

唯品会 (VIPS.N) 25Q3 财报点评

强烈推荐 (维持)

收入及利润超预期，季度活跃用户恢复同比正增长

唯品会发布 2025Q3 财报，本季度实现营业收入 214 亿元，同比+3.4%，GMV 431 亿元，同比+7.5%，Non-GAAP 归母净利润为 15 亿元，同比+14.6%，收入及利润超预期。四季度公司预计收入为 332~349 亿元，同比 0~5%，高于一致预期。公司季度活跃用户恢复同比正增长，展望 2026 年公司将持续高质量发展，用户数有望持续同比增长，利润有望保持稳健，整体维持稳健增长策略，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。

□Q3 收入及 GMV 增长超预期，Q4 收入维持正增速指引。25Q3 公司收入为 214 亿元，同比+3.4%（彭博一致预期+1.8%），GMV 431 亿元，同比+7.5%（一致预期+5.7%），增速超预期。公司通过组织架构战略性调整，提升在商品组合层面的高性价比和差异化竞争力，持续巩固在深度折扣产品领域的领先地位；此外，公司也通过 AI 算法和产品运营的系统性升级，提高搜索及推荐系统的转化率进一步带动销售额增长和用户体验改善。展望未来，25Q4 公司预计收入约为 332~349 亿元，同比 0~5%，双十一期间平台增势良好，展望明年，公司将持续高质量发展，用户数有望持续同比增长，整体维持稳健增长策略。

□Q3 净利润超预期，预计 2026 年有望保持稳健。25Q3 毛利率 23%，公司加大用户激励投入，尤其针对 SVIP 会员及高价值用户，预计未来毛利率有望稳定在 23% 左右的健康水平；履约费用率为 8.7%、同比+0.3pct，退货率同比仍有所提升带动履约费用率上涨；销售费用率为 3.1%、同比+0.13pct，公司在营销方面进行了达人、短剧等新形式的尝试，持续开展新客获取和老客召回。Non-gaap 归母净利润 15 亿元，同比+14.6%（一致预期+10.6%）。展望 2026 年，预计利润有望保持稳健。

□季度活跃用户恢复同比正增长，SVIP 会员维持双位数增长。2025Q3 季度活跃用户为 4010 万人，同比+1.3%；活跃 SVIP 会员数维持同比双位数增长，同比增速为 11%，贡献约 51% 在线销售额。公司持续优化会员用户购物体验，第三季度公司推出了一系列特邀专属特卖活动，SVIP 用户可独家参与精选知名品牌的深度折扣活动，进而强化用户的价值感知并提升会员忠诚度。看好高性价比商品和优质服务下未来唯品会核心客群的稳健增长。

□维持全年股东回报指引，保障股东权益。25Q3 公司共回购 2460 万美元。目前 10 亿美元回购计划剩余额度为 6.214 亿美元，有效期至 2027 年 2 月。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 91/95/97 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 8-10 倍 PE，对应目标价 20.58-25.72 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	107334	110079	111514
同比增长	9.4%	-3.9%	-1.0%	2.6%	1.3%
NON-GAAP 归母净利润(百万元)	9510	9034	9105	9539	9747
同比增长	39.1%	-5.0%	0.8%	4.8%	2.2%
每股收益(元)	16.46	15.70	15.28	15.99	16.53
PE(NON-GAAP)	6.7	7.1	7.0	6.7	6.6

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业

目标估值：20.58-25.72 美元

当前股价：18.09 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

- 1、《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
- 2、《唯品会 (VIPS) 25Q1 前瞻——春节错峰及天气影响收入承压，全年收入同比有望保持稳健》2025-04-01
- 3、《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	40790	47355	53920
现金及现金	25415	26352	29426	35759	42204
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	929	941
其它应收款	2857	3028	2998	3074	3114
存货	5645	5032	4992	5108	5168
其他流动资	883	602	596	612	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	78205	85026	91825
流动负债	30624	29927	27308	27945	28272
应付账款	17259	15191	15070	15421	15602
应交税金	0	0	0	0	0
短期借款	1426	2400	0	0	0
其他	11939	12337	12239	12524	12671
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	30768	31405	31732
储备	32752	36961	39969	45703	51786
少数股东权	1598	1580	1734	1834	1955
归属于母公	36961	39969	45703	51786	58137
负债及权益合计	72323	74936	78205	85026	91825

现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	14415	9129	7577	8371	8470
净利润	8117	7740	7531	7881	8148
折旧与摊销	1471	1620	1698	1723	1745
营运资本变	3671	(1408)	(134)	406	207
其他非现金	1156	1177	(1519)	(1639)	(1631)
投资活动现金流	(5160)	(3566)	(240)	(174)	(161)
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	1739	1805	1818
筹资活动现金流	(6146)	(4970)	(4264)	(1864)	(1864)
债务增减	(1251)	1017	(2400)	0	0
股本增减	(5107)	(3866)	0	0	0
其它筹资	212	(436)	(67)	(67)	(67)
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	3073	6333	6445

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	107334	110079	111514
主营收入	112856	108421	107334	110079	111514
营业成本	87135	82951	82290	84211	85196
毛利	25721	25470	25044	25869	26317
营业支出	17418	17212	17223	17663	17893
营业利润	8303	8258	7821	8206	8424
利息支出	23	58	67	67	67
利息收入	780	810	814	814	814
权益性投资损益	80	167	(90)	1	1
其他非经营性损	927	977	1015	991	1004
非经常项目损益	0	0	152	178	178
除税前利润	10067	10154	9645	10122	10354
所得税	1866	2316	1960	2141	2084
少数股东损	85	99	154	100	121
净利润	8117	7740	7531	7881	8148
EPS (元)	16.46	15.70	15.28	15.99	16.53

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%	-5%	5%	3%
净利润	29%	-5%	-3%	5%	3%
获利能力					
毛利率	22.8%	23.5%	23.3%	23.5%	23.6%
净利率	7.2%	7.1%	7.0%	7.2%	7.3%
ROE	22.0%	19.4%	16.5%	15.2%	14.0%
ROIC	20.5%	17.8%	24.2%	22.4%	20.5%
偿债能力					
资产负债率	46.7%	44.6%	39.3%	36.9%	34.6%
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	16.6
应收帐款周转率	31.5	28.6	27.4	27.8	27.7
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	14.77	16.32	16.51
每股净资产	65.65	77.91	89.09	100.95	113.33
每股股利	3.07	3.50	3.50	3.50	3.50
估值比率					
PE (nongaap)	6.7	7.1	7.0	6.7	6.6

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。

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。