

中高端线上女装品牌，极致性价比拓展平替空间 增持（首次）

2023年11月27日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 郁越

执业证书：S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	949	967	1,066	1,182
同比	9%	2%	10%	11%
归属母公司净利润（百万元）	167	103	166	203
同比	3%	-38%	61%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.73	0.45	0.73	0.89
P/E（现价&最新股本摊薄）	22.17	35.85	22.26	18.21

关键词：#市占率上升

投资要点

- 公司深耕淘系平台，主要布局中高端女装。**戎美成立于2012年，2021年上市，创立至今深耕淘宝平台、依托淘宝网进行以中高端女装为主的自有“戎美 RUMERE”品牌线上销售，以针织类上衣和华东区域销售为主，目前拥有3家网店，2022年淘宝渠道的“戎美高端女装”店铺营收占比超99%。截至2022年底，“戎美高端女装”粉丝数量超580万、门店好评率超99.9%、产品SKU超4000款、旗下淘宝直播账号订阅粉丝数量超640万。
- 线上女装行业市场规模大，线下品牌占据主导地位、定位突出的优质电商品牌仍有发展空间。**目前线上已成为服装重要销售渠道，2022年预计线上服装市场规模超8000亿元，其中女装为最大品类，市场规模大，但竞争格局分散、集中度仍有较大提升空间。从线上女装竞争格局看，经过“淘品牌快速发展”-“线下品牌加速上线整合”两个阶段发展，目前线下龙头品牌已在线上占据主导地位，但定位清晰、品质优秀的电商品牌仍有较大发展空间。
- 线上销售满足疫情居家购物需求，2020年公司业绩大幅增长，后续较为稳健，2023年呈回落。**2017-2022年公司营收/归母净利CAGR分别为10%/19%，期间2020年业绩实现较好增长、2021及2022年业绩呈稳健增长，主要系2020年疫情对线下服装消费造成较大冲击、而公司主营的线上渠道能够满足消费者居家购物需求。2023Q1-3公司营收/归母净利5.22/0.63亿元、分别同比-15%/-43%，归母净利下滑幅度较大、主因市场需求变动、公司低毛利产品占比提升致毛利率大幅下降，后续伴随需求回升、业绩有望回暖。
- 极致性价比定位顺应消费趋势，小单快反契合线上销售需求。**在线上女装竞争格局的变迁中戎美能够获取稳定市场份额，我们认为主要由于公司拥有两大竞争优势：①定位上，极致性价比优势明显，客户群体黏性强。公司严选优质原材料及知名供应商，产品面料高端、品质优异，虽产品定位高端，但加价倍率低、约为2-3倍，充分让利消费者。作为高加价倍率的高端品牌“平替”，极致性价比优势明显，核心客户群体黏性强、复购人数近50%、复购人群贡献总金额占比近90%，在消费疲软背景下未来有望继续承接部分消费平替需求。②管理上，企划设计效率、供应链管理优秀，小单快反满足客户需求。通过产品高频企划设计、供应链优秀管理和直播间与消费者互动，把握客户流行趋势变化、库存管理等优势明显，契合线上消费者需求。
- 盈利预测与投资评级：**公司作为线上中高端女装品牌第一股，未来一方面有望强化自身企划设计、供应链管理带来的小单快反优势，充分分享线上女装广阔市场；另一方面定位极致性价比有望吸引更多消费者、强化客户黏性。我们预计公司2023-2025年归母净利润为1.0/1.7/2.0亿元、同比增速为-38%/+61%/+22%、对应PE为36/22/18倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**消费疲软、竞争加剧、库存风险、新品销售不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.24
一年最低/最高价	15.22/21.91
市净率(倍)	1.45
流通A股市值(百万元)	937.05
总市值(百万元)	3,702.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.18
资产负债率(% ,LF)	2.85
总股本(百万股)	228.00
流通A股(百万股)	57.70

相关研究

内容目录

1. 高性价比线上中高端女装品牌，“淘品牌”第一股	4
2. 线上女装行业发展空间大，线下龙头品牌占优	5
2.1. 行业规模：线上女装市场规模稳定增长，行业空间大、集中度低.....	5
2.2. 线上女装格局：以线下品牌为主，定位突出的电商品牌仍有发展空间.....	6
3. 经营回顾：收入稳健增长，盈利能力短期回落	7
3.1. 业绩：受疫情催化 2020 年大幅增长，后续较为稳健.....	7
3.2. 盈利能力：期间费用率稳定、产品结构调整致利润率近期有所回落.....	9
4. 竞争优势：极致性价比定位顺应消费趋势，小单快反契合线上销售需求	10
4.1. 定位：极致性价比优势明显，客户群体黏性强.....	10
4.1.1. 严选优质原材料，产品品质比肩国际大牌.....	10
4.1.2. 价低质优客户黏性高、极致性价比优势显著，控费保证较好盈利水平.....	11
4.2. 运营：公司企划设计效率、供应链管理优秀，小单快反满足客户需求.....	13
5. 盈利预测与投资建议	15
6. 风险提示	17

图表目录

图 1: 公司股权结构图（截至 2023/9/30）	5
图 2: 我国网民规模及互联网普及率.....	5
图 3: 我国社会消费品零售总额及网络零售市场规模.....	5
图 4: 我国女装市场规模及同比增长情况.....	6
图 5: 中日美女装 CR10 集中度	6
图 6: 公司历年营收及增速.....	7
图 7: 公司历年归母净利及增速.....	7
图 8: 公司分产品营收占比及变动.....	8
图 9: 公司分产品营收同比增速.....	8
图 10: 公司分季度收入情况（单位: 百万元）	8
图 11: 公司分地区收入占比情况.....	8
图 12: 公司整体毛利率变动情况.....	9
图 13: 公司分产品毛利率变动情况.....	9
图 14: 公司费用率细项变动情况.....	9
图 15: 公司整体期间费用率及净利率变动情况.....	9
图 16: 中高端服装行业同比增速好于休闲服饰.....	11
图 17: 戎美平均产品单价低于可比公司（单位: 元）	12
图 18: 戎美毛利率低于同业.....	12
图 19: 戎美净利率高于同业.....	12
图 20: 公司及竞争对手设计人员年均设计款数（个）	13
图 21: 公司存货周转天数领先同业（单位: 天）	14

表 1: 公司主要经营自有品牌“戎美 RUMERE”	4
表 2: 公司销售渠道占比情况（单位: 万元）	4
表 3: 2013-2022 年双十一女装品牌排名 TOP10 变化情况（蓝色为纯电商品牌）	6
表 4: 我国线上主要女装公司及产品一览.....	7
表 5: 公司产品分类及明细.....	8
表 6: 公司主要采购的原材料品种	10
表 7: 公司主要合作的原材料供应商	11
表 8: 公司不同产品价格带情况.....	12
表 9: 客户群体复购率较高	13
表 10: 公司各种供应链管理模式对比	14
表 11: 公司 IPO 募投项目情况一览	15
表 12: 公司收入拆分及预测	16
表 13: 可比公司估值（截至 2023 年 11 月 24 日）	16

1. 高性价比线上中高端女装品牌，“淘品牌”第一股

深耕淘系平台，自有品牌“戎美 RUMERE”主要布局中高端女装。戎美股份成立于2012年，2021年创业板IPO上市，创立至今深耕淘宝平台，依托淘宝网进行以女装为主的自有“戎美 RUMERE”品牌线上销售。截至2022年底，主要店铺“戎美高端女装”粉丝数量超过580万，门店好评率超过99.9%，产品SKU超4000款，旗下的淘宝直播账号“戎美高端女装”订阅粉丝数量超过640万。

表1：公司主要经营自有品牌“戎美 RUMERE”

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：公司公告，东吴证券研究所

淘宝店“戎美高端女装”单店铺贡献主要营收。公司销售收入均由线上渠道贡献，目前共开设三家网店“戎美高端女装 A 股上市公司出品”、“Rongmere 旗舰店”、“Rumere 旗舰店”，2022年淘宝渠道的戎美高端女装店铺营收占比超99%。

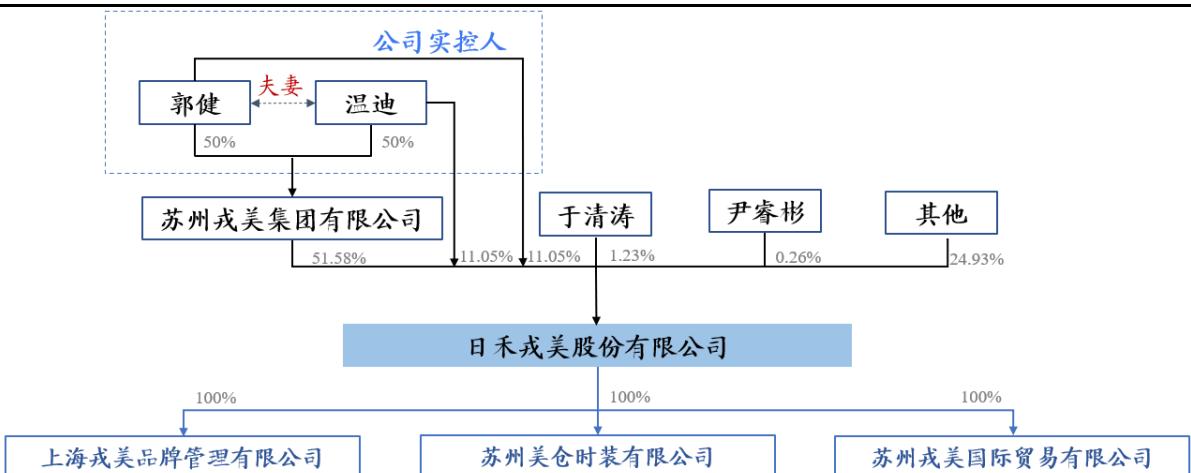
表2：公司销售渠道占比情况（单位：万元）

线上店铺	2018年		2019年		2020年	
	销售金额	占比	销售金额	占比	销售金额	占比
淘宝店	68,986.65	97.94%	68,910.37	99.28%	84,869.72	99.69%
戎美高端女装	68,986.65	97.94%	68,910.37	99.28%	84,869.72	99.69%
天猫店	1,449.88	2.06%	495.85	0.71%	266.04	0.31%
Rumere 旗舰店	1,088.38	1.55%	289.92	0.41%	164.64	0.19%
Rongmere 旗舰店	361.5	0.51%	205.93	0.30%	101.4	0.12%
微店	2.23	0.00%	3.59	0.01%	0.95	0.00%
合计	70,438.77	100.00%	69,409.81	100.00%	85,136.71	100.00%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

股权结构较为集中且稳定。公司董事长郭健、总经理兼董事温迪为夫妻关系，同为实控人，截至23Q3二人直接间接共持有公司73.68%股权，持股比例较为稳定集中。2019年公司对核心技术人员实行股权激励，财务总监、董秘、副总经理兼董事于清涛持股1.23%。

图1：公司股权结构图（截至 2023/9/30）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

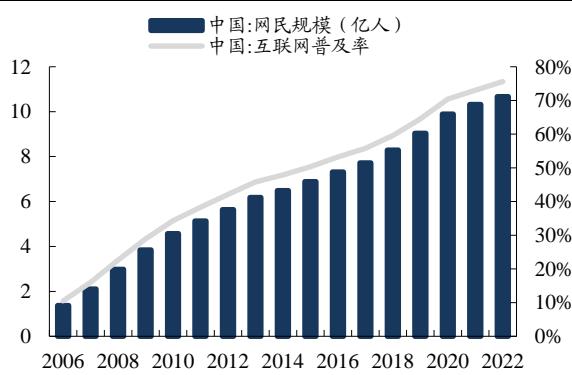
2. 线上女装行业发展空间大，线下龙头品牌占优

随着互联网渗透率增加，服装消费渠道也逐渐丰富，线上消费打破时间和地域限制，成为服装主流消费方式之一，目前市场规模近万亿元、但竞争格局较为分散。

2.1. 行业规模：线上女装市场规模稳定增长，行业空间大、集中度低

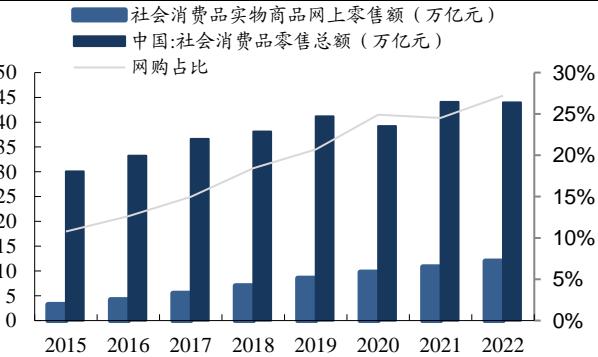
我国电商市场持续增长，线上购物成为核心渠道之一。近年来随着信息化建设发展和升级换代，我国网民规模持续增长。根据中国互联网络信息中心的统计，截至2022年我国网民数量已达10.51亿人、2010-2022年CAGR达7.3%。在网民规模支撑下，我国线上消费市场亦不断攀升，2022年实物商品网上零售额占社零总额比例为27%，结合欧睿统计2022年我国服装市场规模3.05万亿元、以27%线上占比估算，我国服装线上规模预计达8243亿元。

图2：我国网民规模及互联网普及率



数据来源：中国互联网络信息中心，东吴证券研究所

图3：我国社会消费品零售总额及网络零售市场规模

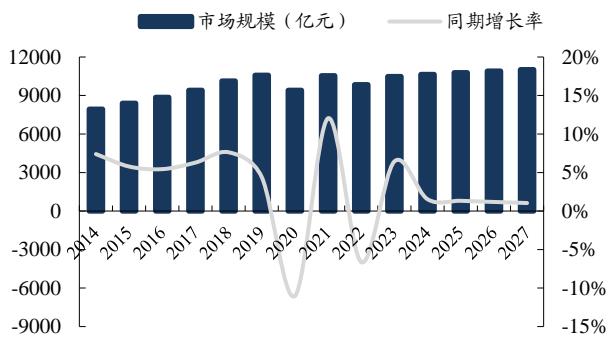


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

我国女装行业规模大，集中度相对较低。整体上看我国女装市场整体规模较大，根据欧睿统计2022年女装市场规模达9842亿元、占服装总规模的34%、大于男装及童装市场之和，2014-2022年CAGR为3%。虽增速有所放缓，但市场空间规模足够大，

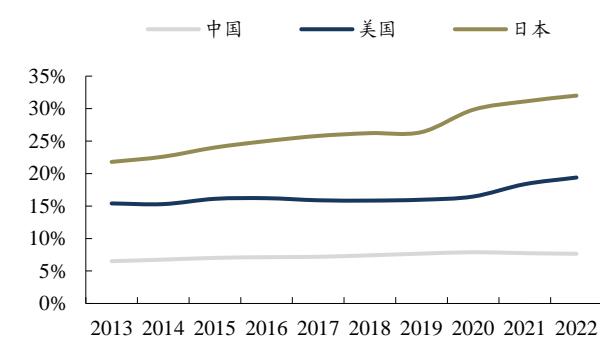
各品牌发展天花板较高。从集中度角度看，2022年我国女装CR10为8%左右，较美国的19%、日本的32%集中度相对较低，各品牌集中度仍有较大提升空间。

图4：我国女装市场规模及同比增长情况



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图5：中日美女装CR10集中度



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

2.2. 线上女装格局：以线下品牌为主，定位突出的电商品牌仍有发展空间

线上女装经过“淘品牌快速发展” - “线下品牌加速整合”两个发展阶段，目前以线下品牌为主。2010年之后电商快速发展，以性价比、时尚个性为代表的线上纯电商品牌依托线上渠道迅速成长，如茵曼、裂帛、韩都衣舍等。随着线上渠道规模持续增长，线下服装品牌越发重视线上渠道布局，由于线下龙头品牌具备规模及品牌效应，逐渐取代纯电商品牌线上份额、线上竞争格局加速改变，大量低价低质的纯电商品牌被淘汰，线下品牌逐步占据主导。2019年后部分网红店铺、直播带货涌现，以网红自身选品搭配能力为卖点、呈现粉丝经济形态，但品牌知名度维持时间较短。从双十一预售情况看，目前线上女装品牌以线下龙头品牌为主。

表3：2013-2022年双十一女装品牌排名TOP10变化情况（蓝色为纯电商品牌）

排名	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
1	优衣库	VIYANIYA	chinastudio	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库	韩都衣舍	茵曼
2	波司登	MO&Co.摩安珂	波司登	波司登	ONLY	Vero Moda	ONLY	韩都衣舍	优衣库	韩都衣舍
3	MO&Co.摩安珂	高梵	优衣库	ONLY	Vero Moda	ONLY	波司登	拉夏贝尔	artka	artka
4	伊芙丽	伊芙丽	伊芙丽	Vero Moda	波司登	伊芙丽	韩都衣舍	ONLY	茵曼	裂帛
5	ONLY	波司登	Zara	jupe vendue	伊芙丽	韩都衣舍	乐町	欧时力	波司登	欧时力
6	UR	三彩	ONLY	伊芙丽	韩都衣舍	太平鸟	欧时力	Vero Moda	欧时力	波司登
7	Teenie Weenie	朗姿	Vero Moda	太平鸟	乐町	波司登	Vero Moda	裂帛	初语	ONLY
8	Vero Moda	优衣库	太平鸟	chinastudio	太平鸟	乐町	太平鸟	乐町	妖精的口袋	歌莉娅
9	三彩	太平鸟	大喜自制	乐町	jupe vendue	jupe vendue	伊芙丽	茵曼	ONLY	Vero Moda
10	COS	ONLY	笑涵阁	韩都衣舍	Teenie Weenie	欧时力	裂帛	artka	裂帛	初语

数据来源：亿邦动力，东吴证券研究所整理；注：2021、2022年双十一数据为预售数据排名。

线上女装品牌风格各异、通过布局细分领域多方位触达消费者，定位清晰、品质优的电商品牌仍有发展空间。线上女装公司通常采用多品牌高上新以触达不同类型的消费者，品牌矩阵较为丰富。由于女装消费者需求更加个性化，催生不同细分市场，同时线上女装品牌通过高上新频率、以及时满足消费者的需求、培养消费者粘性，定位清晰、品质优的电商品牌仍有较大发展空间。

表4：我国线上主要女装公司及产品一览

公司	旗下主要品牌	创立时间	产品特点
汇美时尚	茵曼	2008年	棉麻生活品牌
	初语	2006年	艺术潮牌
裂帛股份	裂帛	2006年	独立设计师品牌
	所在	2013年	独立设计师品牌
韩都电商	HSTYLE 韩都衣舍	2008年	专注年轻时尚女装品牌
	AMH	2008年	韩风快时尚
戎美股份	RUMERE	2012年	中高端简约优雅品牌
锦泓集团	TEENIE WEENIE	1997年	学院风品牌
	VGRASS	1997年	中高端时尚修身品牌

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

3. 经营回顾：收入稳健增长，盈利能力短期回落

3.1. 业绩：受疫情催化 2020 年大幅增长，后续较为稳健

线上销售满足疫情居家购物需求，2020 年公司业绩大幅增长，后续较为稳健。2017-2022 年公司营收/归母净利 CAGR 分别为 10%/19%，2020 年疫情对线下服装消费造成较大冲击，公司主营的线上渠道满足消费者居家购物需求，因此随着复工复产及生活正常化，2020 年业绩实现较好增长、2021 及 2022 年呈稳健增长。2023Q1-3 公司营收/归母净利 5.22/0.63 亿元、同比-15%/-43%，归母净利下滑较大主因市场需求变动、公司低毛利产品占比提升致毛利率大幅下降，后续伴随需求回升业绩有望回暖。

图6：公司历年营收及增速

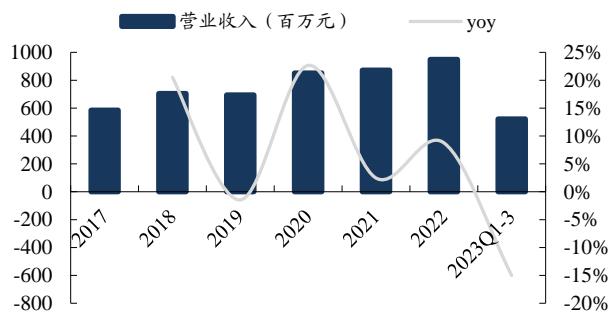
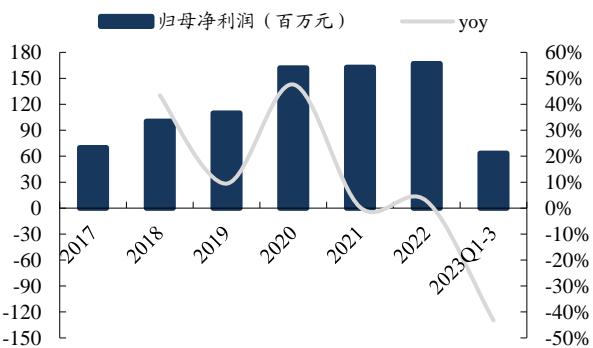


图7：公司历年归母净利及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

分产品看，上衣贡献主要营收，针织为拳头产品。2017-2022 年公司上衣/外套/裤类/裙类/皮草/其他配饰营收 CAGR 分别为 8.8%/9.5%/12.9%/12.4%/21.6%/2.0%，各品类

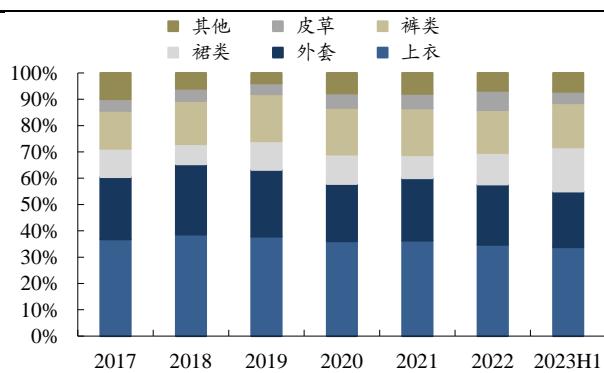
稳步增长。2023H1 公司上衣/外套/裤类/裙类/皮草/其他配饰营收占比分别为 34%/21%/17%/17%/4%/7%，上衣为主品类贡献营收超 3 成，包含以针织衫为代表的拳头产品，覆盖场景广、客户需求较大。

表5：公司产品分类及明细

产品大类	产品明细	2023H1 营收占比
上衣	针织衫、衬衫、T恤等	34%
裤类	短裤、长裤等	17%
外套	大衣、风衣、羽绒服、西装外套等	21%
裙类	短裙、长裙、连衣裙等	17%
皮草	皮质、皮毛制成衣等	4%
其他	鞋、帽子、围巾、配件等	7%

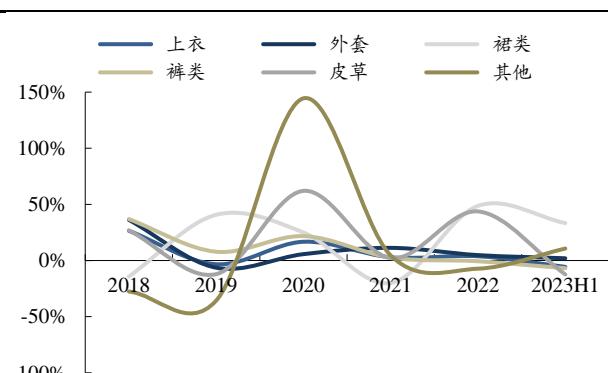
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：公司分产品营收占比及变动



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：公司分产品营收同比增速

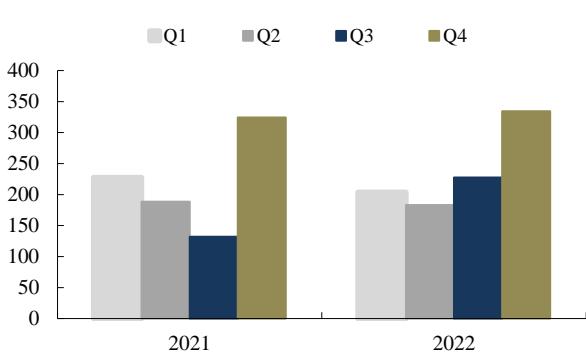


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分季度看，Q4 收入占比较大。由于秋冬装单位售价高于春夏季服装，且国庆、新年等节假日多位于 Q4，促进服装销售，另外公司产品全部为线上销售，双十一、双十二等购物节亦对 Q4 销售有正向贡献，整体看公司 2021-2022 年 Q4 收入占比均超 40%。

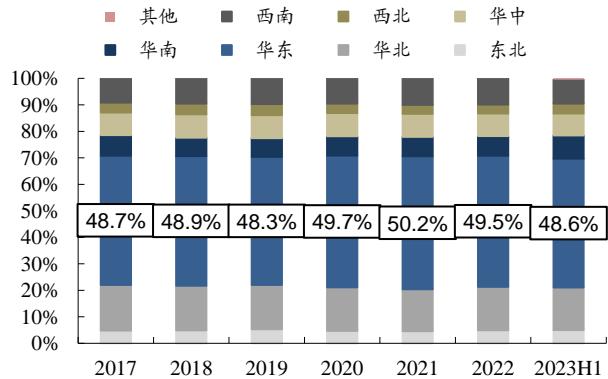
分地区看，华东地区贡献近半数营收。因公司定位中高端女装产品，客户主要分布于华东、华北等人口较多、经济较为发达的地区，2017-2023H1 华东地区营收占比近 50%。

图10：公司分季度收入情况（单位：百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：公司分地区收入占比情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 盈利能力：期间费用率稳定、产品结构调整致利润率近期有所回落

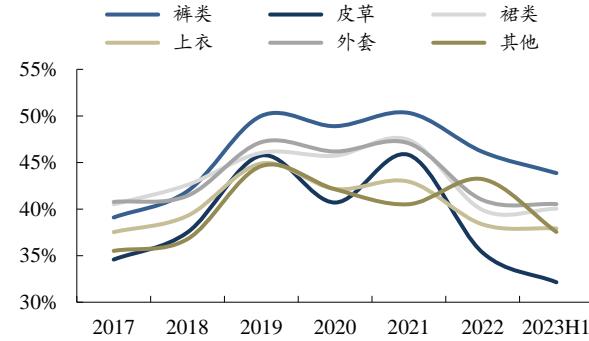
22 年以来毛利率整体持续回落，各产品毛利率相差不大。整体看，2017-2021 年公司毛利率整体呈提升趋势，主要系产品结构调整致均价提升、增值税下调所致。2022 年以来受到春节提前、冬季销售旺季缩短，以及供应链受干扰导致产品延期交付、公司主动调整毛利率，整体毛利率有所回落。分产品看，裤类毛利率相对较高、皮草毛利率相对较低，其他产品毛利率相差不大，各产品毛利率基本在 35%-50% 区间。2023Q1-3 毛利率为 38.2%，低毛利产品占比提升致整体毛利率下降、同比 -3.2pct。

图12：公司整体毛利率变动情况



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

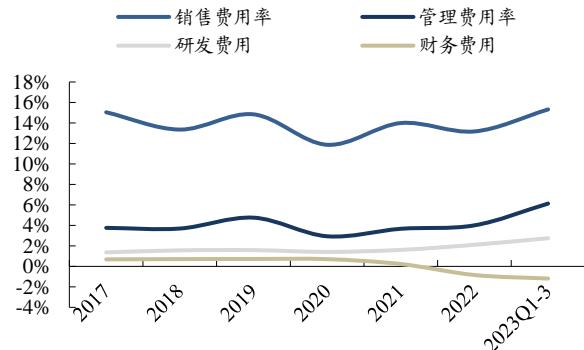
图13：公司分产品毛利率变动情况



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

期间费用率较为稳定，销售净利率近年有所回落。2017 年以来公司期间费用率保持稳定，基本处于 17%-22% 区间。销售净利率受到期间费用率及毛利率的共同影响，2017-2019 年主要系毛利率提升带动销售净利率上升，2020 年毛利率略下降、受益于营收增速较快费用率降幅较大、销售净利率持续提升，2021 年后随着毛利率逐年降低、销售净利率有所回落。2023Q1-3 公司投产智能车间、增加新员工招聘致销售及管理费用率提升，整体期间费用率提升 4pct 至 23.01%，销售净利率受毛利率及期间费用率共同影响、下降 6pct 至 12%。

图14：公司费用率细项变动情况



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图15：公司整体期间费用率及净利率变动情况



数据来源：招股说明书, 东吴证券研究所

4. 竞争优势：极致性价比定位顺应消费趋势，小单快反契合线上销售需求

线上品牌由于发展时间短、品牌力较弱，随着线下龙头品牌逐步重视对线上市场的布局、在线上竞争格局中一步步占据主导地位，但仍有部分线上品牌依托其自身独特优势获取了稳定市场份额并仍有发展空间，我们认为戎美的主要优势在于极致性价比的大牌平替定位、以及在运营层面的高上新高 SPU+小单快反模式更为契合线上需求。

4.1. 定位：极致性价比优势明显，客户群体黏性强

从产品质量角度看，戎美严选优质原材料及知名供应商，产品面料结构高端、品质优异。从性价比角度看，虽产品定位高端，但戎美品牌打造极致性价比，加价倍率较低、约为 2-3 倍，充分让利消费者。作为高加价倍率的高端品牌“平替”，戎美极致性价比优势明显、核心客户群体黏性较强。

4.1.1. 严选优质原材料，产品品质比肩国际大牌

原材料以羊绒羊毛及进口面料为主。公司服装在全球范围内采集高端原料素材，其中羊绒、天然丝绸、精纺复合面料等应用较多，且多采用高端进口面料及羊绒羊毛等高级材料，高端原材料保证公司产品优秀质量、比肩国际大牌。

表6：公司主要采购的原材料品种

类别	采购内容
面料	羊绒、羊毛、真丝、三醋酸、亚麻、棉等成品面料
辅料	里料、填料、拉链、纽扣吊牌、饰品、商标线绳、金属配件、及其它相关等
纱线	羊绒、羊毛、真丝、亚麻和其他混纺纱线等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

持续整合供应商，与国际大牌供应商建立稳定合作关系。在面料选取和产品设计方面，公司充分吸收海外前沿流行趋势，与海外优质面料供应商展开深度长期合作，经过长期磨合后，目前已经构建起覆盖各服装品类、具备一定生产规模和工艺水平的优质供应商网络，并形成了以小批量、定制化及快速响应为特点的供应链体系。

表7：公司主要合作的原材料供应商

原材料供应商	主要品类	供应商简介
泷定大阪商贸(上海)有限公司	三醋酸面料	日本母公司于 1864 年成立，合作客户包括 Tommy Hilfiger、Hugo Boss、Giorgio Armani、Moncler 等
浙江凌龙纺织有限公司	毛呢面料	合作客户包括法国、英国以及意大利等国际客户
CARIAGGI LANIFICIO SPA	羊毛羊绒纱线	1958 年成立，专注于生产亚麻、羊绒等珍贵动植物纤维，合作品牌包括 Chanel、意大利奢侈品牌 Brunello Cucinelli
安美桥（南宫）羊绒制品有限公司	羊毛羊绒面料	中美合资企业，1942 年成立，全球高端羊绒、驼绒原材料供应商
浙江喜得宝丝绸科技有限公司	丝绸面料	1949 年成立，中国丝绸行业龙头
康赛妮集团有限公司	羊毛羊绒纱线	2000 年成立，全球高端奢华羊绒纱线品牌，合作客户包括 LV、HERMES、MaxMara、拉夫劳伦等国际大牌

数据来源：公司公告，各公司官网，东吴证券研究所

4.1.2. 价低质优客户黏性高、极致性价比优势显著，控费保证较好盈利水平

“价低质优”成为消费风尚。一方面，消费场景常态化后高端产品仍维持较好表现。目前我国高端与低端消费发展速度有所不同，高端消费普遍好于中低端消费、中高端服装行业整体表现好于大众休闲服装，主要原因或因收入分化有所加剧。另一方面，消费决策更加理性。《2023 麦肯锡中国消费者报告：韧性时代》提出中国消费者在追求高品质产品的同时，购买决策也变得更加理性、更加追求高性价比产品，“价低质优”的品牌更加受益。

图16：中高端服装行业同比增速好于休闲服饰



数据来源：Wind，东吴证券研究所

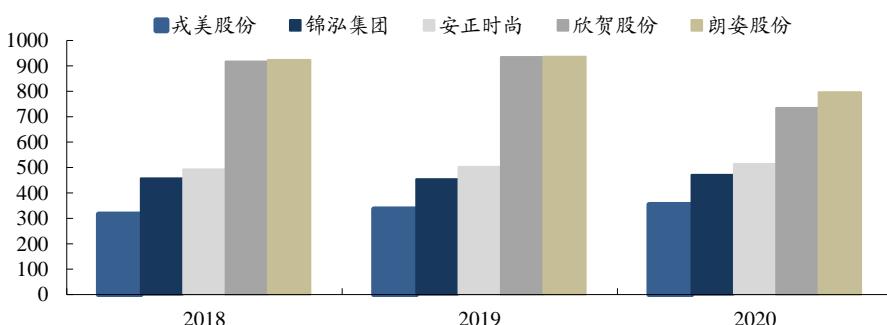
戎美加价倍率较低，极致性价比优势明显。相较于高端服装品牌加价倍率一般为 7-10 倍，戎美主打高端产品极致性价比，同品质下价格较低、加价倍率约为 2-3 倍。公司产品价格带较宽，上衣、裤类、鞋及配饰等产品基本位于千元以内，部分羊绒大衣、皮毛一体大衣、长裙等高端产品价格带上探至千元以上。

表8：公司不同产品价格带情况

产品大类	产品明细	价格带（元）	部分高端产品价格（元）
上衣	针织衫、衬衫、T恤等	100-900	桑蚕丝衬衫 900、羊绒衫 800、羊毛衣 400
裤类	短裤、长裤等	100-1300	羊皮革皮裤 1300、丝绒西裤 900、羊毛长裤 800
外套	大衣、风衣、羽绒服、西装外套等	200-5500	羊毛外套 5500、山羊绒大衣 5000、牛皮风衣 3000
裙类	短裙、长裙、连衣裙等	150-2000	羊皮半身皮裙 2000、羊毛连衣裙 2000、真丝打底裙 1500
皮草	皮质、皮毛制成衣等	1000-10000	羊皮毛一体大衣 10000、水貂毛皮草外套 9000、水貂山羊绒皮草马甲 3000
其他	鞋、帽子、围巾、配件等	100-500	羊皮帮面运动鞋 500、羊反绒高跟鞋 400、羊毛围巾 400

数据来源：公司公告，淘宝官网，东吴证券研究所

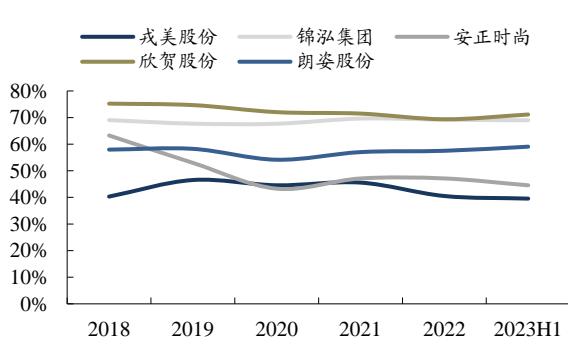
图17：戎美平均产品单价低于可比公司（单位：元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

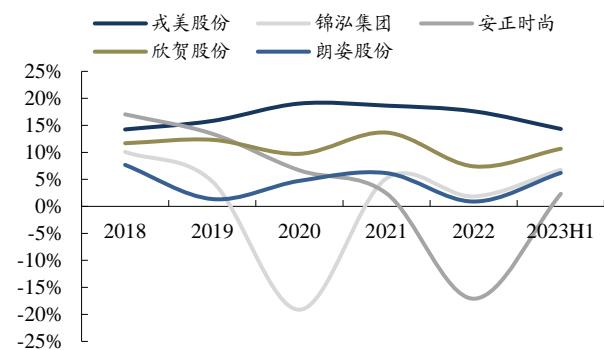
线上垂直营销降低期间费用，净利率表现行业领先。公司采用垂直化销售模式、免去中间环节，大幅降低商品流通成本和信息沟通成本，销售费用率通常仅为 10%-15%，而同业销售费用率基本高于 30%，因此即使公司整体毛利率处行业较低水平，但净利率仍维持行业内较好水平。

图18：戎美毛利率低于同业



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图19：戎美净利率高于同业



数据来源：Wind，东吴证券研究所

客户群体黏性强，人均复购率近 50%。公司通过精益供应链管理水平、极致性价比让利于消费者，品牌已具备信用度、粉丝数量及客户口碑等方面的优势。截至 2022 年底，“戎美高端女装”粉丝数量超过 580 万，门店好评率超过 99.9%。从顾客复

购率看，客户群体黏性强、复购人数近 50%、复购人群贡献总金额占比近 90%。

表9：客户群体复购率较高

下单次数	2018 年度		2019 年度		2020 年度	
	订单金额占比	买家 ID 数占比	订单金额占比	买家 ID 数占比	订单金额占比	买家 ID 数占比
1	11.69%	50.93%	11.96%	50.82%	11.54%	51.99%
2-4	20.60%	30.62%	20.33%	30.21%	19.01%	29.94%
5-10	21.78%	11.63%	21.49%	11.80%	20.02%	11.16%
11-20	17.82%	4.35%	17.82%	4.54%	16.95%	4.23%
21-50	18.47%	2.08%	18.53%	2.21%	18.89%	2.16%
50 以上	9.64%	0.39%	9.87%	0.42%	13.59%	0.52%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

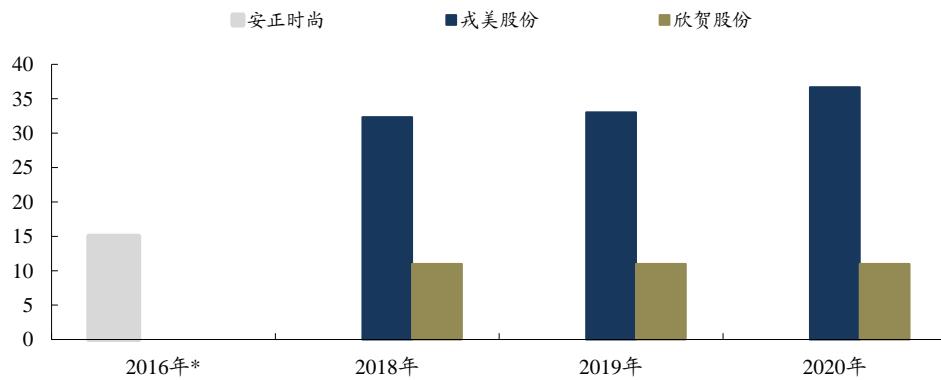
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

4.2. 运营：公司企划设计效率、供应链管理优秀，小单快反满足客户需求

线上女装品牌累积的忠实品牌客户群体为发展基础，公司有望继续分享线上女装广阔市场。公司向大量线上顾客提供多年的优质服务，通过产品高频企划设计、供应链优秀管理和直播间与消费者互动，整体小单快反形成良好品牌形象。在万亿线上服装市场、格局较为分散的行业背景下，公司数年经营形成高频上新、小单快反业务基础，对把握客户流行趋势变化、库存管理等优势显著，契合线上消费者需求、有望维持较快增长。

企划设计端：坚持“戎美 RUMERE”单品牌多品类的运营模式，最大限度提升设计效率。公司围绕“戎美 RUMERE”单品牌进行企划设计，全部企划设计人员合力完成“戎美 RUMERE”品牌的企划设计工作，最高限度实现各环节的人员利用效率。通过持续企划设计创新，形成高上新频率+高 SPU 模式，年销售 SPU 超 4000 款，由于员工专注单品牌设计以及线上直接对接消费者需求、感知潮流趋势变动，滚动开发下年人均设计款数超同业，构筑坚实品牌和客户基础。

图20：公司及竞争对手设计人员年均设计款数（个）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

供应链端：公司采取外协生产常规产品、自产高端产品，供应链管理优秀实现小单快反：

➤ 外协生产为主、自产为辅。2014 年公司为增强供应链弹性，成立苏州美仓、承担生产羊绒羊毛大衣等价值较高的产品，并自产测试先锋款订单、根据市场反馈决定后续计划，2020 年外协加工/自产生产占总营业成本的比重分别为 92.6%/7.4%。外协生产产品通常为常规、附加值相对较低的产品，根据公司是否负责原材料采购分为部分委托加工模式和完全委托加工模式，且公司与主要的原材料和加工供应商保持长年合作，从而提高外协生产可靠性；自有工厂生产高端产品、便于品质把控，同时为公司供应链管理提供弹性，合理分配生产淡季和旺季产能。

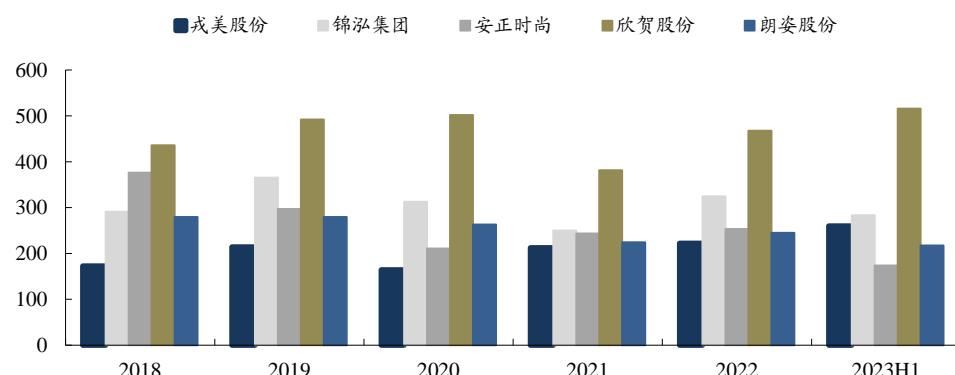
表10：公司各种供应链管理模式对比

	外协生产		自主生产
	部分委托加工模式	完全委托加工模式	
原材料采购环节	公司负责	外协供应商负责	公司负责
生产环节	外协供应商	外协供应商	公司
主要生产产品	部分应用进口纱线、面料的差异化产品	皮草、上衣中的部分常规针织产品，鞋类、围巾和帽子等配饰	羊绒羊毛大衣等价值较高产品
优点	① 控制高品质原料，有利于差异化战略； ② 在最大程度上降低加工厂委托代理成本，基本避免原料问题造成的产品质量缺陷，有利于控制产品质量； ③ 降低原料价格的波动风险，进而有利于控制产品成本。	① 订单周期较短，时间可控性更强； ② 提高商品流转速度，加速资金周转； ③ 扩展供应商选择区位半径，从而有利于丰富公司的产品品类	① 缩短订单周期； ② 控制产品品质、保障产品质量； ③ 自有工厂为公司供应链管理提供弹性，合理分配淡季和旺季产能； ④ 自有工厂为企业定价等提供技术支持。
2020 年营业成本占比	48.2%	44.4%	7.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ 信息化建设完善，供应链效率突出。与线下为主的女装公司采用季度集中订货的方式不同，公司线上信息化建设完善，实时获取终端消费者反馈，及时传递至企划设计及供应链环节，叠加小批量、快速响应的供应链体系，保障公司较短时间内可以提供更多款式产品，同时库存把控较好，供应链效率突出、存货周转领先同业。

图21：公司存货周转天数领先同业（单位：天）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

新商业模式：抢占直播风口，增强与消费者互动。直播经济将互联网与零售进行深度融合，具有互动性强、多样化、时间空间限制小等优点。公司抢占直播风口、布局直播业务已超3年，以品牌创始人温迪女士为核心，组建专业、高效、经验丰富的直播团队，公司旗下的淘宝直播账号“戎美高端女装”订阅粉丝数量超过640万，每周定期推出“戎美大讲堂”直播，让消费者拥有更具沉浸感的购物体验。

5. 盈利预测与投资建议

公司于2021年在创业板上市，募集资金进一步扩大竞争优势。公司IPO募集资金主要用于：①现代制造服务业基地项目（投资4亿元、新增120万件/年自产能力）；②设计研发中心建设项目（投资0.4亿元、增强研发能力）；③信息化建设项目（投资0.5亿元、提高运营能力）；④展示中心建设项目（投资0.9亿元、开设线下展示中心进一步开拓获客渠道）。从供应链管理、产品设计、渠道建设等多角度提升公司竞争力。

表11：公司IPO募投项目情况一览

募集资金投向	项目投资总额（万元）	项目实施周期（月）	预计达到可使用状态日期	项目内容
现代制造服务业基地项目	41,471.32	24	2023年12月	新增每年120万件的服装生产能力
设计研发中心建设项目	4,308.20	24	2025年10月	增强公司自主创新能力、加强产品设计研发能力
信息化建设项目	5,023.46	24	2025年10月	加强设计、采购、生产、仓储、物流、销售、售后服务等管理能力，提高公司运营效率
展示中心建设项目	9,252.71	24	2025年10月	在上海、杭州、南京、苏州、无锡、宁波六地设立多个展示中心，直接接触终端客户、开拓市场、提升品牌形象
合计	60,055.69	24	-	-

数据来源：招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

盈利预测方面：我们预计公司2023-2025年收入分别9.7/10.7/11.8亿元、同比分别+2%/+10%/+11%，归母净利润为1.0/1.7/2.0亿元、同比增速为-38%/+61%/+22%，具体而言：

1) 线上淘宝店铺（戎美高端女装）：我们从年订单总数、平均订单消费金额、成交率三个层面进行收入预测，主营业务收入=年订单总数*平均订单消费金额*成交率。
①年订单总数，预计2023-2025年随公司品牌力、客户黏性提升，访客人数、访客支付转化率及人均消费频次均有一定提升，共同带动2023-2025年订单总数同比+4%/+7%/+8%。
②平均订单消费金额，2023-2024年公司进行部分产品结构调整致订单金额有所降低，后续随产品迭代更新预计回暖，预计2023-2025年平均订单金额同比-2.5%/-2%/+2%。
③成交率，预计维持较为稳定水平。毛利率层面，预计2023-2024年公司处于产品结构调整期、毛利率有所回落，2025年后逐渐回升。

2) 其他收入：稳定增长。除戎美淘宝店外，公司资源投放力度较小，预计维持小幅稳定增长。

表12：公司收入拆分及预测

	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	946.28	963.36	1,061.30	1,176.04
营收占比	99.73%	99.65%	99.57%	99.47%
毛利率	40.51%	38.00%	38.00%	38.50%
年度浏览量(万次)	172776	178390	187006	194996
年度访客数(万人次)	17454	17803	18515	19441
yoy	2.64%	2.00%	4.00%	5.00%
支付转化率	1.90%	2.03%	2.09%	1.90%
人均消费频次	1.98	2.01	2.02	2.03
订单数（万个）	653.61	679.91	759.25	824.83
平均订单消费金额（元）	486.03	473.88	464.40	473.69
yoy	3.46%	-2.50%	-2.00%	2.00%
年度下单总金额(GMV;万元)	317672	322193	352592	390712
成交率	29.79%	29.90%	30.10%	30.10%
其他业务（百万元）	2.53	3.37	4.55	6.28
营收合计（百万元）	948.81	966.73	1065.85	1182.32
营收 yoy	8.77%	1.89%	10.25%	10.93%
归母净利润（百万元）	167	103	166	203
归母净利润 yoy	2.68%	-38.16%	61.07%	22.23%
EPS（元/股）	0.73	0.45	0.73	0.89

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

我们选取市场定位、盈利能力相近的国内知名中高端女装品牌锦泓集团、安正时尚、欣贺股份、朗姿股份作为女装可比公司，同时考虑到上述国内中高端女装品牌公司通常以线下渠道为主，因此增加聚焦线上业务的品牌授权商南极电商作为可比公司，可比公司 2023 PE 为 38 倍、2024PE 为 25 倍、2025PE 为 21 倍。

我们认为戎美股份作为线上中高端女装品牌第一股，营收利润规模较线下女装品牌仍有一定差距，但管理效率较高促净利率表现领先，未来一方面有望强化自身企划设计、供应链管理带来的小单快反优势，另一方面极致性价比有望吸引更多消费者、强化客户黏性，有望享受估值溢价。根据我们业绩预测公司 2023-2025 年 PE 为 36/22/18 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表13：可比公司估值（截至 2023 年 11 月 24 日）

公司代码	股票名称	市值 (亿元)	EPS（元/股）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603518.SH	锦泓集团	32	0.80	0.98	1.28	11.61	9.48	7.26
603839.SH	安正时尚	31	0.26	0.33	0.38	30.12	23.73	20.61
003016.SZ	欣贺股份	38	0.55	0.67	0.77	15.98	13.12	11.42
002612.SZ	朗姿股份	93	0.52	0.70	0.87	40.33	29.96	24.10
002127.SZ	南极电商	88	0.04	0.07	0.09	89.50	51.14	39.78
可比公司平均估值						37.51	25.49	20.63
301088.SZ	戎美股份	37	0.45	0.73	0.89	35.85	22.26	18.21

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测；注：欣贺股份盈利预测来自于 Wind，其余均来自于东吴证券预测

6. 风险提示

- 1) **消费复苏不及预期。**若未来终端消费复苏不及预期可能造成公司销售不及预期，将会有对公司业绩造成较大影响。
- 2) **行业竞争加剧。**女装行业竞争较为激烈，若公司未来品牌影响力受到竞争加剧的冲击有所减弱，可能导致未来增长不及预期。
- 3) **库存管理风险。**若公司存货管理水平下降或受到外界因素影响导致产品存货积压，可能存在折扣加大、计提存货减值等风险。
- 4) **新品销售不及预期。**若公司未能准确把握消费者需求，可能导致新产品销售不及预期，进而影响业绩表现。

戎美股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
	流动资产	2,333	2,466	2,654		营业收入	949	967	1,066
货币资金及交易性金融资产	1,761	1,825	1,991	2,195	营业成本(含金融类)	564	600	661	727
经营性应收款项	59	60	59	58	税金及附加	5	6	7	8
存货	362	321	342	365	销售费用	125	150	149	160
合同资产	0	0	0	0	管理费用	38	58	43	41
其他流动资产	152	261	262	263	研发费用	20	28	26	26
非流动资产	380	291	295	298	财务费用	(8)	(4)	(4)	(4)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	6	3	4	5
固定资产及使用权资产	180	175	169	158	投资净收益	40	29	34	39
在建工程	52	62	71	86	公允价值变动	9	0	0	0
无形资产	18	18	17	17	减值损失	(49)	(32)	(14)	(13)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	212	130	208	255
其他非流动资产	129	36	36	36	营业外净收支	0	(1)	0	(1)
资产总计	2,713	2,758	2,948	3,179	利润总额	211	129	208	254
流动负债	139	156	181	210	减:所得税	44	26	42	51
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	0	0	0	净利润	167	103	166	203
经营性应付款项	94	108	129	151	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	167	103	166	203
其他流动负债	44	47	53	58					
非流动负债	5	11	11	11	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.73	0.45	0.73	0.89
长期借款	0	0	0	0	EBIT	154	125	204	250
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	162	131	213	268
租赁负债	0	0	0	0					
其他非流动负债	5	11	11	11					
负债合计	145	166	192	221	毛利率(%)	40.52	37.98	37.99	38.50
归属母公司股东权益	2,568	2,591	2,757	2,958	归母净利率(%)	17.61	10.68	15.61	17.20
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,568	2,591	2,757	2,958	收入增长率(%)	8.77	1.89	10.25	10.93
负债和股东权益	2,713	2,758	2,948	3,179	归母净利润增长率(%)	2.68	(38.16)	61.07	22.23

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
	经营活动现金流	125	140	145		每股净资产(元)	11.27	11.37	12.09
投资活动现金流	(310)	(92)	(129)	(182)	最新发行在外股份 (百万股)	228	228	228	228
筹资活动现金流	(44)	(85)	0	0	ROIC(%)	4.86	3.87	6.10	7.00
现金净增加额	(228)	(36)	16	4	ROE-摊薄(%)	6.50	3.99	6.04	6.87
折旧和摊销	7	6	9	18	资产负债率(%)	5.33	6.03	6.50	6.94
资本开支	(68)	(12)	(13)	(21)	P/E (现价&最新股本摊薄)	22.17	35.85	22.26	18.21
营运资本变动	(43)	28	(11)	(9)	P/B (现价)	1.44	1.43	1.34	1.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。未经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15%与 -5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>