



Research and  
Development Center

# 方寸之间大有学问，女性内衣龙头成长空间广阔

2019年2月22日

李丹 分析师

李沁 分析师

## 方寸之间大有学问，女性内衣龙头成长空间广阔

### 女性内衣专题报告

2019年2月22日

#### 本期内容提要：

- ◆ **高壁垒的女性内衣市场 龙头企业是行业主要受益者。** 由于女性胸部的形态差异大结构复杂，是人体形态中最为复杂的部位之一，因此内衣的尺码系统比服装尺码体系繁琐，给版型开发和产品设计带来较大的难度。内衣产品是体积小、用料多样、组成部分多的立体产品在生产方面对工艺精准度要求高。在女性内衣行业，舒适性和贴合度仍是使用痛点，消费者对品质和舒适度敏感度远超过产品样式和价格。由于各品牌尺码体系的差异，导致消费者在寻找到合适产品后，会产生较高的复购率。龙头企业在版型研发、生产、SKU 管理、线下门店、生产等领域有着明显优势，从而形成行业壁垒。
- ◆ **品牌高忠诚度，内衣为女装细分品类中最具成长和稳定性行业。** 在中国、美国、日本、英国、德国、意大利六个市场上，女性内衣龙头属于女装各品类中集中度最高的单品，增速处于最高位置，市场份额保持长期稳定。且中国增速高于其他国家。在中国和美国两个最大的消费市场上，女性内衣板块增速皆优于主要快消品相关行业。
- ◆ **中国女性内衣市场庞大，增长迅速，市场集中度有提升空间。** 女性经济能力的提升和自我意识的加强推升了内衣市场规模的增长。根据我们从《中国统计年鉴 2018》和万得数据测算出女性内衣近几年人均拥有量逐渐提升，16-59 岁主力女性内衣消费人群人均内衣拥有数量从 13 年的 3.16 件/年提升到 2017 年的 4.87 件/年。2017 年中国内衣市场规模为 1505 亿元，同比增长 7.8%，欧睿预计到 2022 年将达到 1973 亿元，是美国的 1.9 倍。目前中国、美国、日本内衣市场 CR5 分别为 8.7%、47%、49.8%，中国未来内衣市场集中度仍有较大提升空间。
- ◆ **投资建议：** 我们建议关注女性内衣行业产业链上下游上市公司：汇洁股份。
- ◆ **风险因素：** 宏观经济低于预期、人均收入增长不及预期、消费疲弱。

### 证券研究报告

### 行业研究——专题报告

### 消费行业

#### 李丹 分析师

执业编号：S1500518010001

联系电话：+86 10 83326735

邮箱：lidan@cindasc.com

#### 李沁 分析师

执业编号：S1500517120001

联系电话：+86 10 83326716

邮箱：liqin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 目录

方寸之间大有学问.....	1
内衣穿戴存在尚未解决痛点.....	1
消费者注重品牌和品质，价格敏感度低.....	2
尺码系统和版型开发系统复杂.....	3
龙头企业在以下领域构建了行业壁垒：.....	5
女装品类中集中度和复合增速最高的单品.....	9
全球内衣市场稳步增长 中国市场集中度提升潜力大.....	14
全球内衣市场稳步增长 亚太地区位居首位.....	14
中国市场仍有成长空间，市场集中度提升潜力大.....	15
美国运动内衣逐渐抢占传统内衣市场份额.....	17
日本女性内衣市场由负增长有所转正.....	19
投资建议.....	21
风险因素.....	21

## 表目录

表 1: 四个品牌相同罩杯和型号不同款式测量比较.....	4
表 2: 各国女性内衣市场容量增速 (单位: %).....	10
表 3: 2014-2017 年各国女装分类 TOP3 集中度 (单位: %).....	13
表 4: 2013-2017 年女性人均拥有文胸件数 (单位: 件).....	16
表 5: 国内内衣品牌 2013-2017 年市场占有率 (单位: %).....	17
表 6: 美国内衣品牌 2012-2017 年市场占有率 (单位: %).....	18
表 7: 日本内衣品牌 2010-2017 年市场占有率 (单位: %).....	20

## 图表目录

图 1: 女性购买内衣痛点.....	2
图 2: 内衣的质量和使用效果是消费者最关心的.....	3
图 3: 海外内衣品牌尺码系统.....	4
图 4: 服装各细分行业龙头研发费用占销售收入比 (单位: %).....	6
图 5: 女性内衣的结构组成及功能.....	6
图 6: SKU 图示.....	8
图 7: 文胸款式.....	8
图 8: 2017 年底内衣公司门店对比 (单位: 家).....	9
图 9: 美国女性内衣与主要快消品行业指数对比.....	12
图 10: 中国女性内衣与主要快消品行业相关指数对比.....	12
图 11: 全球女性内衣不同地区零售额 (单位: 亿美元).....	15
图 12: 中国女性内衣市场零售额及增速 (单位: 百万元、%).....	16
图 13: 美国女性内衣市场零售额及同比增速 (单位: 百万美元、%).....	18
图 14: 日本女性内衣市场零售额及增速 (单位: 百万元、%).....	20
图 15: 日本女性内衣前五大品牌市占率 (单位: %).....	20

## 方寸之间大有学问

### 内衣穿戴存在尚未解决痛点

女性胸部的形态差异很大，是人体中形态最为复杂的部位之一，有形状又有流体的特点。女性内衣和普通外衣不同，在美观的需求之上，内衣有更强的功能需求：第一是固定和塑形：使乳房相对固定，便于活动，维持胸部形态、位置、高度，增强女性胸部曲线，第二是防止和缓冲外力对身体的伤害。

女性对于内衣的合体性、舒适性的要求非常高，必须完全合体才能起到支撑形体、美化形体的作用。女性都知道穿错内衣有很多危害。不合适的内衣，会压迫乳房组织，影响乳腺组织循环，影响淋巴系统循环，造成增生隐患。有观点认为，说穿错文胸就乳腺癌或者乳腺增生。如果内衣穿着时承托力不足，就会造成皮肤和库柏韧带（是连接皮肤和胸大肌筋膜间的纤维束）拉伸变长，久而久之就会出现各种变形问题。

几乎左右的女性都有过内衣不够舒适的体验，好奇心研究所进行的调查发现 Bra 购买的四大痛点：贵、不合适、不舒服、网购尺码有偏差。胸部的复杂性和重要性导致在实际测量时需要较多的变量去描述，从人体工学测量的角度讲，即使是简化版的测量也需要有 20 个以上的参数。例如：胸围、胸宽、上胸围、下胸围、胸宽、上罩杯长、下奶杯长、乳房内表面弧长、乳房外表面弧长等等。为了解决这些问题，需要获取更广泛的人体数据，以便于尺码体系和版型的开发。此外随着年龄的变化，女性的身材和胸型都会随之发生变化，美国 ThirdLove 曾经做过调查发现，美国女性的文胸的尺码在一生中大约会改变 6 次左右。所以，胸部的复杂度以及持续的变化的身材导致内衣的舒适度仍旧是尚未解决的使用痛点，为了解决这一问题，国内外在人体测量方面都先后进行了较为广泛的测量并建立了人体数据库。

海外在人体体型方面的研究起步较早，日韩在 70 年代和 80 年代开始建立自己的人体数据体系。日本分别在 1965-1967 以及 1971-1972 年在全国范围类进行了大约 9000 人的人体计测调查，其后又在 1978-1982 以及 1992-1994 年再次进行全国性测量，已建立标准的成衣尺码系统。日本的研究机构为了开发适合女性体型的内衣产品，还专门针对女性上部躯干进行了科学分析。韩国分别于 1979、1986、1992 年进行了三次人体计测。

国内内衣行业发展较晚，从上个世纪 80 年代开始起步，服装专业人士在 90 年代中期意识到人体体型研究的重要性。东华大学、西安工程大学、北京服装学院率先开始了形体测量和研究。1996 年东华大学和日本女性内衣公司华歌尔创立了人体科学研究室，1997 年分区域对中国女性胸部形态进行研究测量，分析参数，建立人体数据库，设计制作了中国女性标准人体模型，并以此作为依据开发华歌尔中国地区产品。北京服装学院在 1996 年与爱慕内衣公司合作成立了中国第一个专业的人体工学研究机构，专门设计符合中国女性体型结构的塑身产品。2011 年，汇洁与西安工程大学合作建立汇洁-西安工程大学内衣研究所。

图 1: 女性购买内衣痛点



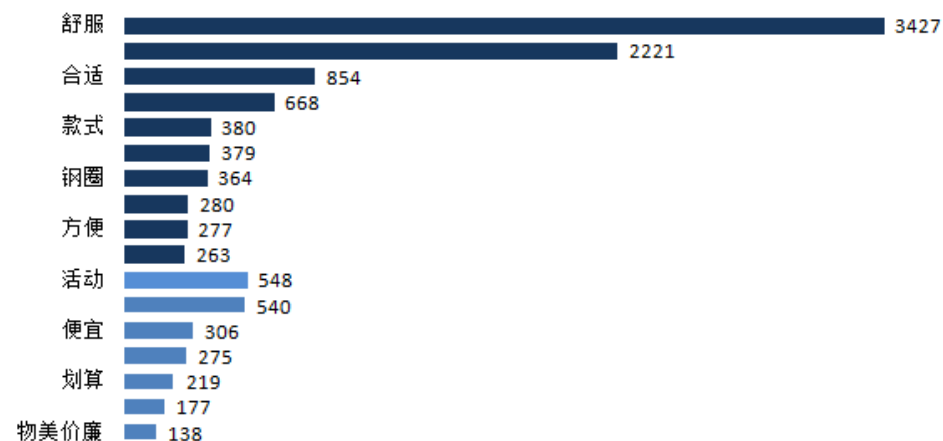
资料来源: 好奇心日报, 信达证券研发中心

### 消费者注重品牌和品质，价格敏感度低

消费者注重品质和品牌。美国棉花公司在 2014 年对美国内衣市场展开了有关购物喜好的调查。调查对象包括年龄从 18 岁至 70 岁的 1500 名男性和女性，他们主要购买贴身汗衫和文胸等内衣。调查基于美国市场的 24 个主要品牌和零售商的近 15000 件内衣产品的数据分析而得来。76% 的受访者购买内衣的主要目的是以新换旧，70% 的受访者几乎不改变款式，59% 的受访者从不换牌子，70% 的受访者经常购买 4 个内衣品牌。

根据网易数读获取的京东消费群体的文胸消费行为，可以看出两个重要特征。特征一：质量和舒适度是内衣购买的关注重点。特征二：价格敏感度低，中端价位内衣占比远超高端和低端。网易数读在爬取了京东商城 10,655 条女性内衣购买者的评论后发现购买者评论更多的是内衣质量和使用感受。另外，从价格上看，网易数读在爬取了京东商城在售的 25,782 件女性内衣后发现价位在 500 元以上的占比 3%，在 100-500 元之间的，占比 60%，100 元以下的占比 36.7%。

图 2: 内衣的质量和和使用效果是消费者最关心的



资料来源: 网易数读, 信达证券研发中心

## 尺码系统和版型开发系统复杂

打开女性的衣橱会发现, 同样的使用者在不同内衣品牌上, 所使用的尺码差异较大, 也就是行业缺乏统一的尺码体系。内衣的组成部分较多, 各个部分的细小差别会带来穿着体验的天壤之别。面对这一个问题, 海外的公司尝试引导消费者进行尺码测试并且希望通过增加尺码来提升穿戴体验。海外公司的尺码测试的问卷调查包括各种问题, 比方说: 包括你通常扣在哪一层, 你是否感觉到下胸围或背部的压力, 你的 bra 是不是伸到了腋下等问题。

美国 True & Co 公司创始人曾在访谈中说过, 他们的测试收集到的数据显示有 6000 多种不同类型的身体。另外一家美国内衣电商 ThirdLove 还拥有帮助测量女性文胸尺码的内衣尺寸测量平台 Fit Finder, 只需拍照即可了解文胸尺寸, 目前已经为超过 1000 万名女性提供了服务。公司宣称在数据库的扩充和升级之后, App 测量文胸尺寸的准确度已经超过传统的卷尺测量。

**图 3: 海外内衣品牌尺码系统**

AAA Cup	28B	30A	32AA				
AA Cup	28C	30B	32A				
A Cup	28D	30C	32B	34A			
A 1/2 Cup		30C1/2	32B1/2	34A1/2			
B Cup		30D	32C	34B	36A		
B 1/2 Cup		30D1/2	32C1/2	34B1/2	36A1/2		
C Cup			32D	34C	36B		
C 1/2 Cup			32D1/2	34C1/2	36B1/2		
D Cup		30F	32E	34D	36C	38B	
E (DD) Cup			32F	34E	36D	38C	
F (DDD) Cup			32G	34F	36E	38D	40C
G (DDDD) Cup				34G	36F	38E	40D

资料来源: TRUE&CO, 信达证券研发中心

在设计和版型领域,国内很多内衣企业都是直接从外部引进文胸的款式和尺寸,只有较少的龙头企业直接研究中国女性的胸型特征,导致国内文胸的合体性不够。即使是同一款产品、同样的尺码、同样的罩杯,不同品牌的参数都不同,每一家公司自成体系各自有尺码体系。东华大学曾经做过一项市场调查,通过对 4 个品牌同罩杯同型号的测量发现,不同品牌的尺码系统完全不同。

**表 1: 四个品牌相同罩杯和型号不同款式测量比较**

品牌名称	黛安芬		欧迪芬		安莉芳		古今	
款式	1	2	1	2	1	2	1	2
下摆长	61.5	64	64	62.4	69	70.2	63	65
罩杯上沿成品长	16.3	17.7	15	17.3	17.9	17	18	17.6
罩杯下沿长	21	22.5	20.9	19.1	21.9	21.2	18.1	19.9
心位宽	1.5	1.6	1.8	1.8	2	1.8	1.5	1.9



心位高	2.5	5.6	7	3.4	5.6	3.3	2.5	4
后背距	4.8	7.4	5.5	5	8.6	3.8	3	3
背钩宽	5.5	4.5	3.4	3.4	3.6	3.7	6.8	7
上奶杯长	4.9	4.4	3	2.8	3.2	4.4	3.6	4.5
下奶杯长	8.3	7.1	7.8	8	8	8.1	7.7	8.5
内奶杯长	8.4	8.4	6.8	8.5	7.3	8.3	8	7.7
外奶杯长	10.9	10.4	10.6	9	11	9.8	11	11

资料来源：《基于文胸纸样参数变化对胸部塑型的研究》，信达证券研发中心

### 龙头企业在以下领域构建了行业壁垒：

基于以上的行业特点，在大多数国家，女性内衣是女装中集中度最高的细分品类。产品的特性决定内衣对研发、生产、SKU管理、品牌和零售都有着较高的要求，同时消费者也会对品牌有更高的忠诚度。在品牌集中度高，且行业持续发展的赛道上，行业的主要受益者将是龙头企业。

#### 品牌的忠诚度较高：

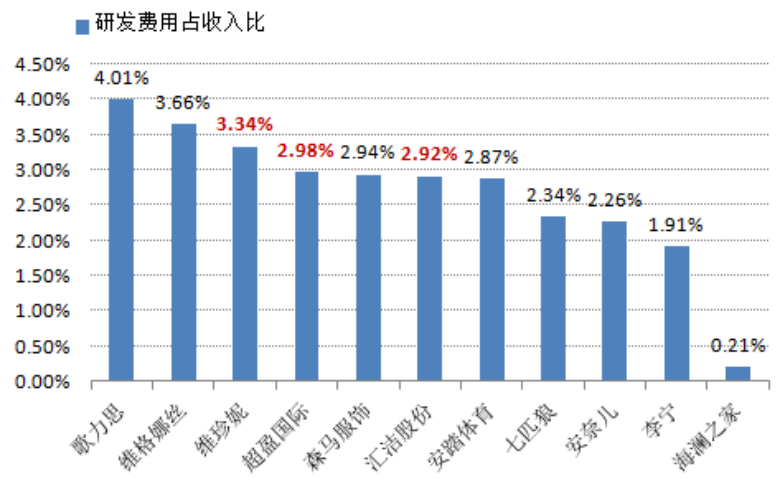
消费者在获得了良好的穿着体验后，为了降低采购的时间成本和失败的几率，通常会产生较高频次的复购，对品牌产生依赖和忠诚度。龙头品牌长期积累了广大较为忠诚的客户群体，这些群体在复购的时候将会选择线上同品牌产品，使得品牌享受线下广阔布局所带来的流量红利。

#### 研发和生产壁垒高：

内衣是服装产业里技术壁垒最高的品类之一，国内高端品牌，如曼妮芬、爱慕、安莉芳等的版型都是自主研发，通过产品推新、版型创新等引领市场。在制作方面有立体和平面裁剪两种，如3D模压的半件成型，或裁剪后缝制，两种各有难点。对比女装、运动装、休闲装童装以及男装板块龙头公司的研发费用，内衣龙头的研发费用占比仅次于女装，和休闲装童装接近。

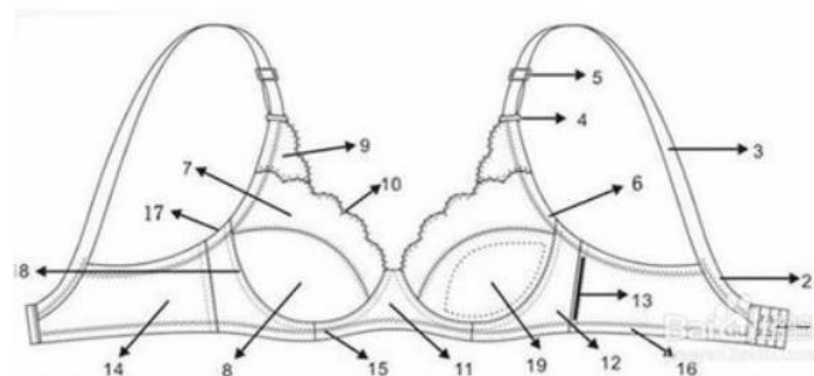


图 4: 服装各细分行业龙头研发费用占销售收入比 (单位: %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 女性内衣的结构组成及功能



资料来源: 网易数读, 信达证券研发中心

- 1、勾扣: 可以根据下胸围的尺寸进行调节, 一般有三个扣可供选择。
- 2、后背带: 支撑后背肩带而设。
- 3、肩带: 可以进行长度调节, 利用肩膀吊住罩杯, 起到承托作用。

- 4、圈扣：连接肩带与文胸的金属环，也叫O形扣。
- 5、调节扣：一般是08扣或89扣配套使用，调节肩带长度。
- 6、比弯：碗靠手臂的位置，起固定支撑收集副乳的作用。
- 7、上托：是文胸的最重要的部分，有保护双乳，改善外观的作用。
- 8、下托：是文胸的最重要的部分，有保护双乳，改善外观的作用。
- 9、耳仔：连接罩杯与肩带的部位。
- 10、前幅：将上乳覆盖于罩杯中，防止因运动而使胸部起伏太大。
- 11、鸡心：文胸的正中间部位，起定型作用。
- 12、侧比：文胸的侧部，起到定型的作用。
- 13、胶骨：连接后比与下扒的中间部位，里面一般为胶质材料，起定型作用。
- 14、后比：帮助罩杯承托胸部并固定文胸位置，一般用弹性强度大的材料。
- 15、下扒：支撑碗部，以防乳房下垂，并可将多余的赘肉慢慢移入乳房。
- 16、下捆：支撑乳房，可固定文胸的位置，根据下胸围的尺寸确定。
- 17、上捆：将比部脂肪收束于文胸中，用弹性材料，起到固定作用。
- 18、钢圈：一般是金属的，环绕乳房半周，有支撑和改善乳房形状和定位的作用。
- 19、杯垫：支撑和加高胸部，根据材质不同可分为棉垫、水垫、气垫。




和产品不同组成部分相匹配的是繁杂的面辅料和工艺。面辅料方面，除了主面料之外，需要夹棉、钢圈、衬垫、捆条、长根、定型纱、软纱、肩带、勾扣、胶骨、调节扣、饰品、花边、蕾丝等，所包含的部件多达40多件。在文胸模杯的制作过程中，除了依靠机器，其他的夹棉和单层产品对人工的要求也很高，文胸的制作大约需要30-40道工序，意味着如果一个人负责一道工序，一个流水线需要几十个人。另外，模杯的误差不能大于2MM，针线的精准度将直接影响穿着感受，每个细节都需要反复尝试和修改。因此女性内衣较为依赖供应链配套，是一个系统工程，物料复杂，其生产工艺的复杂度是量产服装中最高的。

### SKU 复杂:

基于复杂的尺码体系，通常一款外衣需要配备 5 个尺码，而一款文胸则需要配备 10-12 个尺码。在产品开发时，一种款式至少会有 2 个以上的色彩，对每个色彩，需要有 8-12 个尺码（70A、70B、70C、70D.....）。以曼妮芬为例，如下图 6 所示，天猫电商平台上近三百种款式，假设每款有 3 个颜色，配最少 8 个尺码，则需要有  $300 \times 3 \times 8 = 7200$  个 SKU。巨大的 SKU 数量加之中国各层级城市的深度和广度，对于普通企业而言，无论是线上还是线下都一样充满挑战。

图 6: SKU 图示

#### 颜色分类

 020 黑色    
  030 灰色    
  040 酒红

#### 尺码

75C    75D    75E    80C    80D    80E  
 85C    85D    85E    90C    90D    90E

资料来源：天猫，信达证券研发中心

图 7: 文胸款式

- |           |      |
|-----------|------|
| > 无钢圈     | 光面   |
| > 运动文胸    | 聚拢   |
| > 前扣、美背   | 无钢圈  |
| > 轻、透气洞洞杯 | 无纺布  |
| > 抹胸防走光   | 抹胸   |
| > 1/2杯    | 洞洞杯  |
| > 娇小上托聚拢  | 薄杯   |
| > 丰满上托聚拢  | 厚杯   |
| > 厚度适中杯   | 大罩杯  |
| > 博棉杯     | 水袋杯  |
| > 超薄      | 美背   |
| > 大杯大码    | 背心式  |
| > 光杯文胸    | 前系扣  |
| > 水袋杯     | 运动文胸 |
| > 套装、组合装  | 哺乳文胸 |

资料来源：天猫，信达证券研发中心

### 线下门店不可缺失:

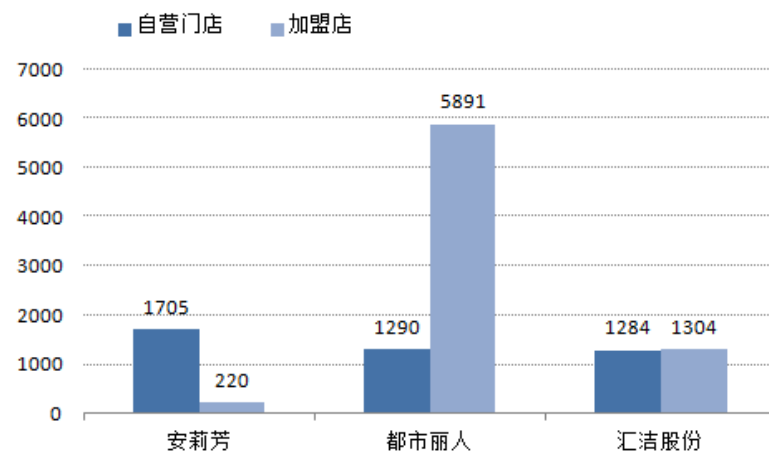
由于龙头内衣公司的版型都是自主研发，因此在尺码系统也有所差异。这给消费者选购带来不便，为了能选购到贴合自己胸型的内衣，试穿成为选购的重要环节，通过试穿不同型号和款式，体验产品的支撑效果、贴合效果和舒适感，因此女性内衣的线下门店不可或缺。

### 品牌享受自身渠道的线下流量红利:

随着智能手机带来的人口红利的减弱，线上购物也逐渐转变成存量市场的竞争，流量获取成本越来越高，甚至超过线下。内

衣行业由于品牌忠诚度高，女性在线上挑选内衣的时候，会直接搜索熟悉的内衣品牌，也会通过线下的试穿和体验，在线上购买。龙头企业门店布局广，例如汇洁股份（截至 2017 年底）全国拥有品牌直营终端总计 1,284 家，经销店 1,304 家，遍布全国的门店成为宝贵的流量入口。

图 8: 2017 年底内衣公司门店对比（单位：家）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 女装品类中集中度和复合增速最高的单品

各国女性内衣整体增速在女装品类中普遍较高，且中国增速高于其他国家

中国、美国、英国、法国，女性内衣无论是在 2017 年单年度还是过去 6 年（12-17 年）的复合增速以及总体增速都高于其他女装品类（晚装、外衣、女仔、泳衣等）。以中国为例，各女装细分领域 2017 年的增速由高至低依次为：女性内衣（9.9%）、女装（5.3%）、晚装（5.2%）、泳衣（4.3%）、外衣（4.1%）、牛仔（2.6%）；意大利、德国内衣增速排为前二。

中国在女性内衣的增速中明显高于美国、英国、意大利、德国、法国、日本，以 2012-2017 年 5 年的复合增速由高至低依次为：中国（11%）、英国（2.6%）、美国（2.4%）、法国（0.7%）、德国（0%）、意大利（-1%）、日本（-1.8%）。

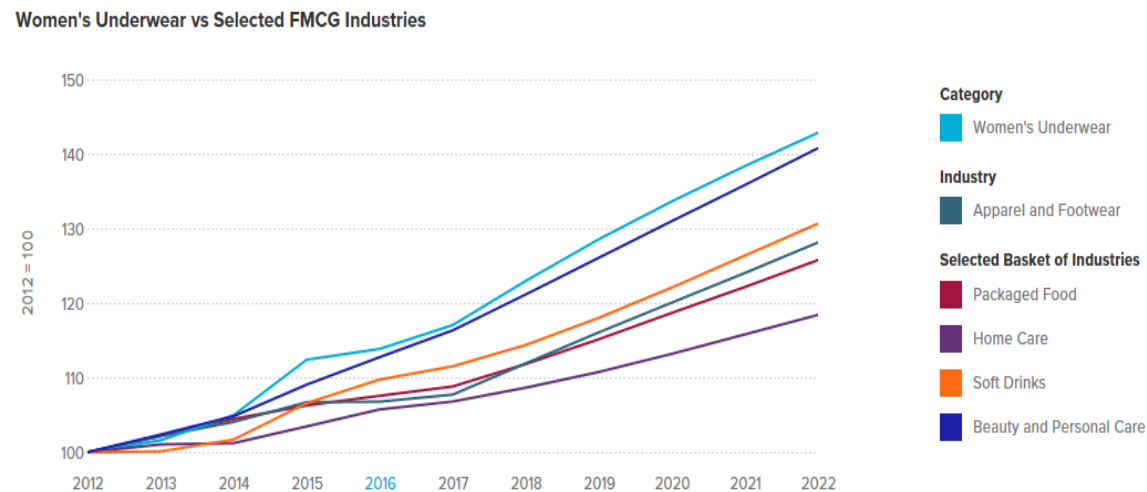
表 2: 各国女性内衣市场容量增速 (单位: %)

国家	分类	2016/17	2012-17CAGR	2012/17 Total
中国	女性晚装	5.2	5.9	33
	女性外衣	4.1	5	27.6
	女性牛仔	2.6	2.8	14.8
	女性外衣 (除牛仔外)	4.1	5.1	28.1
	女性泳衣	4.3	5.6	31.3
	<b>女性内衣</b>	<b>9.9</b>	<b>11</b>	<b>68.4</b>
	女装	5.3	6.2	34.9
美国	女性晚装	2	1.6	8.2
	女性外衣	0.9	1.7	8.6
	女性牛仔	-0.2	-0.5	-2.3
	女性外衣 (除牛仔外)	1	1.8	9.5
	女性泳衣	1.8	1.9	10
	<b>女性内衣</b>	<b>2</b>	<b>2.4</b>	<b>12.6</b>
	女装	1.3	1.9	9.8
英国	女性晚装	2	1.4	7
	女性外衣	1.3	1.5	7.5
	女性牛仔	2	2.3	12.1
	女性外衣 (除牛仔外)	1.3	1.4	7.3
	女性泳衣	1.6	2.4	12.4
	<b>女性内衣</b>	<b>2.8</b>	<b>2.6</b>	<b>13.7</b>
	女装	1.7	1.8	9.1
意大利	女性晚装	-0.5	-1.7	-8.4
	女性外衣	-1.7	-2	-9.7
	女性牛仔	-0.6	-1	-4.8
	女性外衣 (除牛仔外)	-1.7	-2.1	-9.9
	女性泳衣	1.4	-0.9	-4.4
	<b>女性内衣</b>	<b>0.7</b>	<b>-1</b>	<b>-4.7</b>
	女装	-0.9	-1.7	-8.4
德国	女性晚装	0.4	0.3	1.6
	女性外衣	0.4	0.4	2
	女性牛仔	1.5	3.5	18.7
	女性外衣 (除牛仔外)	0.3	0.3	1.4

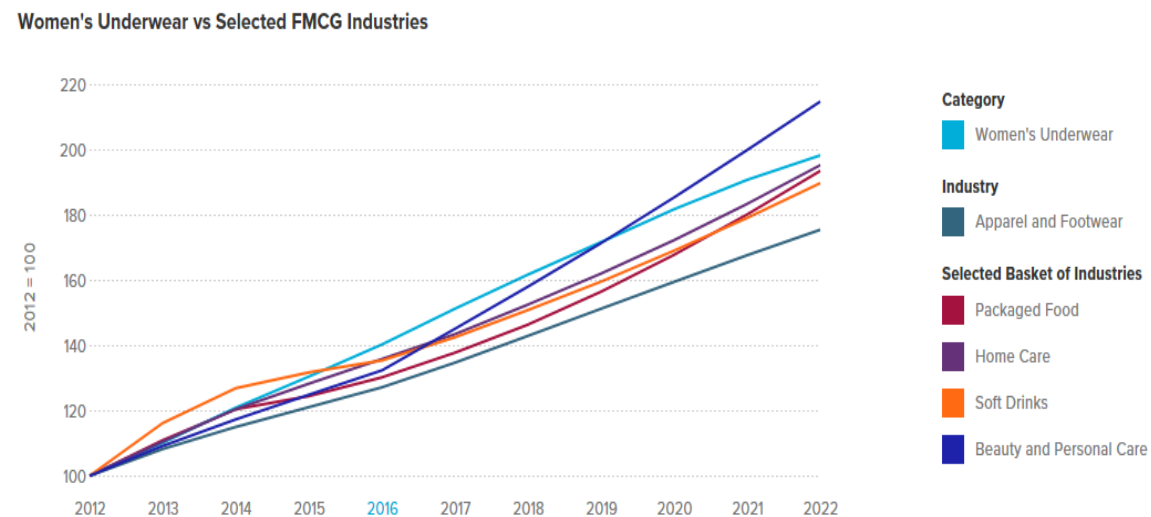
	女性泳衣	3.9	1.6	8.2
	<b>女性内衣</b>	<b>1.2</b>	<b>0</b>	<b>-0.2</b>
	女装	0.7	0.3	1.5
法国	女性晚装	0.2	0.5	2.3
	女性外衣	0.3	-0.2	-1.1
	女性牛仔	0.7	0.2	1.1
	女性外衣（除牛仔外）	0.3	-0.2	-1.2
	女性泳衣	0.1	-0.5	-2.3
	<b>女性内衣</b>	<b>1.2</b>	<b>0.7</b>	<b>3.6</b>
	女装	0.5	0	0.2
日本	女性晚装	-1	-2.4	-11.5
	女性外衣	-0.7	-0.8	-3.9
	女性牛仔	-1.3	-1.8	-8.7
	女性外衣（除牛仔外）	-0.7	-0.7	-3.7
	女性泳衣	1.3	0.1	0.5
	<b>女性内衣</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.8</b>	<b>-8.5</b>
	女装	-0.8	-1	-5.1

资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

在中国和美国两个最大的消费市场上，女性内衣板块增速皆优于主要快消品相关行业。在美国市场上，女性内衣增速高于服装鞋履、包装食品、家庭护理、软饮以及美妆和个人护理行业。在中国市场上，女性内衣增速有一定程度波动，2012-2014年低于软饮行业增速，位居第二，2015-2019年位居第一，欧睿预期在19年之后，增速将被美妆和个人护理超越，但可保持第二的位置。

**图 9: 美国女性内衣与主要快消品行业指数对比**


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

**图 10: 中国女性内衣与主要快消品行业相关指数对比**


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心



### 各国女性内衣在集中度以及市占率的稳定性上占首位

在欧睿提供的已有样本中，除英国外，内衣处于女装品类中集中程度最高的单品，行业增速高于外衣、晚装、泳装等品类，且龙头市场份额保持长期稳定状态。2017年TOP3品牌集中度由高向低依次为：日本(52.9%)、美国(51.9%)、德国(27.8%)、意大利(24.3%)、英国(13.6%)、中国(7%)。中国市场份额前三的品牌为都市丽人、爱慕、汇洁股份，分别为3.2%、2.4%、1.4%，且近年来市占率较为稳定。从美国市场来看，由于女性内衣行业以及公司发展较早，且市场成熟度高，龙头品牌维密市占率已高达30%；日本市场上，优衣库作为市占率最高的品牌，在日本整体内衣市场逐渐萎缩的背景下，近年来市占率仍在提升。

表 3: 2014-2017 年各国女装分类 TOP3 集中度 (单位: %)

	2014	2015	2016	2017
<b>中国</b>				
女装	3.8	4	4.2	4.1
女性晚装	2.7	2.8	2.4	2.4
女性外套	5.4	5.7	5.5	5.2
女性泳衣	7.3	8	7.1	6.6
<b>女性内衣</b>	<b>7.3</b>	<b>7.8</b>	<b>7.2</b>	<b>7</b>
<b>美国</b>				
女装	12.2	12.7	12.9	12.5
女性晚装	36.6	37	37.3	33.4
女性外套	11.1	11.4	11.4	11.7
女性泳衣	19.7	19.9	19.9	18.3
<b>女性内衣</b>	<b>57.6</b>	<b>56.8</b>	<b>56.8</b>	<b>51.9</b>
<b>英国</b>				
女装	15.9	15.9	15.8	15.8
女性晚装	13	13.2	13.5	13.6
女性外套	16.4	16.4	16.2	16.1
女性泳衣	23.5	23.7	23.7	23.7
<b>女性内衣</b>	<b>13.5</b>	<b>13.6</b>	<b>13.6</b>	<b>13.6</b>
<b>德国</b>				
女装	13	13.1	12.7	12.6
女性晚装	27.8	28.3	28	27.8
女性外套	12.2	12	11.9	11.6

女性泳衣	23.9	24.3	23.9	24.1
女性内衣	28.6	28.6	28.2	27.8
<b>意大利</b>				
女装	10.6	11.1	11.9	12.4
女性晚装	20.7	21.5	22	22.7
女性外套	12.7	13.3	14.3	15
女性泳衣	12	12.2	12.1	12
女性内衣	22.2	22.8	23.5	24.3
<b>日本</b>				
女装	23.9	24.7	25	25
女性晚装	49.5	50.5	51.4	52.1
女性外套	21.8	22.5	22.5	22.6
女性泳衣	22.3	22.7	22.7	22.5
女性内衣	50.4	51.7	52.6	52.9

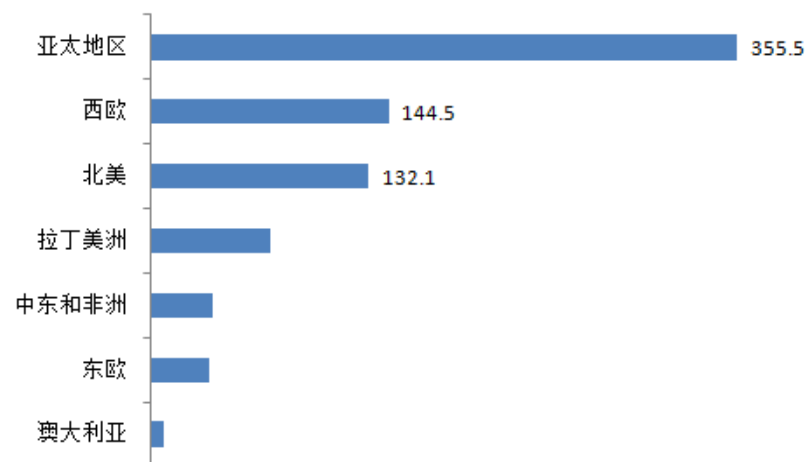
资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

## 全球内衣市场稳步增长 中国市场集中度提升潜力大

### 全球内衣市场稳步增长 亚太地区位居首位

全球内衣市场规模长期以来保持着稳健的增长，亚太地区市场份额遥遥领先。在 2008-09 年间，受到全球金融危机的影响，全球内衣市场规模的增速有所下滑，但其后重新回归了稳步增长的轨道。市场调研公司 Zion Market Research 收集的数据表明，2017 年全球内衣市场价值 389 亿美元，并将在 2024 年达到 595 亿美元。根据欧睿数据统计，2017 年全球女性内衣市场零售额为 784.35 亿美元，其中亚太地区占全球市场零售额的 45.32% 位居第一，零售额达到 355.5 亿美元，其次是西欧和北美，市场零售额分别为 144.5 亿美元、132.1 亿美元。

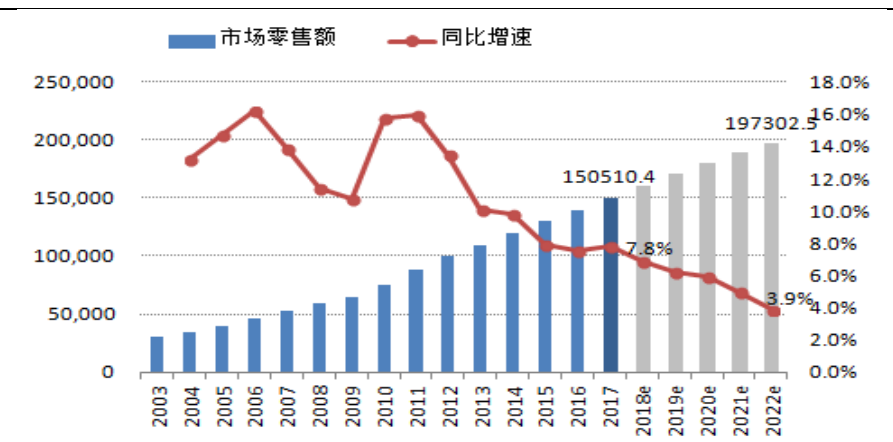
图 11: 全球女性内衣不同地区零售额 (单位: 亿美元)



资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

### 中国市场仍有成长空间, 市场集中度提升潜力大

整体来看, 女性经济能力的提升和自我意识的加强, 我国女性内衣行业相较其他国家而言正处于较快成长阶段。纵观全球现代女性内衣发展史已步入百年, 但在国内市场的成长时间却不过 30 余年。从国内女性内衣市场零售额和增速来看, 领先于美国和日本。根据 Euromonitor 统计, 2017 年中国女性内衣市场零售额达到 1505 亿元, 同比增长 7.8%; 且从 07 年-17 年间这 10 年复合增长率为 11.03%。国内女性内衣占整体贴身内衣市场的 60%-70% 之间, 根据 Euromonitor 预测到 2022 年女性内衣市场容量将达到 1973 亿元。

**图 12: 中国女性内衣市场零售额及增速 (单位: 百万元、%)**


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

**女性人均拥有文胸/内衣的件数在提升。**根据我们从《中国统计年鉴 2018》和万得数据计算出的 2013-2017 年 16-59 岁女性人口数量, 以及欧睿的女性年均购买内衣总量测算出, 中国女性人均拥有文胸的数量在逐年提升, 从 2013 年的 3.16 件/年提升到 2017 年的 4.87 件/年。

**表 4: 2013-2017 年女性人均拥有文胸件数 (单位: 件)**

	女性占总人口比重	16-59 岁总人口 (亿)	女性人口数量 (亿)	女性内衣购买总量 (亿件)	女性人均购买量(件)
2013	48.76%	9.29	4.530	14.33	3.16
2014	48.77%	9.16	4.467	16.09	3.60
2015	48.78%	9.11	4.444	17.74	3.99
2016	48.79%	9.07	4.425	19.49	4.40
2017	48.79%	9.02	4.401	21.42	4.87

资料来源: Euromonitor, 《中国统计年鉴 2018》, Wind, 信达证券研发中心

**行业竞争格局相对稳定, 消费者品牌忠诚度高。**我国内衣产业发展至今 30 多年, 内衣生产企业主要集中在珠三角、长三角等产业聚集区域, 目前都市丽人、汇洁股份、华歌尔、安莉芳等行业龙头企业在 A 股和港股上市。根据欧睿数据, 国内 CR3 内衣企业都市丽人、爱慕、汇洁近 5 年一直保持稳定竞争格局, 2013-2017 年 CR3 市占率分别为 6.6%、7.3%、7.8%、7.2%、7%; 都市丽人作为国内女性内衣龙头市占率分别为 2.8%、3.4%、3.9%、3.3%、3.2%。

**表 5: 国内内衣品牌 2013-2017 年市场占有率 (单位: %)**

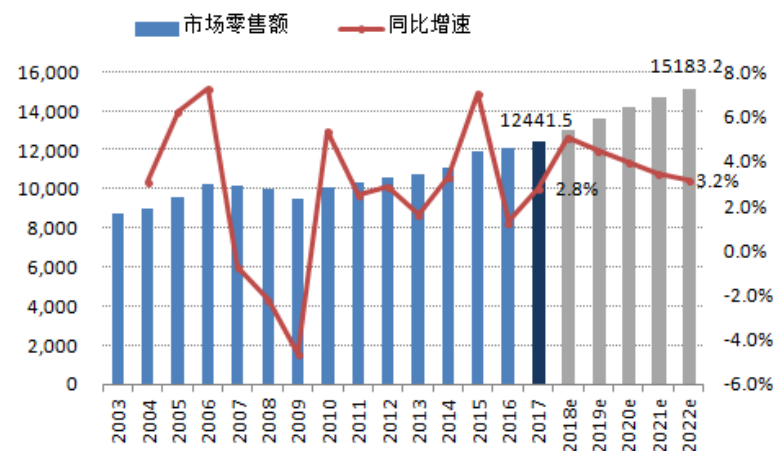
	2013	2014	2015	2016	2017
都市丽人	2.8	3.4	3.9	3.3	3.2
爱慕	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
汇洁股份	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4
安莉芳	1.8	1.7	1.7	1.4	1.2
婷美	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
华歌尔	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
黛安芬	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
优衣库	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6
古今	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
三枪	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5

资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

### 美国运动内衣逐渐抢占传统内衣市场份额

美国作为女性内衣行业发展较早的发达国家, 近几年内衣市场份额也在逐渐下滑。根据 Euromonitor 统计, 2017 年美国女性内衣市场零售额达到 124.42 亿美元, 同比增长 2.8%; 从近 10 年的复合增长率来看, 07 年-17 年间这 10 年复合增长率为 1.97%。根据 Euromonitor 预测, 到 2022 年美国女性内衣市场容量将达到 151.83 亿美元, 行业整体处于平稳放缓的发展状态。

龙头品牌垄断优势明显, 但 CR5 有所下滑。对于美国这样的成熟市场, 女性内衣品牌的集中度相对较高, CR5 近 5 年一直稳定在 51% 左右, 相较中国 8%-9% 的 CR5 集中度行业竞争态势非常稳定, 但 17 年 CR5 首次下滑到 47%, 主要原因受市场份额最高的维密品牌下滑所致。维密作为美国内衣知名品牌, 市占率常年保持 30% 左右, 由于近年来内衣消费行为产生了较为明显的变化, 例如运动内衣和无钢圈内衣的兴起, 导致维密传统的内衣定位受到挑战, 2017 年市占率同比下滑 3.9 个百分点达到 28.8%, 尽管如此维密仍然稳居市场第一, 市占率超过第二名 20 个百分点以上。

**图 13: 美国女性内衣市场零售额及同比增速 (单位: 百万美元、%)**


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

**表 6: 美国内衣品牌 2012-2017 年市场占有率 (单位: %)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Victoria's Secret	-	-	-	31.7	32.2	32.4	32.7	28.8
Fruit of the Loom	5.6	5.8	5.7	5.7	5.6	5.5	5.3	5.3
Maidenform	-	-	-	5.0	5.2	5.1	4.9	4.7
Jockey	4.2	4.4	4.6	4.7	4.6	4.4	4.4	4.4
Vanity Fair	4.2	4.4	4.4	4.5	4.3	3.9	3.9	3.8
Hanes	4.2	3.9	3.7	3.3	3.3	3.2	3.1	3.1
Wacoal	2.1	2.3	2.5	2.6	2.7	2.4	2.5	2.3
Aerie	1.7	1.8	1.9	1.6	1.5	1.7	2.1	2.3
Calvin Klein	-	-	-	2.2	2.0	2.0	2.1	2.1
Walmart	1.6	1.4	1.5	1.4	1.4	1.6	1.7	1.7
<b>Nike</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>
Soma Intimates	0.7	1.0	1.2	1.4	1.6	1.6	1.7	1.6
<b>Under Armour</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>
Gap	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9
<b>adidas</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>
Old Navy	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

**Lululemon Athletica**

0.2

0.3

0.4

0.5

0.5

0.6

0.7

0.8

资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

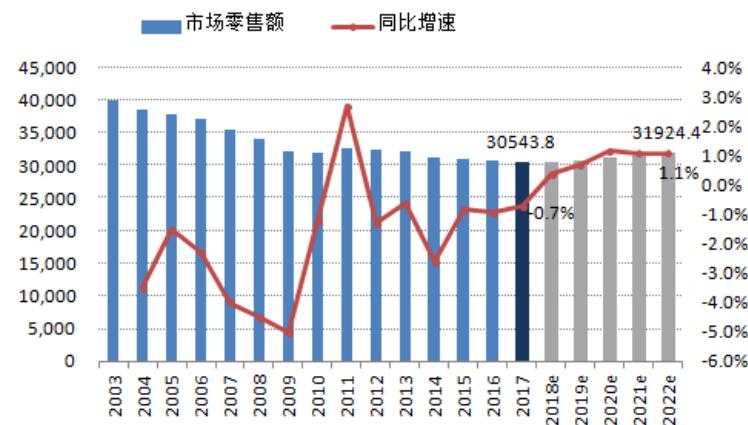
根据 Euromonitor 的近 8 年的数据我们可以看到, 美国运动内衣品牌从 10 年开始呈现高速增长的势头, 且市占率增速超过了传统内衣品牌, 维密作为美国最强势、市占率稳居第一的内衣品牌近年来市场份额也略有下滑。而以 NIKE 为首的专业品牌运动内衣市占率增长迅速, 从 10 年的 0.7% 上升到 17 年的 1.6%, 且 CR4 运动内衣集中度也大有提升, 从 10 年的 1.7% 快速增长到 17 年的 4.3%, CAGR 达到 14.18%, 而传统内衣 CR5 近 5 年 CAGR 为 -0.023%。

### 日本女性内衣市场由负增长有所转正

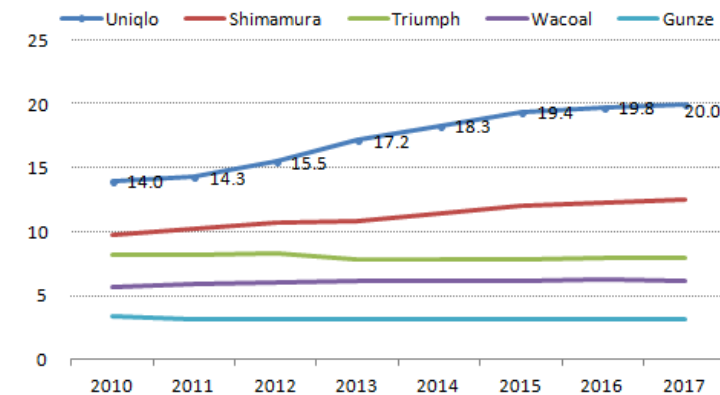
日本女性内衣市场近年来较为低迷, 欧睿预计 18 年开始由负转正。根据 Euromonitor 统计, 2004 年-2017 年间日本女性内衣市场增速一直处于负增长状态, 行业表现较为低迷, 2017 年市场份额为 305.44 亿元, 同比下降 0.7%。而 07-17 年近 10 年的 CAGR 也仅为 -1.52%, 是中、日、美三国中十年复合增长率最低的国家。从 2018 年开始, Euromonitor 预测未来 5 年, 日本女性内衣市场增速将由负转正, 2018 年增速为 0.4%, 到 2022 年市场份额达到 319.24 亿元, 增速为 1.1%, 行业低迷现状有所缓解。

快时尚品牌优衣库成为日本女性内衣市占率最大品牌, 拉动行业 CR5 逐年攀升。根据 Euromonitor 统计数据, 2017 年优衣库在日本女性内衣市场占有率达到了 20%, 而七年前仅有 14%。优衣库内衣的高速发展速度, 也拉动了本来低迷的日本市场 CR5 的提升 (从 2010 年的 41.1% 提升到 2017 年的 49.8%), 而其他品牌市占率较为稳定。优衣库主要从价格优惠和穿着舒适度两个方面获得女性青睐: 首先优衣库一件女性内衣价格不到 3000 日元, 相比日本另一个知名品牌华歌尔接近 4000 日元的价格显得更加亲民 (4000 日元以上内衣从 1998 年整个市场的 35% 下降到 2014 年的 18%); 其次, 它更符合消费者追求舒适度的趋势, 优衣库的内衣都是无钢圈的, 近年来“没有束缚感、穿着舒适”的体验感大幅动摇女性对内衣的认识, 根据《日本经济新闻》报道, 优衣库无钢圈内衣在日本销售额同比增长超过 200%。



**图 14: 日本女性内衣市场零售额及增速 (单位: 百万元、%)**


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

**图 15: 日本女性内衣前五大品牌市占率 (单位: %)**


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

**表 7: 日本内衣品牌 2010-2017 年市场占有率 (单位: %)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Uniqlo	14.0	14.3	15.5	17.2	18.3	19.4	19.8	20.0
Shimamura	9.8	10.2	10.7	10.9	11.4	12.1	12.3	12.5
Triumph	8.2	8.2	8.3	7.8	7.8	7.8	7.9	7.9
Wacoal	5.7	5.9	6.0	6.2	6.2	6.2	6.3	6.2
Gunze	3.4	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1	3.2
Hanes	3.1	3.1	3.1	2.9	2.9	2.9	3.0	3.0
Charle	3.2	3.1	3.0	2.9	2.7	2.7	2.7	2.7
Wing	2.5	2.6	2.6	2.7	2.6	2.5	2.5	2.5
Peach John	1.6	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7
Base Control	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
Hot Beat	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

## 投资建议

我们建议关注女性内衣行业产业链上下游上市公司：汇洁股份。

## 风险因素

宏观经济低于预期、人均收入增长不及预期、消费疲弱。

## 研究团队简介

**李丹**，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

**李沁**，分析师。英国纽卡斯尔大学理学硕士，1年财务会计工作经验。2015年7月加盟信达证券研究开发中心，从事过一年有色金属行业研究，现从事消费领域研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。