

# 戎美股份 (301088.SZ)

## 优质线上服饰品牌，供应链优势明显

### 核心观点:

- **戎美股份：线上服饰品牌零售公司，业绩稳健增长。**公司主营中高端女装，是国内知名的线上服饰品牌零售公司。2017-2021 年公司营收呈稳步增长态势，2021 年实现营收 8.72 亿元 (YOY+2.46%)，归母净利润 1.63 亿元 (YOY+0.38%)，增速放缓主要系 2020 年疫情因素导致基数过高；2021 年下半年疫情影响局部区域物流；暖冬影响旺季销售。
- **深耕电商平台，打造高上新、小单快反的供应链及信息化优势。**(1) 目标客户清晰，定位 25-45 岁都市女性，具备高信用度、粉丝数量及客户口碑等优势。(2) 企划设计能力突出，每周 3 次的高上新频率+年均近 4000 款的高 SPU，有效增强客户粘性。(3) 打造柔性供应链体系，实现小单快反的互联网新零售模式。(4) 线上垂直布局，信息化系统有效助力运营效率，目前已形成全业务流程的信息管理体系，契合公司线上零售业务模式。
- **看好公司未来发展。**公司拟将公开募集资金用于四大募投项目，其中“建设现代制造服务业基地项目”有利于(1) 增强弹性生产能力，提升公司综合运营水平；(2) 提升公司自产产能，加强柔性供应链弹性，保证小单快反优势；(3) 保证货物仓管各个环节信息化的速度和准确性，合理控制库存。“线下展示中心项目”，有利于公司直接触达消费者、开拓市场；提升品牌形象、扩大品牌知名度。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.80 元/股、0.89 元/股、1.11 元/股。参考可比中高端女装公司以及可比电商行业公司，综合考虑，给予公司 2022 年 PE 估值 27 倍，对应合理价值 21.53 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**市场竞争加剧的风险，外协生产管理风险，存货跌价的风险。

### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	851	872	981	1,118	1,322
增长率 (%)	22.7	2.5	12.5	13.9	18.2
EBITDA (百万元)	218	207	273	313	374
归母净利润 (百万元)	162	163	182	203	252
增长率 (%)	47.6	0.4	11.8	11.5	24.4
EPS (元/股)	0.95	0.71	0.80	0.89	1.11
市盈率 (x)	-	36.30	22.87	20.52	16.49
ROE (%)	29.6	6.7	7.0	7.3	8.3
EV/EBITDA (x)	-	26.70	14.42	12.15	9.46

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

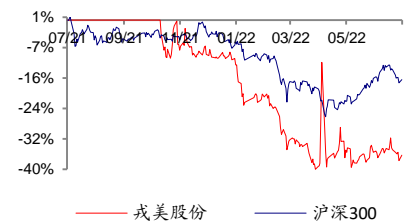
**增持**

当前价格	18.24 元
合理价值	21.53 元
报告日期	2022-07-19

### 基本数据

总股本/流通股本 (亿股)	2.28/0.55
总市值/流通市值 (亿元)	41.59/10.07
一年内最高/最低 (元)	28.79/17.22
30 日日均成交额 (百万)	55.55
近 3 个月涨跌幅 (%)	5.19

### 相对市场表现



### 分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

### 分析师:

左琴琴



SAC 执证号: S0260521050001

SFC CE No. BSE791



zuoqinqin@gf.com.cn

## 目录索引

一、戎美股份：线上服饰品牌零售领跑者，稳健增长.....	5
（一）线上服饰品牌零售领跑者.....	5
（二）公司业绩呈增长态势，业务结构稳定.....	6
二、电商市场发展成熟，逐步迈入品牌化.....	12
（一）互联网零售市场发展成熟，渗透率高.....	12
（二）女装市场受疫情影响有所下滑，向中高端品牌化发展.....	14
三、深耕电商平台，打造高上新、小单快反的供应链及信息化优势.....	15
（一）目标客户清晰，打造良好口碑，构筑坚实品牌及客户基础.....	16
（二）企划设计能力突出，高上新频率+高SPU有效增强客户粘性.....	16
（三）打造柔性供应链体系，实现小单快反的互联网新零售模式.....	17
（四）线上垂直布局，信息化系统有效助力运营效率.....	20
四、募投项目提高公司综合竞争力，看好公司未来发展.....	21
五、盈利预测与投资建议.....	22
六、风险提示.....	24

## 图表索引

图 1: 公司股权结构 (截至 2022 年 3 月 31 日)	6
图 2: 公司历年营业收入及同比增速 (单位: 亿元)	7
图 3: 公司分季度营业收入及同比增速 (单位: )	7
图 4: 公司历年归母净利润及同比增速 (单位: )	7
图 5: 公司历年销售毛利率及销售净利率 (单位: %)	7
图 6: 公司分区域收入占比 (单位: %)	8
图 7: 公司历年期间费用率 (单位: %)	9
图 8: 公司历年营运指标 (单位: 天)	9
图 9: 公司各模式下商品对应收入金额比例 (单位: %)	9
图 10: 公司各项产品平均售价变动 (单位: 元)	10
图 11: 公司销售渠道 (单位: %)	10
图 12: 公司各价格区间的订单数比例 (单位: %)	10
图 13: 中国网络支付用户规模及使用率	12
图 14: 中国网络购物用户规模及使用率	12
图 15: 中国服装电商市场规模及预测	13
图 16: 中国服装线上渗透率 (单位: %)	13
图 17: 中国女装市场规模及增速	15
图 18: 2023E 中国服装细分市场占比 (单位: %)	15
图 19: 公司主要业务模式及流程	15
图 20: 2020 年店铺“戎美高端女装”粉丝性别分布	16
图 21: 2020 店铺“戎美高端女装”粉丝年龄分布	16
图 22: 公司信息系统及业务流程	21
表 1: 公司主要品牌“戎美 RUMERE”情况	5
表 2: “戎美高端女装”门店的主要运营情况	11
表 3: 买家 ID 分布情况	11
表 4: 推广费分布情况 (单位: 万元)	12
表 5: 2015-2021 年国家出台的电商行业及服装行业政策汇总	13
表 6: 公司企划人员设计款数情况 (单位: 款)	17
表 7: 报告期内产品销售款数 SPU 分类统计 (单位: 款, 万件)	17
表 8: 公司生产模式介绍	18
表 9: 2017-2020 年公司同一款式产品在不同外协厂商加工情况 (单位: 款)	18
表 10: 公司推广形式介绍	19
表 11: 公司募投项目情况 (单位: 万元)	21


表 12: 公司未来自主生产比例测算 (单位: 万件) .....	22
表 13: 公司业务盈利预测 (单位: 百万元) .....	23
表 14: 可比公司估值表 .....	24

## 一、戎美股份：线上服饰品牌零售领跑者，稳健增长

### （一）线上服饰品牌零售领跑者

戎美股份成立于2012年，于2021年4月在深交所创业板上市，是知名线上服饰品牌零售公司之一。基于互联网平台，公司依托“戎美RUMERE”品牌，经营服装企划设计、供应链管理和销售业务，主要产品包括职业与休闲风格的女装及男装和配饰等。

表 1：公司主要品牌“戎美 RUMERE”情况

品牌	戎美 RUMERE
品牌图标	
品牌风格	简约优雅、商务休闲
主要客户群体	25-45 岁都市女性

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

公司的发展历程可分为四个阶段：

**（1）2006-2012年为初创期：**2006年，创始人温迪于淘宝平台开始线上服饰零售运营，孕育了戎美品牌的最初粉丝群体，并和供应商建立了良好合作关系。2009年6月，温迪开始全职运营淘宝店铺。2012年3月，随着戎美在淘宝平台逐步形成良好口碑、业务规模不断增长，温迪与丈夫郭健各自出资50万元，共同设立苏州日禾戎美商贸有限公司，开始戎美品牌的公司化运营。

**（2）2012-2017年为成长期：**经历多年累积，2017年，公司业务规模突破GMV12亿，并开始筹划公司上市。

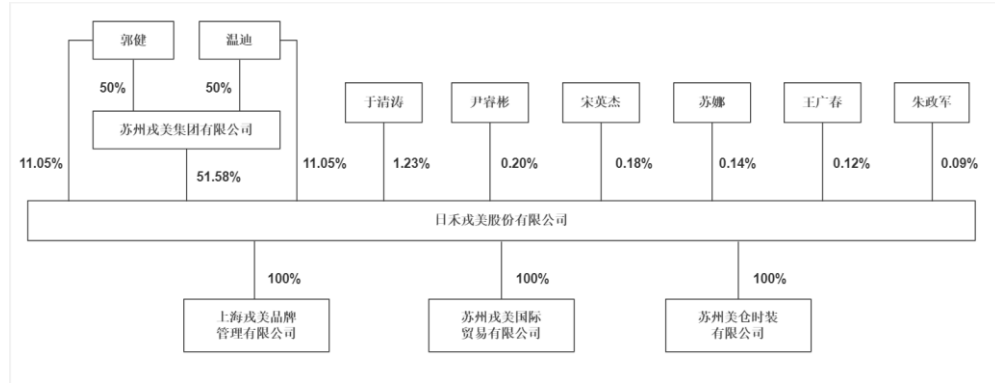
**（3）2017-2019年为规划期：**公司改制为日禾戎美股份有限公司；购置73亩工业用地，规划了超过11万平方米的戎美基地项目。

**（4）2019-至今为发展期：**公司于2021年完成创业板上市，开工建设戎美基地项目，拟投资4.15亿元用于建设集服装企划与设计、生产与制造、仓储与物流等环节为一体的现代制造服务业基地。同时，规划建设设计研发中心建设项目、信息化建设项目以及展示中心建设项目。

公司实控人持股比例高，控股权稳定。公司董事长郭健、总经理兼董事温迪与郭健为公司实际控制人，分别直接持股11.05%、通过戎美集团间接持股25.79%，合计共同持股73.68%。除此之外，2019年公司对高管实施股权激励，公司董事、董秘、副

总经理、财务总监于清涛与董事、副总经理朱政军持股，目前分别直接持有公司1.23%、0.09%的股份。

图 1：公司股权结构（截至2022年3月31日）



资料来源：公司招股说明书，Wind，广发证券发展研究中心

## （二）公司业绩呈增长态势，业务结构稳定

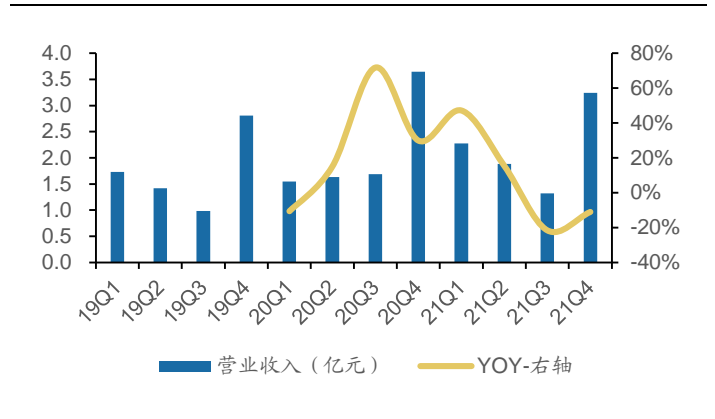
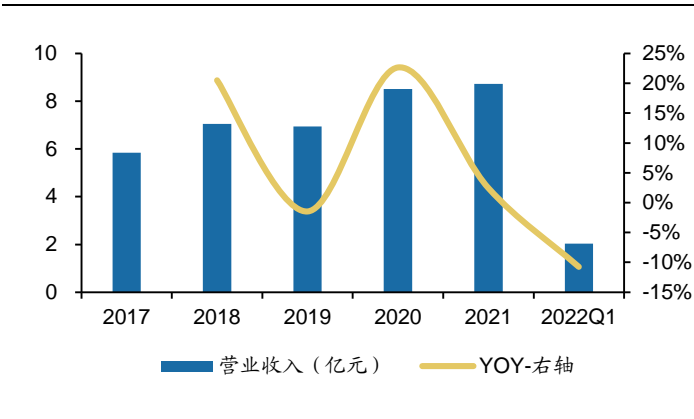
### 1. 公司收入整体呈增长态势

2018-2021年及2022Q1公司分别实现营业收入7.04亿元、6.94亿元（YOY-1.46%）、8.51亿元（YOY+22.66%）、8.72亿元（+2.46%）、2.04（-10.47%）亿元，营业收入总体呈上升趋势，2017-2021年CAGR为10.53%。其中，2019年营业收入稍有下滑，主要原因2019年春节较早从而缩短了线上服饰销售旺季时长；暖冬对消费市场的整体影响。2020年，国内疫情严重，线上零售蓬勃发展，公司业绩取得较快增长。2021年，营业收入增速有所放缓主要系2020年疫情因素导致基数较高；国内新冠疫情好转，线下销售有所复苏；2021年下半年疫情影响局部区域物流，导致发货延迟。2022Q1收入同比下降主要系3月中旬开始各地疫情散发，尤其华东区域，物流中断。

**营收季节性强，四季度收入占比较高。**公司2018-2021年的四季度营收占比分别为45.48%、40.45%、42.83%、37.16%，单四季度占比较高，主要原因为：（1）秋冬季服装因面料、质地等影响，售价通常高于春夏季服装；（2）受国庆节、新年、春节等假期影响，秋冬产品存在节日性消费集中释放的特点；（3）“双十一”、“双十二”等电商购物节对于线上服饰零售有促进作用。

图 2: 公司历年营业收入及同比增速 (单位: 亿元)

图 3: 公司分季度营业收入及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

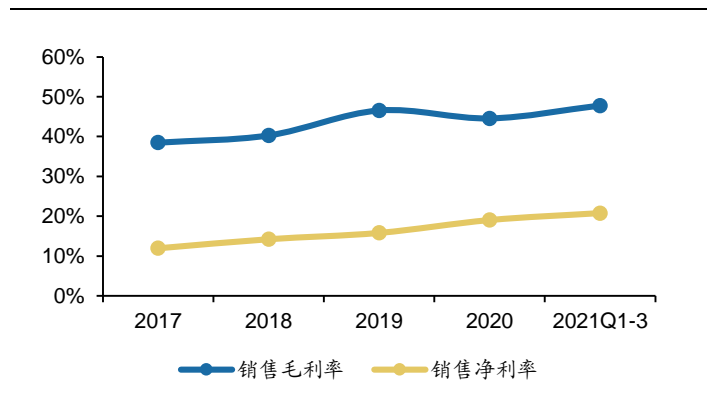
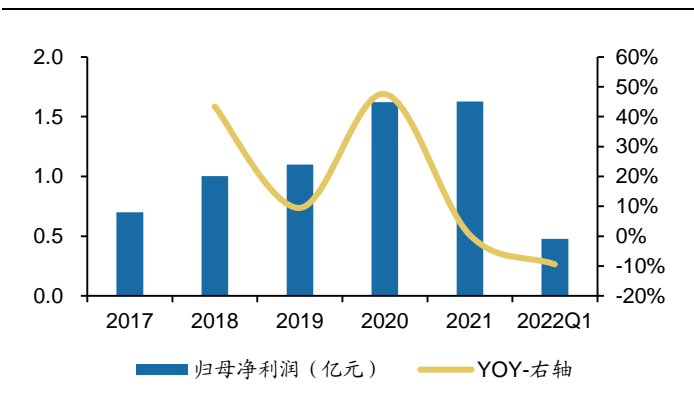
## 2. 盈利水平稳步提升

**公司归母净利润增长快速。**2018-2021年及2022Q1公司分别实现归母净利润1.00亿元、1.10亿元(YOY+9.45%)、1.62亿元(YOY+47.62%)、1.63亿元(YOY+0.38%)、0.48亿元(YOY-9.45%)，增长较为快速，2018-2021年CAGR为17.69%。其中，2019年公司在营收同比下滑的情况下仍实现正增长，主要系公司在营业成本、费用端控制良好。2021年利润增速不及收入增速主要系公司人力成本、推广费用有所提升，且当年挂牌上市，相关管理费用有所增加。

**利润率：**2018-2021年公司销售毛利率分别为40.31%、46.53%、44.55%、45.56%，销售净利率分别为14.24%、15.82%、19.04%、18.65%，22Q1公司销售毛利率、销售净利率分别为44.90%(YOY-3.37pct)、23.48%(YOY+0.26pct)。盈利水平总体呈上升趋势，主要原因：(1)公司推出高附加值的服装产品使得产品单价提升，2020年产品销售均价(含税)较2018年增长8.75%。(2)2018年4月4日、2019年4月1日增值税税率两次下调。

图 4: 公司历年归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)

图 5: 公司历年销售毛利率及销售净利率 (单位: %)

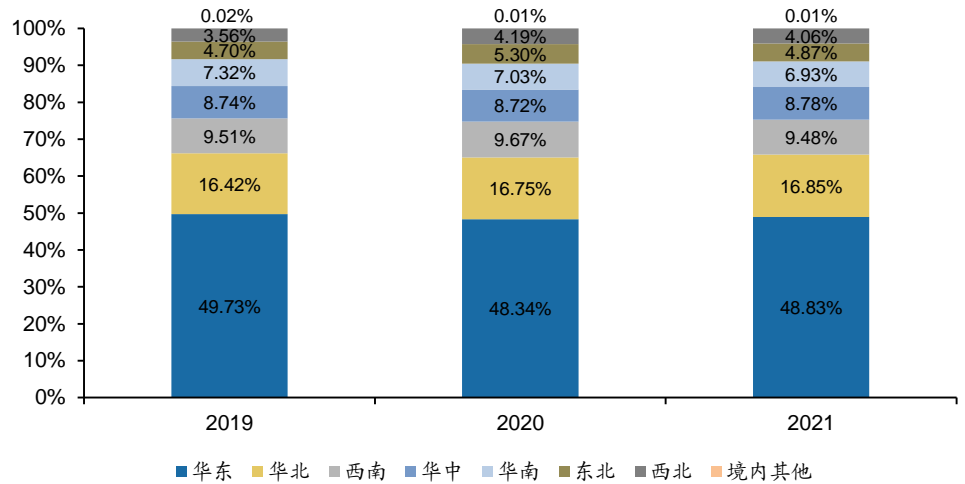


数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

**3. 分地区情况。**公司产品基本用于内销，主要分布于华东、华北、西南、华中区域，区分分别较为稳定，2021年，华东、华北、西南、华中区域营收占比分别为48.83%、16.85%、9.48%、8.78%。

图 6: 公司分区域收入占比 (单位: %)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

**4. 各项费用率:** 2019-2021年及2022Q1, 期间费用率分别为21.84%、16.94%、19.46%、17.03% (YOY+1.42pct)。

其中: (1) **销售费用率:** 2019-2021年及2022Q1分别为14.77%、11.82%、14.00%和 11.27% (YOY+0.29pct)。2020年销售费用率同比下降2.95pct, 主要受新收入准则影响, 与发货相关的仓储费、包装费和运杂费属于合同履行成本, 由原在销售费用中列报转为在营业成本中列报。若剔除新收入准则影响, 还原2020年销售费用, 2020年销售费用率为16.86%, 同比增加2.09pct, 主要系公司加大推广费用投入。2021年销售费用率同比上升2.18pct, 主要系报告期内, 互联网零售行业竞争日趋激烈, 单位流量成本上升, 公司增加了推广费投入, 2021年推广费占销售收入占比78.96%, 同比上升0.50pct; 为保持和吸引运营人才, 人均薪酬和员工人数有所增加。

(2) **管理费用率:** 2019-2021年及2022Q1分别为4.70%、2.99%、3.67%、3.67% (YOY+0.81pct)。2019年管理费用率同比增加1.04pct, 主要受股份支付费用498万元影响, 若剔除股份支付费用影响, 2019年管理费用率为3.98%, 同比上升0.32pct。

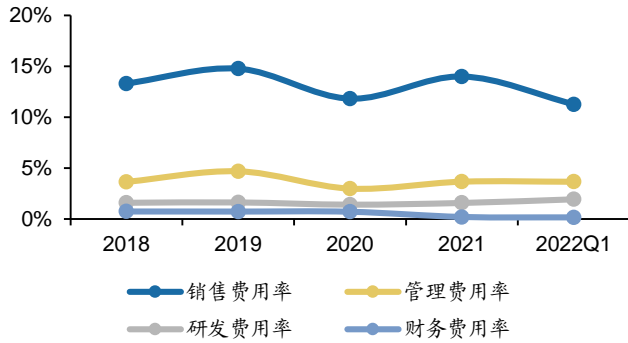
(3) **财务费用率:** 2019-2021年及2022Q1分别为0.73%、0.71%、0.19%、0.15%。

(4) **研发费用率:** 2019-2021年及2022Q1分别为1.64%、1.42%、1.58%、1.95%。

**5. 营运质量: (1) 存货周转天数:** 2019-2021年分别为214.31天、164.30天、212.53天, 2022Q1为264.32天。其中, 2019年存货周转天数上升系公司根据2018年良好的销售情况增加了存货规模, 2018年初至年底共增加7069.04万元, 尽管2019年加强了存货管理, 但存货周转天数仍同比上升。2021年存货周转天数上升主要原因: 第一, 公司为适应经营规模扩大, 提前进行原材料备货, 与部分供应商签订了框架

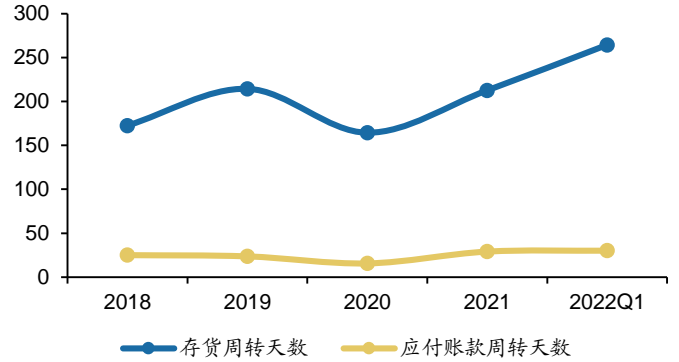
协议；第二，为应对四季度销售旺季，进行库存商品备货，2021年系暖冬，影响销售情况。（2）应付账款周转天数：2019-2021年分别为23.59天、15.48天、29.07天，2022Q1为30.12天，同比上升14.11天。公司应付账款周转天数呈逐渐上升趋势。

图 7：公司历年期间费用率（单位：%）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

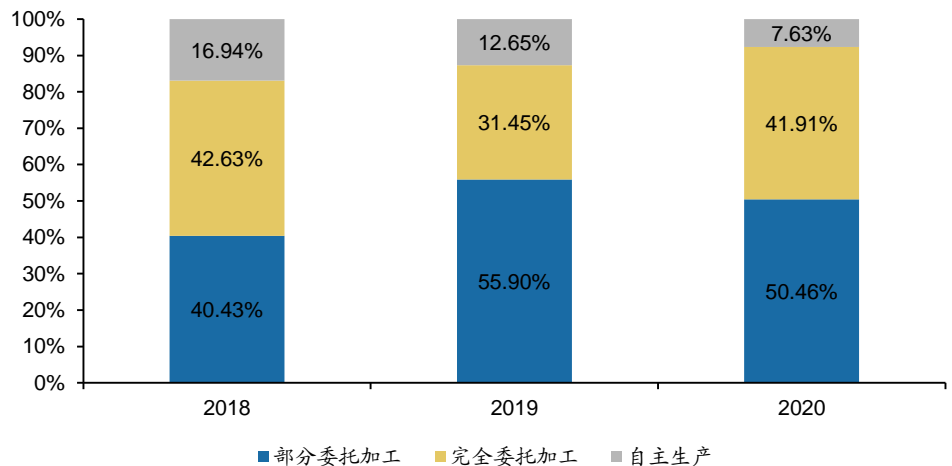
图 8：公司历年营运指标（单位：天）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

**6. 生产模式：公司采用自产和委托加工相结合的模式。**（1）部分委托加工：2018-2020年收入占比分别为39.21%、54.26%、48.17%。公司大部分的外套、裤类、裙类采用部分委托加工模式，有助于公司控制原材料品质，充分发挥自身的企划优势。（2）完全委托加工：2018-2020年收入占比分别为44.50%、33.28%、44.44%。（3）自主生产：2018-2020年收入占比分别为16.29%、12.46%、7.39%，自主生产比例呈下降趋势主要系公司为提升整体运营效率，优化订单排期所致。

图 9：公司各模式下商品对应收入金额比例（单位：%）

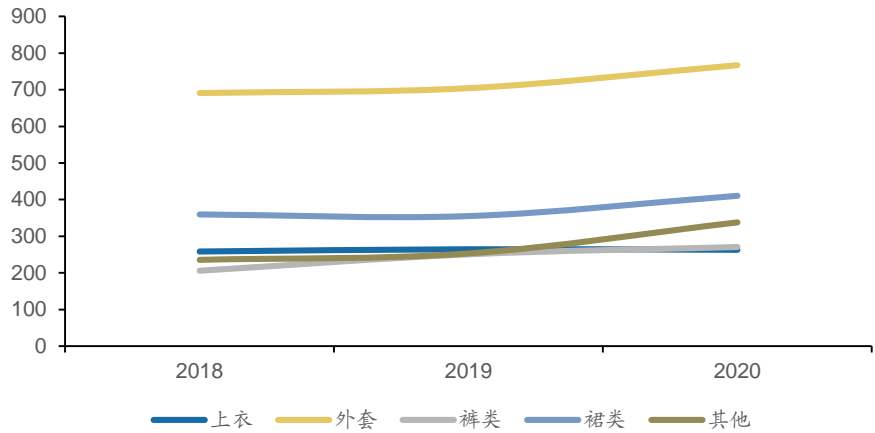


数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

**7. 公司产品的整体平均售价呈现上涨趋势。**公司采用成本加成定价模式，各类产品平均售价与平均成本密切相关。2018-2020年，公司产品平均售价呈上涨趋势，主要原因为：（1）产品定价能力不断增强；（2）不断推出高附加值产品；（3）因产品

销售价格为含税价格，增值税税率于2018年及2019年两次下调，公司含税销售单价并未相应调整，从而导致不含税销售价格有所提升。

图 10: 公司各项产品平均售价变动 (单位: 元)

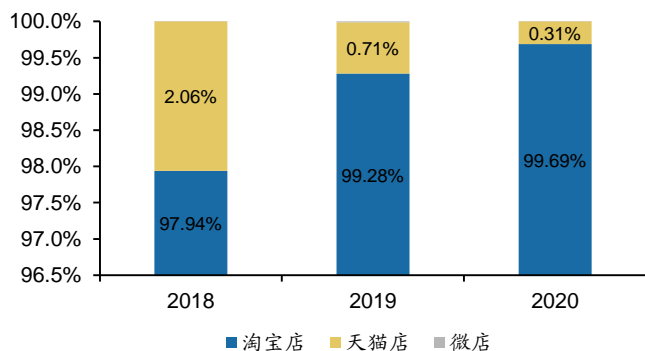


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

**8. 深耕线上渠道, 专注淘宝店。**公司产品全部通过线上渠道进行销售, 目前主要运营一家淘宝店及两家天猫店。其中, 淘宝店戎美高端女装在2018-2020年分别实现收入6.90亿元、6.89亿元 (YOY-0.11%)、8.49亿元 (YOY+23.16%), 营收占比分别97.94%、99.28%、99.69%, 贡献公司绝大部分收入; 天猫Rumere旗舰店2018-2020年分别实现收入1088.38万元、289.92万元 (YOY-73.36%)、164.64万元 (YOY-43.21%), 营收占比分别为0.19%、0.41%、1.55%; 天猫Rongmere旗舰店2018-2020年分别实现收入361.50万元、205.93万元 (YOY-43.03%)、101.40万元 (YOY-50.76%), 营收占比分别为0.12%、0.30%、0.51%; 微店2018-2020年营收占比分别为0.00%、0.01%、0.003%。

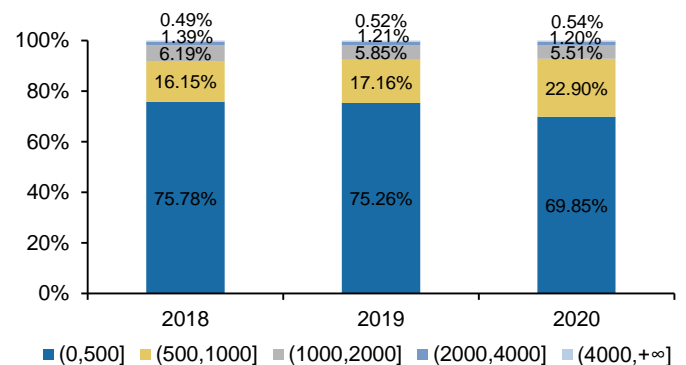
公司产品订单主要分布在0-1000元价格带。2018-2020年, (0, 500]元订单数和(500, 1000]元订单数占比合计分别为91.93%、92.42%、92.75%。

图 11: 公司销售渠道 (单位: %)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 12: 公司各价格区间的订单数比例 (单位: %)



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

公司人均订单金额不断提高。2018-2020年，公司主要店铺“戎美高端女装”人均订单消费金额分别为1,607.28元、1,651.64元（YOY+2.76%）1,816.25元（YOY+9.97%），主要得益于公司高品质的产品质量和快速的供应链反应能力。

表 2：“戎美高端女装”门店的主要运营情况

项目	2018	2019	2020
订单数(个)	1,815,188	1,774,521	1,974,191
买家ID数(个)	499,043	474,349	528,327
订单总金额(万元)	80,209.96	78,345.18	95,957.30
订单均价(元)	441.88	441.50	486.06
年度消费金额(元/人)	1,607.28	1,651.64	1,816.25

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

注：订单总金额为含税金额。

公司在新客获取上存在一定优势。经过多年运营，公司信用度、粉丝数量及客户口碑等均形成良好基础。2018-2020年，公司主要店铺“戎美高端女装”新增客户数量分别为214,461个、173,157个、232,613个，占当年客户总数的比例分别为42.97%、36.50%、44.03%。截至2020年末，公司主要店铺“戎美高端女装”客户数量达528,347人，同比增长11.38%；总订单金额达95,957.30万元，同比增长22.48%。截至2021年末，“戎美高端女装”粉丝数量超过560万人，门店好评率超过99.9%，淘宝直播账号“戎美高端女装”订阅粉丝数量超过620万人。

表 3：买家 ID 分布情况

戎美高端女装		2018	2019	2020
整体维度	订单金额(万元)	80,209.96	78,345.18	95,957.30
	客户数量(人)	499,043	474,349	528,327
	订单数量(笔)	1,815,188	1,774,521	1,974,191
	人均消费金额(元)	1,607.28	1,651.64	1,816.25
新客维度	订单金额(万元)	17,811.84	14,150.64	24,491.63
	客户数量(人)	214,461	173,157	232,613
	订单数量(笔)	429,459	320,308	537,107
	人均消费金额(元)	830.54	817.21	1,052.89
新客占比统计	客户数量占比	42.97%	36.50%	44.03%
	金额占比	22.21%	18.06%	25.52%
	订单占比	23.66%	18.05%	27.21%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

注：当年新增客户指当年进行购买且此前年度在店铺无购买记录的相关客户。

公司推广方式多样，不断加大推广费投入。2018-2021年公司推广费占当期收入比例分别为5.17%、7.29%、9.27%、11.06%，推广费用逐步提升，主要系随着电商

平台推广方式的日益多样化，互联网零售行业竞争日趋激烈，公司不断加大推广费用、优化推广效率，以获取竞争优势。

表 4: 推广费分布情况 (单位: 万元)

项目	2018	2019	2020
超级推荐	-	1,331.35	2,009.23
淘宝客佣金	1,187.28	937.34	2,905.95
直通车	718.94	1,099.38	362.82
钻展	1,033.59	969.21	420.27
电商平台推广			
淘金币推广	-	-	697.34
超级直播	-	-	355.93
极速推	-	-	273.93
品牌专区	-	-	256.61
其他电商平台推广	414.82	393.96	355.02
其他	287.97	326.00	259.00
合计	3,642.60	5,057.23	7,896.10
收入	70,438.77	69,409.81	85,136.71
推广费占收入比例	5.17%	7.29%	9.27%

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

## 二、电商市场发展成熟，逐步迈入品牌化

### (一) 互联网零售市场发展成熟，渗透率高

网络支付规模大，使用率高。受到消费扩容及数字人民币推广的影响，我国网络支付用户不断增长，使用率不断提升。根据中国互联网络信息中心《中国互联网络发展状况统计报告》，截至2021年12月，我国网络支付用户规模达9.04亿，较2020年12月增长4929万，占网民整体的87.6%；截至2021年12月，我国网络购物用户规模达8.42亿，较2020年12月新增5968万，占网民整体的81.6%。

图 13: 中国网络支付用户规模及使用率

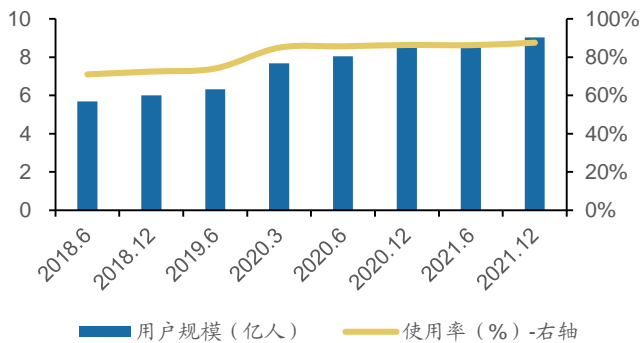
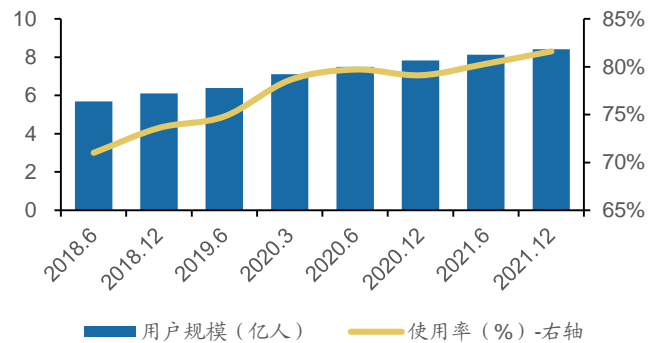


图 14: 中国网络购物用户规模及使用率



数据来源: 中国互联网络信息中心, 广发证券发展研究中心

数据来源: 中国互联网络信息中心, 广发证券发展研究中心

**服装电商市场表现亮眼，渗透率高。**随着我国互联网基础设施建设的不断完善及网络购物用户规模不断扩大，我国电子商务市场迎来高速增长。服装行业作为传统行业也采用了线上零售模式，业务规模持续提升，运营日趋规范。随着过去10年电商的蓬勃发展，服装行业的线上销售从无到有，根据艾媒咨询数据，2015-2019年我国服装电商市场规模从4306.4亿元快速提升至10133.7亿元。根据前瞻产业研究院数据，线上渗透率从2010年的0.4%快速增长到2020年的36.6%，线上渠道是过去10年驱动服装行业增长的重要力量。

图 15: 中国服装电商市场规模及预测

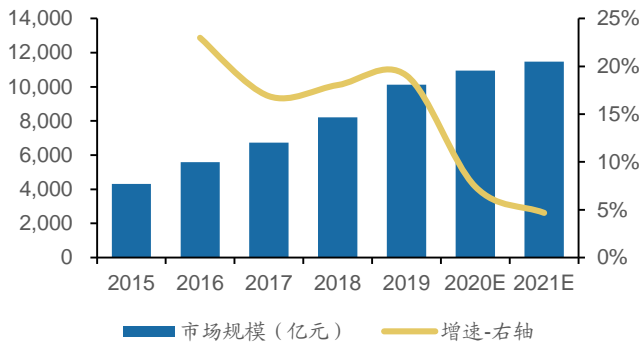
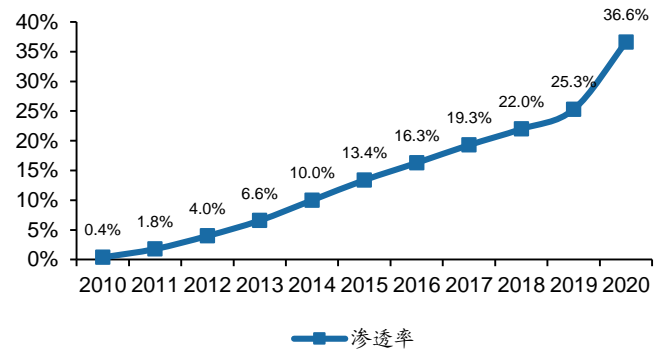


图 16: 中国服装线上渗透率 (单位: %)



数据来源: iMedia Research, 广发证券发展研究中心

数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

**线上服装零售企业优势明显，发展迅速。**线上服装零售市场可划分为在线上渠道扩张的传统线下品牌和孕育于互联网品牌。与线下渠道相比，线上服装零售企业优势明显，主要表现为：**(1) 顾客体验：**线上服装零售企业上新快，高速发展的线上支付和快递物流为线上交易、退货提供便利；线下一般为少批次大批量上新。**(2) 信息反馈：**线上服装零售企业实时掌握销售信息，可迅速调整；线下一般采取订货会、多层经销商体系，导致反应速度较慢。**(3) 渠道成本：**线上服饰零售企业多采用垂直化销售模式，可大幅降低商品流通成本和信息沟通成本；线下需要覆盖门店租金成本、经销商或直营门店运营成本。**(4) 营业时间：**线上服装零售企业可实现7\*24小时在线，不受恶劣天气等自然条件影响。

**电子商务及服装行业政策密集出台，电商行业处于全面发展期。**自2005年以来，国务院、工信部、商务部等相关部门围绕电商行业发布了一系列支持政策，围绕着促进发展、融合传统产业、引导生活方式改变等方面。目前国内电商行业政策完善，发展平稳，进入了全面发展期。2007年起，国家也相应颁布了有关服装行业发展规划的政策及意见，促进了线上线下渠道融合，更进一步注重品牌力量以及供应链结构，促进传统服装行业转型升级。

表 5: 2015-2021年国家出台的电商行业及服装行业政策汇总

类别	发布时间	发布机构	政策名称	主要相关内容
电子商务	2021.10	商务部、中央网信办、发展改革委	《“十四五”电子商务发展规划》	明确了“十四五”时期我国电子商务发展方向和任务，构建电子商务服务新发展格局的战略框架

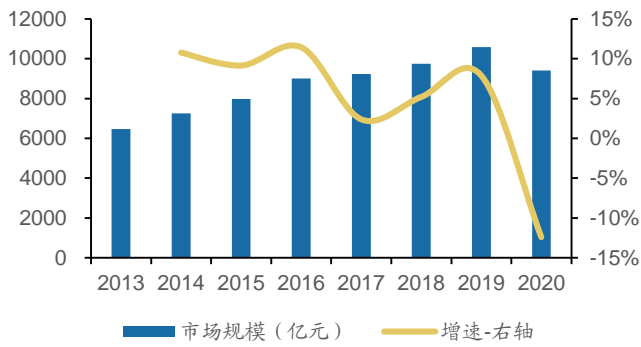
行业	年份	发布机构	文件名称	主要内容
网络直播营销	2021.4	网信办、公安部、商务部、文化和旅游部、税务总局、市场监管总局、广电总局	《网络直播营销管理办法》	建立健全账号及直播营销功能，规范网络市场秩序，营造清朗网络空间
	2021.3	国家市场监督管理总局	《网络交易监督管理办法》	制定一系列规范交易行为、压实平台主体责任、保障消费者权益的具体制度规则
	2020.12	国家市场监督管理总局	《规范促销行为暂行规定》	对促销活动中经营者应当遵守的基本规范提出明确要求
	2020.11	市场监管总局	《国家市场监督管理总局关于加强网络直播营销活动监管的指导意见》	压实有关主体法律责任，严格规范网络直播营销行为，依法查处网络直播营销违法行为
	2020.11	国家广播电视总局	《国家广播电视总局关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》	电商直播平台不得违规制作、播出与商品售卖无关的评述类等视听节目，不得为无资质、无实名、冒名登记的商家或个人开通直播带货服务。
	2020.9	国务院办公厅	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	着力补齐新型消费短板，加力推动线上线下消费有机融合
	2020.6	中国广告协会	《网络直播营销行为规范》	为从事网络直播营销活动的各类主体提供行为指南
	2017.1	发展改革委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》(2016版)	“互联网+”应用服务中将电子商务服务列为国家战略性新兴产业予以重点支持
	2021.10	中国服装协会	《中国服装行业“十四五”发展指导意见和2035年远景目标》	提出了行业2035年发展愿景以及当前发展方向、发展目标和重点任务，以期对行业发展起到积极引导作用
	2021.6	中国纺织工业联合会	《纺织行业“十四五”时尚发展指导意见》	以创意设计为核心、科技创新为支撑、优秀文化为引领、品牌建设为抓手、可持续发展为导向的创意高密集、资源高融合、产品高附加值发展
2021.6	中国纺织工业联合会	《纺织行业“十四五”绿色发展指导意见》	推进能源优化；加强污染消减力度；构建绿色制造体系	
服装行业	2021.6	中国纺织工业联合会	《纺织行业“十四五”科技发展指导意见》	加快共性关键技术攻关；促进纺织科技成果转化；推进科技创新平台建设；强化行业标准体系建设；提升科技人才建设水平；加强纺织科技国际合作
	2016.9	工业和信息化部	《纺织工业发展规划（2016-2020年）》	加快科技创新体系建设；优化产品供给结构，大力推进品牌建设
	2016.5	中国服装协会	《中国服装制造2020推进计划》	坚持融合创新发展，推进质量提升和品牌建设
	2015.9	国务院办公厅	《关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》	鼓励线上线下互动创新；激发实体商业发展活力；健全现代市场体系

数据来源：招股说明书，公司2021年年报，广发证券发展研究中心

## （二）女装市场受疫情影响有所下滑，向中高端品牌化发展

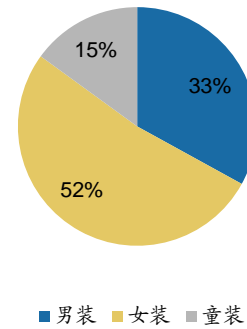
**女装市场规模不断扩大，增速略有放缓。**根据前瞻产业研究院数据，中国服装行业细分市场中女装占比最大，预计2023年女装占比中国细分市场52%。近年来，由于女性教育程度的提升、就业比例提高和社会地位不断提升，其经济上的独立性、在家庭中的话语权决定权不断提升，消费需求随之不断提高。根据中商产业研究院数据，2019年中国女装市场规模达到了10573亿元，同比增长7.9%，2020年受新冠疫情的影响，市场规模缩减至9407亿元，同比减少12.4%；预期2021年市场同比增长13%左右，2022-2025年年平均复合增速将维持在4%左右，至2025年有望达到12311亿规模。

图 17: 中国女装市场规模及增速



数据来源: 中商产业研究院, 广发证券发展研究中心

图 18: 2023E中国服装细分市场占比 (单位: %)



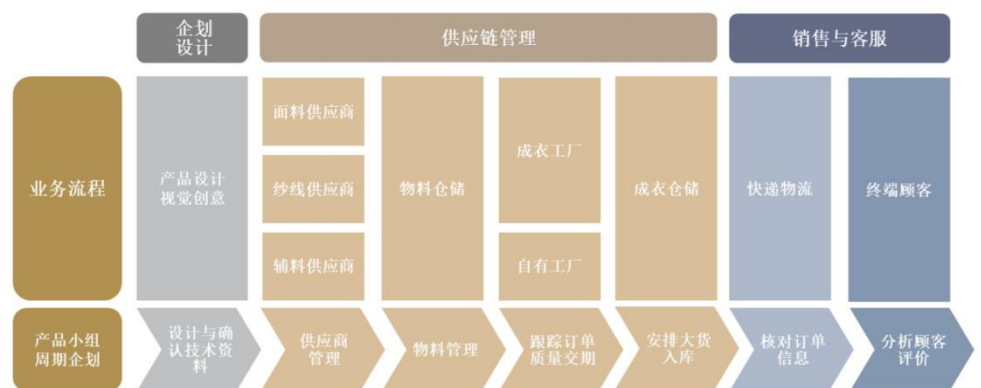
数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

**中高端女装占比提升, 女装走向品质化道路。**在女装行业, 消费升级更多体现在女性消费者对于更高品质服装的要求、对于品牌体验更强的要求, 个性化产品以及文化内涵的体现, 这些都将导致中高端女装市场有更好的市场发展前景。

### 三、深耕电商平台, 打造高上新、小单快反的供应链及信息化优势

公司聚焦于服装设计企划、线上门店运营和供应链管理, 将仓储物流和服装生产环节外包给业内知名的优质供应商。结合自身业务特点, 公司采用矩阵式组织架构, 其中, 企划设计和供应链管理是公司的核心竞争力所在。

图 19: 公司主要业务模式及流程

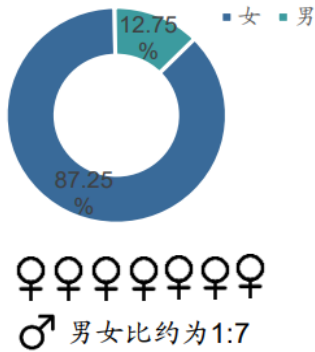


数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

(一) 目标客户清晰，打造良好口碑，构筑坚实品牌及客户基础

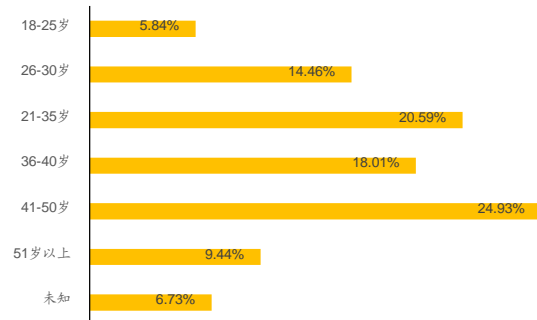
公司主要客户群体为25-45岁都市女性，总体风格为简约优雅、商务休闲。根据招股说明书引用的阿里·创作平台数据，截至2020年末，“戎美高端女装”男女粉丝性别占比分别为12.75%、87.25%，26-30、31-35、36-40、41-50岁的粉丝占比分别为14.46%、20.59%、18.01%、24.93%，合计77.99%。25-45岁女性经济独立、注重职场着装需求、注重设计与品质，戎美精准定位主力市场。

图 20: 2020年店铺“戎美高端女装”粉丝性别分布



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图 21: 2020店铺“戎美高端女装”粉丝年龄分布



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

公司具备高信用度、粉丝数量及客户口碑等优势，拥有一批核心客户群体，对公司产品风格和品质高度认同。截至2021年末，公司主要店铺“戎美高端女装”粉丝数超过560万人。2020年度，公司购买次数大于等于5次的客户数量已超过9万人，公司主要店铺“戎美高端女装”在2018-2020年重复购买超过20次的订单总金额占比分别为28.11%、28.40%、32.49%。2020、2021年人均消费频次分别为1.70、1.74次。

(二) 企划设计能力突出，高上新频率+高SPU有效增强客户粘性

公司坚持“戎美RUMERE”单品牌多品类的运营模式，围绕“戎美RUMERE”进行企划设计等工作。在以产品小组为单位的矩阵管理模式下，公司全部企划设计人员致力于“戎美RUMERE”品牌的企划设计工作，立足品牌风格和理念，紧随当季流行趋势与消费者偏好，合力完成相关新款设计工作，最大限度实现企划设计各环节的人员利用效率。

**52周滚动开发，每周高达3次上新频率。**公司按年度制订开发计划，在计划中综合考虑总体战略规划、品牌和产品风格定位、年度经营目标和市场信息反馈等因素。之后分解成52周滚动开发计划，并以产品为单位对设计要素、款式风格、上市时段、面辅料、成本与售价等要素进行确认和调整。同时，公司以产品小组为单位，企划团队与各业务条线持续沟通以展开全面工作，可实现每周3次的高上新频率。

自主研发团队，人均设计款数高、年平均销售产品SPU近4000款。2018-2020年，

公司加大研发投入力度,给客户提供更多更好的款式,满足公司产品快速上新节奏。截至2021年12月31日,公司设计研发人员达48人,占公司人数比例12.03%;2021年公司研发费用1382.18万元,研发费用率为1.58%(YOY+0.16PCT)。

2018-2020年内,公司年人均设计款数分别为36.67、33.03、32.33款,月人均设计款数分别为3.06、2.75、2.69款,呈下降趋势,主要原因为:(1)公司在新款设计初期企划阶段加强了评审工作,减少了冷门款式的设计产出、整体投产数量,以提升整体运营效率;(2)公司持续加大企划设计人员投入,相关团队成员不断扩充,一定程度上降低了整体人均设计款数,2018-2020年公司设计研发人员分别为45、46、48人。2018-2020年公司每年销售产品SPU分别为3016款、3748款、6005款。

高上新频率和高SPU可及时满足消费者需求,培养消费者每日浏览门店的消费习惯,有效增强消费者粘性。

**表 6: 公司企划人员设计款数情况 (单位: 款)**

品类	2018	2019	2020
总设计款数	1,430	1,321	1,390
企划设计人员数量(人)	39	40	43
年人均设计款数	36.67	33.03	32.33
月人均设计款数	3.06	2.75	2.69

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

**表 7: 报告期内产品销售款数 SPU 分类统计 (单位: 款, 万件)**

产品类别	2018		2019		2020	
	SPU 数量	销量	SPU 数量	销量	SPU 数量	销量
上衣	930	105.27	1,311	99.33	1,955	116.88
外套	584	27.15	691	25.01	974	24.22
裤类	448	56.05	688	49.44	1,067	55.59
裙类	411	15.11	417	21.34	750	23.09
皮草	193	1.20	189	0.82	238	1.38
其他	450	17.86	452	10.54	1,021	19.48
合计	3,016	222.65	3,748	206.47	6,005	240.63

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

### (三) 打造柔性供应链体系, 实现小单快反的互联网新零售模式

先锋款订单测试市场反馈, 决定后续生产计划。公司于2014年3月成立苏州美仓时装有限公司, 负责羊绒羊毛大衣等原材料价值较高且单笔订单件数较低的产品的自主生产, 除此外, 还承担生产先锋款订单。先锋款订单主要系测试市场作用, 数量较少, 公司会根据其市场反馈决定后续生产计划, 并主要通过外协方式实现生产。

公司采取外协生产为主、自主生产为辅的生产模式, 资源投入价值最大化, 实现小

**单快反。**公司的供应链主要分为三种模式：部分委托加工模式、完全委托加工模式及自主生产模式。部分委托加工模式可以控制原料的高品质，而完全委托加工模式对订单周期较短，时间可控性更强，公司特殊的生产模式保证了公司将主要资源投入到企划设计、线上门店运营、供应链管理等核心环节，从而为终端顾客创造更大的价值。

**表 8: 公司生产模式介绍**

供应链管理模式	原材料采购方	加工方	优点	涉及产品
部分委托加工模式	公司	外协供应商	控制原料的高品质与产品成本，形成差异化优势	外套、裤类、裙类和部分上衣
完全委托加工模式	外协供应商	外协供应商	提高商品流转速度，加速资金周转。有利于丰富公司的产品品类	皮革、部分上衣和配饰
自主生产模式	公司	公司	缩短订单周期，控制产品品质，提供供应链弹性。为公司的企划定价、版式设计提供重要技术支持	部分上衣和外套

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

**打造优质供应商网络，严格把控供应商质量。**在供应商开发过程中，公司获取供应商的全部基本背景信息并完成供应商相关资质的审核工作。每笔订单合作后，公司通过对订单质量、交期的准时性等方面进行考核与记录，并结合业务合作数量及历史质量情况对供应商进行考核分级，以供应商评级作为参考条件，结合自评估价格、各供应商报价、交货周期等因素确定合作供应商。如果此前年度供应商的交货质量、交期及技术能力等方面不再满足公司要求，公司会停止向部分供应商进行采购；同时，经过公司审核的新供应商若在技术能力或其他方面存在一定优势，公司会于当年度与其开展合作关系。

**公司与外协供应商合作稳定，可根据需求适时调整。**2017-2020年，公司共有431款产品在不同外协供应商进行生产。一般而言，公司新款产品的首批订单多选择单一外协供应商进行生产，后续追加订单时也倾向于选择完成首单的供应商。但若供应商产能不足，或其首单的生产质量或交期未满足公司需求时，公司会选择其他外协供应商进行追加单的生产。2017-2020年，公司仅采用唯一加工商生产的款式数量占所有款式数量的占比约为84%，采用2家加工商生产的款式数量占所有款式数量的占比约为14%，仅有2%的款式采用3家或3家以上的供应商生产，整体占比较小。在销售旺季，当外协厂商在订单排期或交期存在一定难度时，美仓时装工厂会根据需求实时调整生产计划，使得其生产计划存在相对较高频率的调整，增强供应链管理弹性。

**表 9: 2017-2020年公司同一款式产品在不同外协厂商加工情况（单位：款）**

同一款式外协厂数量	款式数量
2	374
3	41
4	8
大于 4	8
合计	431

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

立足线上运营，不断加大推广力度并不断推陈出新推广方式。公司自创立之初便立足于线上销售，采用垂直化销售模式，通过直接购买淘宝直通车、钻石展位、超级推荐、品销宝等品牌推广服务，增加门店曝光度、吸引客户购买，免去中间环节，大幅降低了商品的流通成本和信息的沟通成本，以此降低了产品价格。随着电商平台流量推广方式日趋多样与公司业务规模的不断增长，报告期内公司不断加大推广投入，推广费呈整体上升趋势，分别占当期收入的比例为5.17%、7.29%、9.27%。由于超级推荐对直通车和钻石展位有着一定的替代作用，所以公司逐步加大了超级推荐的支出。

表 10: 公司推广形式介绍

推广形式	具体内容	计费依据	收费标准说明
直通车	搜索获取流量：商家在淘宝网站的直通车展位投放产品图片进行展示推广，买家搜索一个关键词或类目，产品图片出现在直通车展位上。	按点击次数	用户的指定信息每被点击一次，天猫直通车软件系统将自动计算用户应付的软件服务费，并自用户天猫直通车账户中相应扣除；如用户指定信息只展示未被点击的，则无需支付软件服务费。
钻展	展示获取流量：商家在淘宝网站的钻石展位投放店铺或产品图片进行展示推广。	按点击次数和展示次数	CPC：用户因其广告信息被互联网用户点击而支出的广告费。 CPM：用户为其广告信息的每 1000 个展示次数而支出的广告费。展示次数指用户自行设置的广告信息在淘宝平台或合作网站页面内成功展示的次数，互联网用户每打开广告信息所在页面一次即为一次展示，不以同一互联网用户为限制。
超级推荐	推荐获取流量：通过大数据分析，定向推广，在手机淘宝猜你喜欢等推荐场景中将产品展现给消费者。	按点击次数和展示次数	CPC：用户因其广告信息被互联网用户点击而支出的广告费。 CPM：用户为其广告信息的每 1000 个展示次数而支出的广告费。展示次数指用户自行设置的广告信息在淘宝平台或合作网站页面内成功展示的次数，互联网用户每打开广告信息所在页面一次即为一次展示，不以同一互联网用户为限制。
淘宝客佣金	买家经过淘宝客推广（链接、个人网站，博客或者社区发的帖子），进入淘宝卖家店铺完成交易。	按交易金额	按成交金额一定比例付费。
淘金币	展示获取流量；根据消费者的喜好、购买偏好在淘金币频道将产品展现给消费者。	按点击次数	被推广商品每被点击一次，按该商品对应类目的费率实时扣费用。同一个 ID 在 24 小时内重复点击同一个商品不重复收取费用。
淘宝超级直播	为淘宝主播和商家提供的用于提升直播观看量、吸引关注互动的直播抢人工具。	按点击次数	用户自定义选择单次投放金额（大于 100 元的整数），系统根据投放金额、目标人群选择等预估出相应给直播带来的观看次数，从而进行用户直播引流。
极速推	产品发布后，快速获得商品的曝光量。	按点击次数	分为极速版（只选择预期曝光次数）和定向版（另可选择目标人群），根据用户选择类型以及曝光量的不同，价格分别为：99、199、299、399、499 不等。
品牌专区	在资源位购买期限内，根据所购买的搜索关键词词包，将品牌信息展现在搜索页首部位置。	按点击次数	CPT：以广告信息发布时间为计费依据的计费方式。根据购买词包类型、一次性购买时长（按季度）确定返点政策。

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

**(1) 直通车：**阿里电商平台商家用于实现产品精准推广的、按点击付费的效果营销工具。2018-2020年，公司直通车推广费分别为718.94万元、1,099.38万元、362.82万元。2018年，由于前期推广效果逐渐显现，整体销售情况较好，故公司减少了直接投放在直通车上的推广费用。2019年中，阿里电商平台推出的超级推荐对直通车有着一定的替代作用，故公司逐步减少了直通车的推广支出。

**(2) 钻石展位：**阿里电商平台的图片类广告位竞价投放平台，依靠图片创意吸引买家点击而获取流量，按展示量进行收费。2018-2020年，公司钻石展位推广费用分别为1,033.59万元、969.21万元、420.27万元。2019年钻石展位费用减少主要系全新推广工具超级推荐的出现对直通车一定的替代作用。

**(3) 超级推荐:** 超级推荐为淘宝2019年推出的推广营销方式,集成了直通车及钻石展位的部分优势,商家通过超级推荐在手机淘宝猜你喜欢等推荐场景中将产品展现给消费者,分为商品推广、图文推广、直播推广、活动推广。公司于2019年5月开始使用超级推荐推广方式,2019-2020年超级推荐推广费支出为1,331.35万元及2,009.23万元,逐步加大了超级推荐的支出。

**(4) 淘宝客佣金:** 淘宝客从淘宝客推广专区获取商品代码,任何买家经过推广(链接、个人网站,博客或者社区发的帖子)进入淘宝卖家店铺完成有效购买后,就可得到由卖家支付的佣金。公司以5%的基准佣金比例针对不同产品进行上下浮动。2018-2020年,公司淘宝客佣金的推广支出分别为1,187.28万元、937.34万元、2,905.95万元。2018-2019年,公司减少淘宝客佣金支出主要系对于钻石展位、超级推荐等推广手段的偏重。2020年度,公司加强了淘宝客佣金的推广力度,主要系公司受疫情影响,为促进用户购买。

**(5) 淘金币:** 淘金币推广为淘宝在2019年末新出的推广方式,会根据消费者的喜好、购买偏好在淘金币频道对其进行相关产品展示,实现商品推广的效果。公司于2020年初开始使用淘金币推广,并逐步加大了淘金币推广支出。公司2020年度的淘金币推广支出为697.34万元。

**(6) 超级直播:** 是淘宝提供的用于提升直播观看量、吸引关注与互动的一项直播引流推广服务。公司于2020年度开始每周进行淘宝直播,并相应的购买了超级直播推广服务,主要受新冠肺炎疫情的影响及直播潮流趋势的驱动。2020年度,公司超级直播推广支出金额为355.93万元。

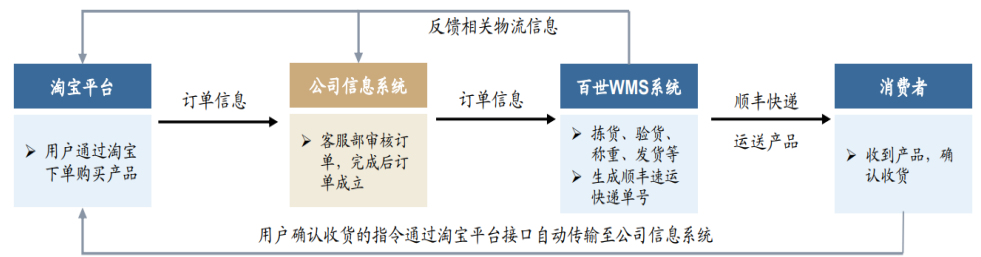
**(7) 极速推:** 淘宝2020年推出的专门为商品快速增加曝光的工具,根据预期的不同曝光效果,收取不同的费用,适合爆款或者是季节性的产品。公司于2020年中开始使用极速推推广方式,发生的推广费支出为273.93万元。

**(8) 品牌专区:** 一种品牌型营销产品,通过购买淘宝的关键词词包,在淘宝PC端或移动端搜索关键词时,会将搜索结果显示在搜索页首部位置,该资源位为品牌方独享。公司于2020年度新增了品牌专区的推广方式,发生的推广费支出为256.61万元。

#### (四) 线上垂直布局,信息化系统有效助力运营效率

**全业务流程的信息管理体系契合线上零售业务模式。**公司目前已上线商品上新编排系统、供应商结算管理系统以及视觉拍摄管理系统等,基本构建起覆盖全业务流程的信息管理体系,实现了从企划设计到生产管理的信息管理系统全覆盖和从订单管理到发货管理的销售端信息数据化,构建了公司、客户、供应商之间的信息系统闭环,形成了公司高频上新与小单快反业务特性的基础。相对传统渠道服装品牌商而言,公司的**订单数批次多、批量小**。通过产品企划结合信息管理系统和矩阵式产品小组的工作模式,公司实现企划设计、采购、生产、销售和财务管理等各环节之间的实时沟通,合理安排采购和生产计划。

图 22: 公司信息系统及业务流程



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

**线上订单系统与物流公司实时数据对接。**2015年, 公司将成衣仓储环节交由百世物流进行代运营, 物流环节则交由顺丰速运负责。公司实现线上订单系统与百世物流WMS系统、顺丰速运OMS系统的实时数据对接, 第一时间响应新订单, 进行货品分拣, 并最终通过顺丰速运及时发出至终端消费者。

总的来说, 公司通过构建优质供应商网络并辅以自有产能, 从而把控产品品质并实现公司最快时间内满足小批量、定制化及高频次的订单需求。同时, 公司打通内外部信息管理系统, 以保证及时数据化消费者反应并反馈到公司, 以满足消费者需求、增强消费者的粘性并实现每周三次的高上新频率。

#### 四、募投项目提高公司综合竞争力, 看好公司未来发展

公司拟将本次发行募集资金运用于戎美现代制造服务业基地项目、设计研发中心建设项目、信息化建设项目、展示中心建设项目, 投资金额分别为4.15亿元、0.43亿元、0.50亿元、0.93亿元, 建设期2年。

表 11: 公司募投项目情况 (单位: 万元)

项目名称	总投资金额 (万元)	建设期		占募集资金比例
		2023 年	2024 年	
现代制造服务业基地	41,471.32	19,426.41	22,044.91	69.06%
设计研发中心建设项目	4,308.20	1,704.00	1,704.00	7.17%
信息化建设项目	5,023.46	2,300.92	2,300.92	8.36%
展示中心建设项目	9,252.71	4,937.52	4,937.52	15.41%
<b>合计</b>	<b>60,055.69</b>	<b>28,368.85</b>	<b>30,987.35</b>	<b>100.00%</b>

资料来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

**建设现代制造服务业基地提升自主生产比例, 加强柔性供应链弹性。**公司拟投资41471.32万元用于建设集服装企划与设计、生产与制造、仓储与物流等环节为一体的现代制造服务业基地, 项目包括建造研发运营大楼、智能制造车间、智能配送区

以及采购生产设备，其中建筑总面积11.39万平方米，研发运营大楼2.24万平方米、智能制造车间5.30万平方米、智能配送区3.83万平方米。项目完全达产后，公司将新增每年120万件的服装生产能力，从而更好地满足市场需求与生产需要。该项目有利于（1）公司通过优化企划与设计环节周期，增强弹性生产能力，提升公司综合运营水平；（2）提升公司自产产能，提高供给弹性和产品质量，加强柔性供应链弹性，保证小单快反优势；（3）基地内建设有智能化仓储体系，可保证货物仓管各个环节信息化的速度和准确性，合理控制库存。根据公司招股说明书测算，预计在现代制造业基地项目建成后，公司自主生产比例将达到10%-25%。

表 12：公司未来自主生产比例测算（单位：万件）

时间	2022	2023	2024	2025	2026	2027
自主生产件数	-	36	84	120	120	120
15%增速下						
总生产件数	335.52	385.85	443.72	510.28	586.82	674.85
自助生产比例	-	9.30%	18.90%	23.50%	20.40%	17.80%
20%增速下						
总生产件数	365.33	438.39	526.07	631.29	757.54	909.05
自助生产比例	-	8.20%	16.00%	19.00%	15.80%	13.20%

资料来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

**线下展示中心项目，强化品牌形象。**公司拟投资9252.71万元在上海、杭州、南京、苏州、无锡、宁波六地共设立16家线下展示中心，实现与线上渠道的互补。公司将线下展示中心定位为“体验和推广中心”，一方面，通过在主要商场或购物中心内设立展示中心，扩大公司营销推广覆盖范围，直接触达消费者、开拓市场；另一方面，线下展示中心使消费者在实地体验公司产品的同时，对公司设计风格及品牌文化有更深入的了解，提升品牌形象、扩大品牌知名度。

## 五、盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利做出如下假设：

营业收入：我们预计2022-2024年公司营业收入分别达9.81/11.18/13.22亿元，YOY+12.5%/+13.9%/+18.2%。具体来看：

1.公司主营业务：预计2022-2024年主营业务收入分别为9.79/11.16/13.20亿元，同比分别变动+12.50%/+13.95%/+18.27%。假设主营业务收入=GMV\*（主营业务收入/GMV比例）=年度下单买家数\*人均消费频次\*人均单次消费金额\*（主营业务收入/GMV比例）。年度下单买家数：预计2022-2024年分别为299.53/329.49/369.02万人次，同比变动+12.00%/+10.0%/+10.00%，线下实体店受防疫政策影响，消费者更倾向线上消费，预计2022年年度下单买家数增长趋势有望维持2020年水平，2023-2024年，受公司线下展示中心的宣传推广、品牌力提升影响，年度下单买家数有望持续维持较稳定增速。人均消费频次：预计2022-2024年分别为1.75/1.76/1.77次，随着品牌力、运营能力持续提升，人均消费频次有望维持小幅

提升趋势。人均单次消费金额：预计2022-2024年分别为483.87/508.07/548.71，分别变动+3%/+5%/+8%，预计随着公司高单价高品质产品比例持续提升，人均单次消费金额相应提升，2022年提升比例较小主要系3月中旬至6月受疫情影响，部分区域物流中断，导致消费受影响；2024年提升比例较高主要系2024年春节为2月9日，相较2022年（2月1日）、2023年（1月21日）较晚，会延长旺季销售时间。主营业务收入/GMV比例：预计2022-2024年分别为40%/40%/40%，和近两年水平维持稳定。

预计2022-2024年毛利率分别为45.24%/45.54%/45.84%，公司持续加强高单价高毛利产品比例，主营业务毛利率有望小幅提升。

2. 其他业务：预计其他业务维持2021年水平，保持相对稳定，预计2022-2024年收入分别为0.02/0.02/0.02亿元，同比变动0%/0%/0%。预计其他业务毛利率水平保持相对稳定，预计2022-2024年毛利率分别为35.21%/35.21%/35.21%。

表 13：公司业务盈利预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	851.37	872.31	981.10	1117.73	1321.65
YOY	22.7%	2.5%	12.5%	13.9%	18.2%
主营营业收入	851.37	870.59	979.37	1116.00	1319.92
YOY	22.66%	2.26%	12.50%	13.95%	18.27%
年度下单买家数（万人次）	263.32	267.44	299.53	329.49	369.02
人均消费频次（次）	1.70	1.74	1.75	1.76	1.77
人均消费金额（元/次）	472.08	469.78	483.87	508.07	548.71
GMV	2116.52	2185.08	2448.43	2790.01	3299.80
GMV 转化主营业务收入比例	40.22%	39.91%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	44.55%	44.94%	45.24%	45.54%	45.84%
其他业务收入	-	1.72	1.72	1.72	1.72
YOY	-	100.00%	0%	0%	0%
毛利率	-	35.21%	35.21%	35.21%	35.21%

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

费用率：预计2022-2024年销售费用率分别为14.00%/14.00%/14.00%，公司一直专注线上渠道，预计销售费用率保持相对平稳。预计2022-2024年管理费用率分别为3.50%/3.40%/3.30%，2021年有上市费用，预计2022年管理费用率将小幅下降，2023-2024年由于收入规模效应，管理费用率持续小幅下降。预计2022-2024年研发费用率分别为1.58%/1.58%/1.58%，保持相对稳定趋势。

综上，预计2022-2024年公司营业收入分别达9.81/11.18/13.22亿元，同比分别变动+12.5%/+13.9%/+18.2%。归母净利润分别为1.82/2.03/2.52亿元，同比分别变动+11.8%/+11.5%/+24.4%。

估值：预计2022-2024年公司EPS分别为0.80/0.89/1.11元/股。一方面，参考可比中高端女装估值，另一方面，考虑公司盈利模式区别于传统中高端女装公司以线下渠道为主的模式，参考招股说明书中选取的主要靠电商盈利模式的可比公司小熊电器、

科沃斯，综合考虑，给予公司2022年27XPE，对应合理价值21.53元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 14: 可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率		
		2022/7/19	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
欣贺股份	003016.SZ	8.43	0.74	0.92	1.07	11.32	9.10	7.79	
地素时尚	603587.SH	15.71	1.51	1.79	2.04	10.26	8.66	7.58	
锦泓集团	603518.SH	7.53	0.78	1.03	1.22	9.91	7.56	6.34	
安正时尚	603839.SH	6.88	0.30	0.36	0.41	22.85	19.33	16.76	
平均						13.59	11.16	9.62	
小熊电器	002959.SZ	58.36	2.23	2.66	3.09	25.84	21.65	18.62	
科沃斯	603486.SH	99.90	4.63	6.04	7.69	21.77	16.69	13.12	
平均						23.81	19.17	15.87	

数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

备注: 2022-2024 年 EPS、盈利预测为万得一致预期

## 六、风险提示

### (一) 市场竞争加剧的风险

目前我国服装品牌数量众多，行业集中度较低，竞争激烈，如果本公司无法持续巩固并提升核心竞争实力，将面对来自于类似市场定位的品牌服装企业激烈的竞争，从而将对公司的销售规模、利润水平等造成不利影响。

### (二) 外协生产管理风险

由于外协生产的供应商并非公司直接管理，其生产经营也受到原材料供应、生产设备、工人技术水平、产能及排期、管理能力等多种因素的影响。因此，存在供应商无法按照公司要求及时满足公司采购需求的可能，并可能进一步导致公司无法按照既定的销售计划向终端客户供应商品，从而影响公司的整体经营业绩。

### (三) 存货跌价的风险

如果未来公司未能准确把握消费者偏好、流行趋势等因素，可能导致公司存货滞销，造成公司营运资金被占用、公司运营效率降低和存货跌价准备计提显著增加的风险，将对公司的财务状况和经营业绩产生不利影响。

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>551</b>	<b>2,353</b>	<b>2,440</b>	<b>2,645</b>	<b>2,903</b>
货币资金	23	370	223	351	620
应收及预付	28	60	68	77	91
存货	226	335	238	306	281
其他流动资产	274	1,588	1,912	1,912	1,912
<b>非流动资产</b>	<b>68</b>	<b>187</b>	<b>214</b>	<b>222</b>	<b>229</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	23	23	123	159	174
在建工程	9	120	48	20	12
无形资产	19	18	18	18	18
其他长期资产	17	25	25	25	25
<b>资产总计</b>	<b>619</b>	<b>2,540</b>	<b>2,654</b>	<b>2,867</b>	<b>3,133</b>
<b>流动负债</b>	<b>72</b>	<b>94</b>	<b>67</b>	<b>77</b>	<b>90</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	21	56	25	29	34
其他流动负债	51	38	42	48	56
<b>非流动负债</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	4	4	4	4
<b>负债合计</b>	<b>72</b>	<b>98</b>	<b>71</b>	<b>81</b>	<b>94</b>
股本	171	228	228	228	228
资本公积	107	1,782	1,782	1,782	1,782
留存收益	269	432	573	776	1,028
归属母公司股东权益	547	2,442	2,583	2,786	3,038
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	<b>619</b>	<b>2,540</b>	<b>2,654</b>	<b>2,867</b>	<b>3,133</b>

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>851</b>	<b>872</b>	<b>981</b>	<b>1,118</b>	<b>1,322</b>
营业成本	472	475	537	609	716
营业税金及附加	6	4	4	5	5
销售费用	101	122	137	156	185
管理费用	25	32	34	38	44
研发费用	12	14	16	18	21
财务费用	6	2	0	0	0
资产减值损失	-25	-30	-32	-42	-38
公允价值变动收益	2	4	0	0	0
投资净收益	3	7	10	6	7
<b>营业利润</b>	<b>215</b>	<b>213</b>	<b>238</b>	<b>265</b>	<b>330</b>
营业外收支	-1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>214</b>	<b>213</b>	<b>238</b>	<b>265</b>	<b>330</b>
所得税	52	50	56	62	78
<b>净利润</b>	<b>162</b>	<b>163</b>	<b>182</b>	<b>203</b>	<b>252</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>162</b>	<b>163</b>	<b>182</b>	<b>203</b>	<b>252</b>
EBITDA	218	207	273	313	374
EPS (元)	0.95	0.71	0.80	0.89	1.11

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>145</b>	<b>4</b>	<b>253</b>	<b>142</b>	<b>283</b>
净利润	162	163	182	203	252
折旧摊销	3	4	12	12	13
营运资金变动	-35	-178	36	-109	-14
其它	16	16	23	36	32
<b>投资活动现金流</b>	<b>-225</b>	<b>-1,382</b>	<b>-360</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>
资本支出	-9	-85	-40	-20	-20
投资变动	-221	-1,304	-329	0	0
其他	5	7	10	6	7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2</b>	<b>1,726</b>	<b>-41</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	1,751	0	0	0
其他	-2	-25	-41	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-82</b>	<b>348</b>	<b>-147</b>	<b>127</b>	<b>270</b>
期初现金余额	105	23	370	223	351
期末现金余额	23	370	223	351	620

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	22.7%	2.5%	12.5%	13.9%	18.2%
营业利润增长	47.5%	-0.9%	11.8%	11.5%	24.4%
归母净利润增长	47.6%	0.4%	11.8%	11.5%	24.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.5%	45.6%	45.2%	45.5%	45.8%
净利率	19.0%	18.6%	18.5%	18.1%	19.1%
ROE	29.6%	6.7%	7.0%	7.3%	8.3%
ROIC	29.9%	6.4%	7.7%	8.3%	9.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	11.7%	3.9%	2.7%	2.8%	3.0%
净负债比率	13.3%	4.0%	2.8%	2.9%	3.1%
流动比率	7.66	25.12	36.45	34.40	32.18
速动比率	4.09	20.81	31.85	29.39	28.04
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.38	0.34	0.37	0.39	0.42
应收账款周转率	—	—	—	—	—
存货周转率	3.77	2.61	4.13	3.66	4.71
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.95	0.71	0.80	0.89	1.11
每股经营现金流	—	0	1	1	1
每股净资产	3.20	10.71	11.33	12.22	13.33
<b>估值比率</b>					
P/E	-	36.30	22.87	20.52	16.49
P/B	-	2.42	1.61	1.49	1.37
EV/EBITDA	-	26.70	14.42	12.15	9.46

## 广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究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。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。