

唯品会(VIPS.US):核心盈利保持韧性,需求恢复仍待观察

收入端延续承压:公司 2Q26 收入人民币 247 亿元,同比下降 4.3%,处于此前指引区间低端;GMV 为 506 亿元,同比下降 1.6%,表现好于收入。活跃用户数 4,230 万,同比下降 2.8%,订单量 1.82 亿,同比下降 5.5%,反映消费环境偏弱及用户购买决策趋于谨慎。毛利率 23.3%,维持相对稳定,调整后经营利润 20.1 亿元、经营利润率 8.1%,同比下降 1.2 个百分点;调整后净利润仅 3.9 亿元,主要由于公司对过往年份从中国内地向香港的分红进行的一次性预提所得税调整产生 15.6 亿元费用;剔除该非经营性项目后,管理层披露核心调整后净利润约 20 亿元、净利率 7.9%,整体核心盈利能力相对稳定。

核心客群粘性仍是业务稳定的重要支撑:尽管整体流量偏弱,2Q26 活跃 SVIP 用户同比增长 8%,贡献线上消费金额的 54%,近期 SVIP 会员规模进一步突破 1,000 万,体现高价值用户在消费趋于理性环境下仍具较强的平台忠诚度。公司继续围绕品牌特卖核心定位强化货品能力,一方面通过 1P 模式深化与服饰等核心品牌合作,在行业库存压力增加背景下获取更具折扣力度和差异化的货盘;另一方面持续优化商品组合、专供货品及用户服务,并将 AI 应用于营销、客服、试穿及供应链等环节,以提升转化及获客效率。线下杉杉奥莱则保持较高景气,上半年 GMV 同比增长超过 20%,管理层预计下半年仍有望维持 20%以上增长,存量项目同店销售目标保持双位数增长,有望继续成为集团增量来源。

下半年收入预计仍有压力,维持“持有”评级:公司指引 3Q26 收入 203-214 亿元,同比下降 5%至持平;7-8 月销售表现较 6 月略有改善,但消费情绪并未出现明显好转。我们预计公司下半年收入下降 3%,4Q 相较 3Q 有望环比改善。公司下半年仍有约 5.3 亿美元股东回报待执行,并且 8 月进一步获批新的 10 亿美元股份回购计划,延续较积极的资本回报政策。我们认为,公司核心盈利能力及股东回报仍具一定支撑,但短期收入增长缺乏明显催化,消费需求恢复及主业增长拐点仍需观察,维持“持有”评级,调整目标价至 15 美元。

投资风险:行业竞争加剧;用户增长不及预期;利润率不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	108,421	105,920	103,489	104,222	105,516
经营利润	9,173	8,136	7,421	7,470	7,659
调整后净利润	9,033	8,745	6,412	7,885	8,055
目标 PE (x)			7.8	6.3	6.2

E=浦银国际预测,资料来源:公司报告、浦银国际

赵丹

首席科技软件分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

科技分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2026 年 8 月 28 日

评级

持有

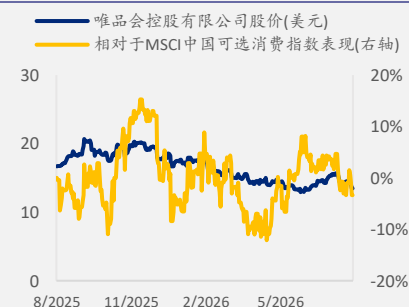
目标价(美元)	15
潜在升幅/降幅	+11%
目前股价(美元)	13.47
52 周内股价区间(美元)	12.65-21.08
总市值(百万美元)	6,469
近 3 月日均成交额(百万美元)	34.7

注:截至 2026 年 8 月 27 日收盘价

市场预期区间



股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
收入	108,421	105,920	103,489	104,222	105,516
收入成本	(82,951)	(81,429)	(79,159)	(79,730)	(80,720)
毛利	25,470	24,490	24,330	24,492	24,796
销售费用	(2,980)	(2,989)	(2,982)	(3,022)	(3,060)
管理费用	(3,993)	(4,374)	(4,071)	(4,065)	(4,115)
其他费用	(7,432)	(7,236)	(7,975)	(8,059)	(8,063)
经营盈利	9,173	8,136	7,421	7,470	7,659
利息收入	752	712	388	600	600
其他收益	62	67	5,797	-	-
除税前盈利	9,987	8,915	13,606	8,070	8,259
所得税开支	(2,316)	(1,799)	(4,486)	(1,453)	(1,487)
其他盈利	167	294	558	-	-
年度盈利	7,839	7,410	9,678	6,618	6,772
少数股东权益	99	167	151	150	150
本公司权益持有人	7,740	7,242	9,527	6,468	6,622
调整后净利润	9,033	8,745	6,412	7,885	8,055

现金流量表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
净利润	7,740	7,242	9,527	6,468	6,622
折旧与摊销	1,685	1,812	1,813	1,830	1,847
营运资金变动	(1,523)	(2,841)	(185)	46	79
其他非现金调整	1,227	1,242	-	-	-
经营活动现金流	9,129	7,454	11,154	8,343	8,548
资本性支出	(3,542)	(2,052)	(1,994)	(2,013)	(2,032)
投资	(487)	(6,524)	-	-	-
其他投资活动	464	279	-	-	-
投资活动现金流	(3,566)	(8,297)	(1,994)	(2,013)	(2,032)
借款	955	3,474	-	-	-
股本	(3,866)	(4,941)	(6,559)	(4,809)	(5,914)
其他融资活动	(2,059)	(469)	-	-	-
融资活动现金流	(4,970)	(1,936)	(6,559)	(4,809)	(5,914)
汇兑收益及其他	63	(53)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	657	(2,831)	2,601	1,521	603
期初的现金及现金等价物	26,297	26,955	24,123	26,724	28,245
期末的现金及现金等价物	26,955	24,123	26,724	28,245	28,848

资产负债表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
固定资产	18,293	18,312	18,483	18,656	18,830
无形资产	1,083	1,079	1,089	1,100	1,110
投资	5,358	7,937	7,937	7,937	7,937
其他非流动资产	12,400	11,940	11,940	11,940	11,940
非流动资产合计	37,134	39,268	39,449	39,632	39,817
应收账款	915	889	869	875	886
投资	1,873	5,777	5,777	5,777	5,777
存货	5,032	5,153	5,010	5,046	5,109
现金及现金等价物	26,352	22,990	25,591	27,113	27,715
其他流动资产	3,630	4,765	4,765	4,765	4,765
流动资产合计	37,803	39,575	42,012	43,576	44,252
资产总额	74,936	78,843	81,462	83,208	84,069
母公司股东权益	39,969	41,005	43,972	45,631	46,339
少数股东权益	1,580	3,438	3,438	3,438	3,438
权益总额	41,549	44,443	47,411	49,070	49,778
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	3,460	3,517	3,517	3,517	3,517
非流动负债合计	3,460	3,517	3,517	3,517	3,517
应付账款及票据	15,191	12,537	12,187	12,275	12,427
借款	2,400	5,845	5,845	5,845	5,845
其他流动负债	12,337	12,502	12,502	12,502	12,502
流动负债合计	29,927	30,883	30,534	30,621	30,774
负债总额	33,387	34,400	34,051	34,139	34,291
权益及负债总额	74,936	78,843	81,462	83,208	84,069

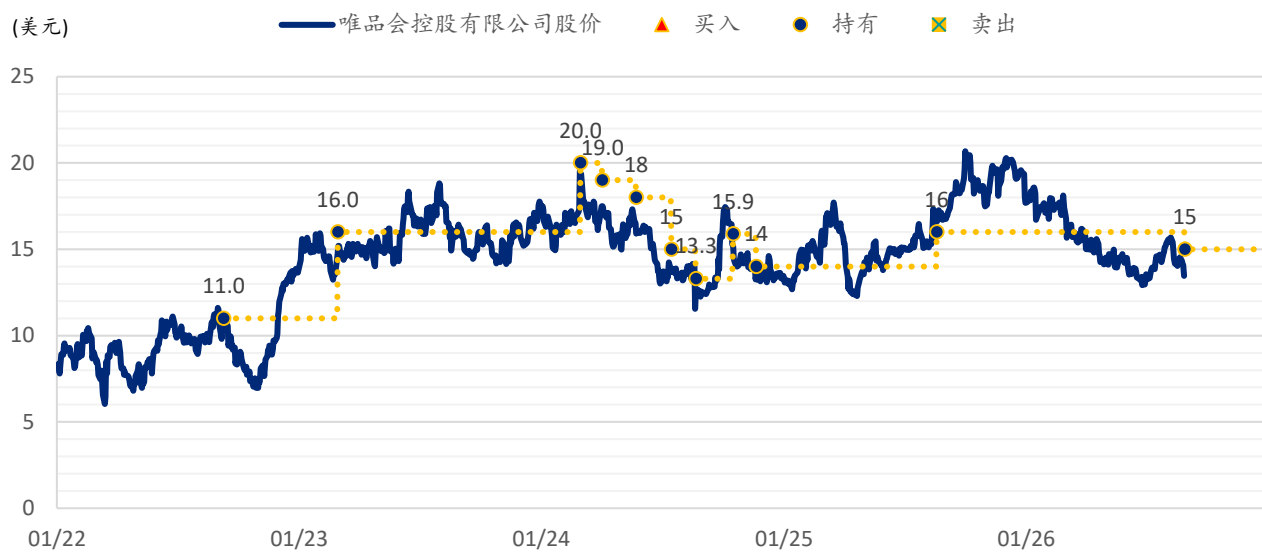
主要财务比率

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
盈利增速					
营业收入增速	-3.9%	-2.3%	-2.3%	0.7%	1.2%
毛利增速	-1.0%	-3.8%	-0.7%	0.7%	1.2%
经营利润增速	0.8%	-11.3%	-8.8%	0.7%	2.5%
净利润增速	-4.4%	-5.5%	30.6%	-31.6%	2.3%
调整后净利润增速	-5.0%	-3.2%	-26.7%	23.0%	2.2%
盈利能力比率					
毛利率	23.5%	23.1%	23.5%	23.5%	23.5%
经营利润率	8.5%	7.7%	7.2%	7.2%	7.3%
净利率	7.1%	6.8%	9.2%	6.2%	6.3%
调整后净利率	8.3%	8.3%	6.2%	7.6%	7.6%
每股指标（元）					
EPS	14.4	14.3	19.5	13.3	13.6
调整后EPS	16.7	17.3	13.1	16.2	16.5
估值（倍）					
调整后目标P/E			7.8	6.3	6.2
目标P/S			0.5	0.5	0.5

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：唯品会（VIPS.US）



注：截至 2026 年 8 月 27 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

