流动	1.8	2.1	2.1	2.1	2.1
其他非流动负债	.7	.6	.6	.6	.6
非流动负债	3.1	3.5	3.5	3.5	3.5
总负债	33.8	33.4	33.9	35.1	36.5
总净负债	38.6	41.5	41.7	43.4	45.2
资本公积	4.4	4.9	4.9	4.9	4.9
留存收益	36.8	42.9	48.1	53.8	59.6
总权益	38.6	41.5	41.7	43.4	45.2
总债务	2.1	3.2	3.7	4.2	4.9
净现金/(债务)	26.9	26.4	26.3	28.0	30.0

现金流量表

(十亿元人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
税前利润	8.2	7.8	7.0	7.5	7.7
折旧摊销	1.3	1.4	2.2	2.4	2.5
运营资本变化	3.5	-1.3	.1	.5	.5
其他	1.4	1.2	.2	.3	.3
经营活动净现金	14.4	9.1	9.5	10.6	11.0
资本开支	-5.2	-3.6	-2.3	-2.3	-2.3
联营公司投资	-.3	-.4	-.2	-.2	-.2
其他	.4	.4	-.4	-.5	-.6
投资活动净现金	-5.2	-3.6	-2.9	-3.0	-3.1
举债所得款项, 净额	-1.3	1.0	.5	.6	.7
股票回购和分红	-5.1	-3.9	-6.8	-5.8	-5.9
其他	.2	-2.1	.0	.0	.0
融资活动净现金	-6.1	-5.0	-6.3	-5.2	-5.2
汇兑损益	.1	.1	.0	.0	.0
现金净变动	3.2	.7	.3	2.3	2.7
期初现金	23.1	26.3	27.0	27.3	29.6
抵押存款	.9	.6	.6	.6	.6
期末现金	25.4	26.4	26.7	29.0	31.7

资料来源: 公司数据, 彭博, 招商证券(香港)预测; 注: 股价采用 2025 年 8 月 18 日收盘价

利润表

(十亿元人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
收入	112.9	108.4	106.9	109.6	112.4
销售成本	-87.1	-83.0	-82.0	-84.1	-86.3
毛利	25.7	25.5	24.9	25.5	26.1
履约费用	-8.3	-8.3	-8.3	-8.5	-8.7
销售费用	-3.2	-3.0	-3.0	-3.1	-3.2
技术内容费用	-1.8	-1.9	-1.8	-1.9	-1.9
行政费用	-4.1	-4.0	-4.5	-4.2	-4.3
其他收入	.8	.9	.9	.9	.9
报告经营利润	9.1	9.2	8.0	8.6	8.9
净利息收入	.8	.8	.6	.7	.7
税前利润	10.0	10.0	8.6	9.3	9.6
税费	-1.9	-2.3	-1.8	-1.8	-1.9
联营公司/合营企业 损失分成	.1	.2	.1	.0	.0
非控股权益	-.1	-.1	-.1	-.1	-.1
报告净利润	8.1	7.7	6.8	7.3	7.6
非 GAAP 经营利润	10.6	10.7	10.1	10.4	10.7
非 GAAP 净利润	9.5	9.0	8.8	9.1	9.4
非 GAAP 每股盈利 (人民币)	16.9	16.7	17.4	18.8	20.4

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
同比增速					
收入	9.4	-3.9	-1.4	2.5	2.6
毛利	19.0	-1.0	-2.4	2.5	2.6
报告经营利润	46.9	0.8	-12.5	7.6	2.6
报告净利润	28.9	-4.6	-11.6	7.4	3.1
非 GAAP 经营利润	43.3	0.9	-5.6	2.7	2.6
非 GAAP 净利润	39.1	-5.0	-2.3	3.1	3.0

获利能力 (%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利	22.8	23.5	23.3	23.3	23.3
报告经营利润	8.1	8.5	7.5	7.9	7.9
非 GAAP 经营利润	9.4	9.9	9.5	9.5	9.5
报告净利润	7.2	7.1	6.4	6.7	6.7
非 GAAP 净利润	8.4	8.3	8.3	8.3	8.3
ROE	22.6	19.6	16.7	0.0	0.0

有效税率 (%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
有效税率 (%)	18.7	23.2	20.3	19.7	19.8

流动比率 (x)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动比率 (x)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3

净现金/股权比例 (%)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净现金/股权比例 (%)	69.6	63.6	62.9	64.5	66.3

每股比率 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股销售额	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
非 GAAP 每股盈利	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

估值比率 (x)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
市销率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
市盈率	6.6	6.9	7.1	6.9	6.7

EV/EBITDA

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EV/EBITDA	3.5	3.4	3.4	3.3	3.2

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828