

唯品会 (VIPS.N)

优于大市

2025Q4 财报点评：受大盘影响收入利润疲软，2026 年股东回报势头持续

核心观点

收入端：本季度公司营业收入 324 亿元，yoy-2.3%；其中产品收入 299 亿元，yoy-3.1%，分品类看，穿戴类本季度 GMV 增速基本持平，主要受暖冬影响服饰大盘增速疲软，标品业务增速微正；其他收入 25 亿，yoy+8%，其他收入的快速增长主要由杉杉奥莱店带动。展望 26Q1，管理层指引收入增速为 0%到 5%区间。

运营数据：公司本季度 GMV yoy+0.6%至 666 亿。分拆看，Q4 活跃买家数 4530 万人，yoy -1%，据我们测算，本季度用户购买次数同比基本持平，单均价同比提升低个位数。值得一提的是，2025 年公司 SuperVIP 会员 yoy+11%达到 980 万，本季度 SuperVIP 成交金额占公司线上成交金额的 52%。此外，AI 被广泛应用于公司经营，包括利用 AIGC 技术实现创意生成与广告投放的自动化、AI 虚拟试穿功能、AI 客服等。

利润端：本季度利润率表现稳健，Non-GAAP 净利润 29 亿元，同比-4%，净利率同比下降 0.2pct。本季度经调经营利润 yoy-5%，经调经营利润率下降 0.2pct 至 10.0%。

股东回报：我们测算 2025 年公司向股东累计返还 9.44 亿美金，股东回报率 11%：1) 回购：2025Q4 公司回购 3.05 亿美元的 ADS (10 亿美元的股份回购计划有效至 2027 年 2 月)，在该项目下有 3.16 亿美元未利用，2025 年共回购 6.84 亿美金；2) 2025 年度现金股息每 ADS 0.62 美元，共计分红近 3 亿美金。展望 2026 年，将继续保持股东回报势头，持续回馈股东。

投资建议：维持“优于大市”评级。公司加大用户侧的投入力度，利用 AI 技术升级人货匹配、优化用户体验，商品侧也不断提升供给丰富性和稀缺性，我们调整 2026-2027 年公司营业收入至 1087/1115 亿元人民币，调整幅度为-1.5%/-1.2%，新增 2028 年营业收入 1133 亿元；我们调整 2026-2027 年公司经调净利润至 90/93 亿元人民币，调整幅度为-0.7%/0.0%，新增 2028 年经调净利润 96 亿元。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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	108,421	105,920	108,727	111,485	113,332
(+/-%)	-3.9%	-2.3%	2.7%	2.5%	1.7%
净利润(百万元)-经调整	9033	8745	8983	9336	9637
(+/-%)	-5.0%	-3.2%	2.7%	3.9%	3.2%
每 ADS 收益(元)-经调整	13.33	14.34	18.22	18.94	19.55
EBIT Margin	8.3%	7.7%	6.6%	6.5%	6.8%
净资产收益率 (ROE)	22.6%	21.3%	18.1%	15.9%	14.1%
市盈率 (PE)	9.9	9.2	7.2	6.9	6.7
EV/EBITDA	4.0	4.5	4.3	4.3	4.0
市净率 (PB)	2.23	1.96	1.30	1.10	0.95

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

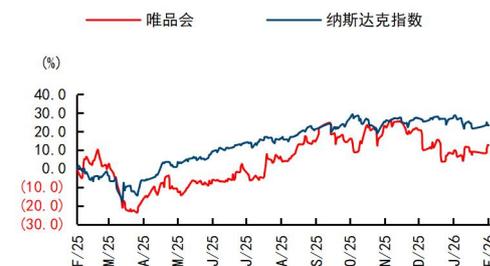
证券分析师：张伦可 0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn
S0980521120004

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

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 18.12 美元
总市值/流通市值 8933/7523 百万美元
52 周最高价/最低价 20.59/12.14 美元
近 3 个月日均成交额 42.38 百万美元

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) -2025Q2 财报点评：业绩表现稳健，预计 Q3 实现收入同比转正》——2025-08-18
- 《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 亿美金回购额度》——2024-08-21

整体表现：

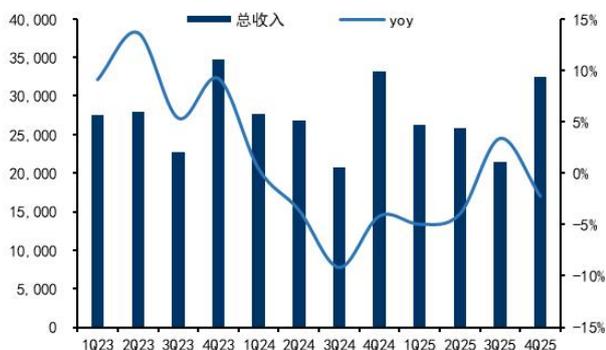
本季度公司营业收入 324 亿元，yoy -2.3%：其中产品收入 299 亿元，yoy-3.1%，分品类看，穿戴类本季度 GMV 增速基本持平，主要受暖冬影响服饰大盘增速疲软，标品业务增速微正；其他收入 25 亿，yoy+8%，其他收入的快速增长主要由杉杉奥莱店带动。展望 26Q1，管理层指引收入增速为 0%到 5%区间。

运营数据看，公司本季度 GMV yoy+0.6%至 666 亿。分拆看，Q4 活跃买家数 4530 万人，yoy -1%，据我们测算，本季度用户购买次数同比基本持平，单均价同比提升低个位数。值得一提的是，2025 年公司 SuperVIP 会员 yoy+11%达到 980 万，本季度 SuperVIP 成交金额占公司线上成交金额的 52%。此外，AI 被广泛应用于公司经营，包括利用 AIGC 技术实现创意生成与广告投放的自动化、AI 虚拟试穿功能、AI 客服等。

本季度公司利润率表现稳健，Non-GAAP 净利润 29 亿元，同比-4%，净利率同比下降 0.2pct。本季度经调经营利润 yoy-5%，经调经营利润率下降 0.2pct 至 10.0%。

股东回报看，我们测算 2025 年公司向股东累计返还 9.44 亿美金，股东回报率共计 11%：1) 回购：2025Q4 公司回购了 3.05 亿美元的 ADS (10 亿美元的股份回购计划有效至 2027 年 2 月)，在该项目下有 3.16 亿美元未利用，2025 年共回购 6.84 亿美金；2) 2025 年度现金股息每 ADS 0.62 美元，共计分红近 3 亿美金。展望 2026 年，将继续保持回报势头，持续回馈股东。

图1：唯品会季度营业收入及增速（百万元，%）



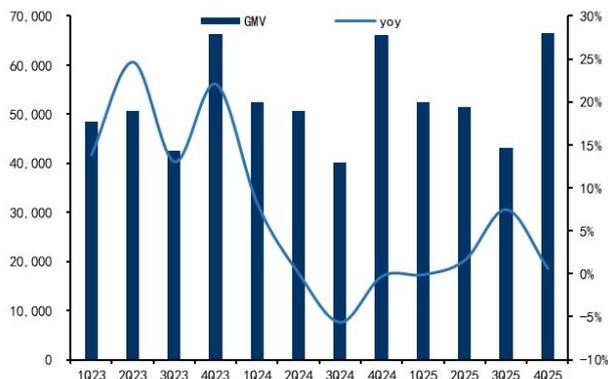
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：唯品会 Non-GAAP 净利润及净利率（百万元，%）



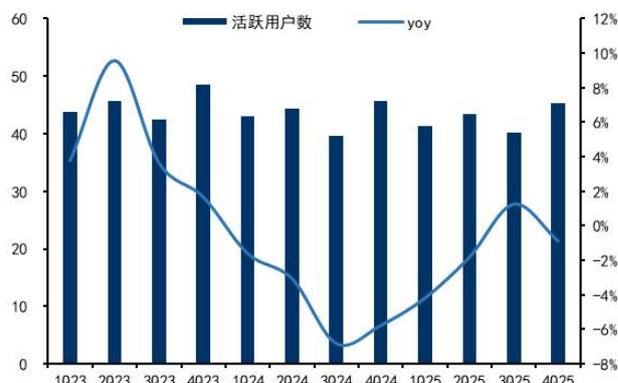
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

公司加大用户侧的投入力度, 利用 AI 技术升级人货匹配、优化用户体验, 商品侧也不断提升供给丰富性和稀缺性, 我们调整 2026-2027 年公司营业收入至 1087/1115 亿元人民币, 调整幅度为-1.5%/-1.2%, 新增 2028 年营业收入 1133 亿元; 我们调整 2026-2027 年公司经调净利润至 90/93 亿元人民币, 调整幅度为-0.7%/0.0%, 新增 2028 年经调净利润 96 亿元。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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	26352	22990	37452	48380	58441	营业收入	108421	105920	108727	111485	113332
应收款项	3943	4521	9830	10079	10246	营业成本	82951	81429	83478	85484	86674
存货净额	5032	5153	1232	1265	1283	营业税金及附加	7653	7247	8508	8919	9067
其他流动资产	602	1133	1163	1192	1212	销售费用	6972	7363	7447	7636	7649
流动资产合计	37803	39575	55454	67849	79502	管理费用	1892	1755	2169	2214	2245
固定资产	18293	18312	15759	13174	10570	财务费用	(752)	(712)	(712)	(712)	(712)
无形资产及其他	1517	1478	1509	1579	1694	投资收益	0	0	294	294	294
投资性房地产	11967	11541	11541	11541	11541	资产减值及公允价值变动	0	0	(546)	(546)	(546)
长期股权投资	5358	7937	7937	7987	8037	其他收入	450	372	2426	2461	2482
资产总计	74936	78843	92200	102130	111343	营业利润	10154	9209	10011	10153	10640
短期借款及交易性金融负债	2400	5845	3223	3823	4297	利润总额	10154	9209	10011	10153	10640
应付款项	15191	12537	17247	16439	15391	所得税费用	2316	1799	1918	1945	2038
其他流动负债	12337	12502	13693	14054	14242	少数股东损益	99	167	182	184	193
流动负债合计	29927	30883	34163	34316	33930	经调整净利润	9033	8745	8983	9336	9637
其他长期负债	3460	3517	4689	5206	5236	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
长期负债合计	3460	3517	4689	5206	5236	净利润	7740	7242	7827	8047	8423
负债合计	33387	34400	38853	39522	39166	折旧摊销	0	0	2426	2461	2482
少数股东权益	1580	3438	3620	3804	3998	公允价值变动损失	0	0	546	546	546
股东权益	39969	41005	49727	58803	68180	财务费用	(752)	(712)	(712)	(712)	(712)
负债和股东权益总计	74936	78843	92200	102130	111343	营运资本变动	(1566)	(3236)	5657	(241)	(1035)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	其它	1392	1670	1337	1474	1407
每股收益-经调整	13.33	14.34	18.22	18.94	19.55	经营活动现金流	7566	5676	17793	12287	11823
每股红利	1.72	2.13	2.64	2.64	2.64	资本开支	0	(19)	(450)	(493)	(539)
每股净资产	58.99	67.22	100.87	119.28	138.30	其它投资现金流	110	(3904)	0	(1155)	(1387)
ROIC	19%	16%	16%	18%	18%	投资活动现金流	(175)	(6503)	(450)	(1698)	(1976)
ROE	23%	21%	18%	16%	14%	融资活动现金流	(6453)	(2535)	(2882)	339	214
毛利率	23%	23%	23%	23%	24%	现金净变动	937	(3362)	14461	10928	10062
EBIT Margin	8%	8%	7%	6%	7%	货币资金的期初余额	25415	26352	22990	37452	48380
EBITDA Margin	8%	8%	9%	9%	9%	货币资金的期末余额	26352	22990	37452	48380	58441
收入增长	-4%	-2%	3%	3%	2%	企业自由现金流	5345	3282	13393	7574	7131
经调整净利润增长率	-5%	-3%	3%	4%	3%	权益自由现金流	(61)	1841	11346	8748	8181
资产负债率	47%	48%	46%	42%	39%						
股息率	10.5%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%						
P/E-经调整	9.9	9.2	7.2	6.9	6.7						
P/B	2.2	2.0	1.3	1.1	1.0						
EV/EBITDA	4.0	4.5	4.3	4.3	4.0						

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