

行业深度

纺织服装

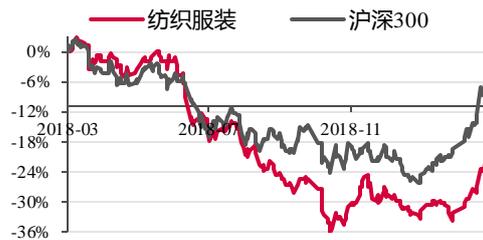
行业成长空间大，优先布局优势企业

2019年03月05日

评级 同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
纺织服装	14.32	6.19	-22.52
沪深300	15.47	14.75	-6.64

陈博

执业证书编号: S0530517080001
chenbo@cfzq.com

刘鋈

liuyun2@cfzq.com

分析师

0731-84403422

研究助理

0731-84403397

相关报告

- 《纺织服装：整体消费形势不及上年-内外消费数据跟踪点评（一）》 2019-02-14
- 《纺织服装行业原材料数据跟踪点评（一）-关注棉纺、毛纺板块相关投资机会》 2019-02-13
- 《纺织服装：纺织服装行业2019年1月月报：验证企业内功与业绩成长的持续匹配性》 2019-02-12

重点股票	2018E		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
健盛集团	0.52	19.92	0.63	16.44	0.72	14.39	推荐
汇洁股份	0.43	20.74	0.62	14.39	0.69	12.93	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

➢ 贴身衣物内涵丰富，市场热度不断提升。

内衣一般被称为人的“第二层皮肤”，广义来说，包括女性内衣、内裤、暖衣、家居服、睡衣、袜类等诸多贴身衣物。除了传统内衣企业，目前一些休闲、时尚服装企业开始涉足内衣领域，新零售背景下，一些基于互联网发展起来的垂直平台、品牌也开始展现出较强活力。

➢ 国外内衣行业格局加速变化，国内未来市场规模增长可期。

海外内衣市场经过多年发展已较为成熟，优势企业市占率高，近年来行业巨头业绩下滑，并购重组整合动作频出。国内的内衣市场规模还有较大增长空间，目前行业集中度不断提升，但优势企业市占率与发达国家还有一定差距。传统内衣企业面临产品及渠道深度调整问题，卡位精准的部分网生品牌成功从线上走到线下。

➢ 内衣上市企业业绩较为分化，报表仍在修复。

从选取的A股、港股内衣样本来看，近年来内衣企业的业绩规模增长不及行业（SW纺织服装）。2018年以来内衣企业样本组合的业绩回暖，也主要是并表因素和权重成分增长稳健所致。内衣上市企业的毛利率水平相对稳定，毛利率高低受产品结构影响较大；存货结构及周转情况符合产品特性；资产负债结构较为理想，偿债指标佳；现金流波动较大。整体来说，企业业绩表现分化，内衣企业整体的报表仍在修复阶段。

➢ 投资观点与重点标的。

内衣适龄穿戴的庞大人口基础，不断增长细分的女性内衣场景化穿戴需求以及家居服，男性内衣市场的亟待开发等诸多因素，预计对我国内衣市场规模的中高速增长都将形成较强的支撑作用。就业绩而言，部分经营策略调整较慢的内衣企业，业绩规模和盈利能力下降明显，但也有部分在内衣产业链上具备护城河效应的优势企业实现了稳健的增长。我们认为目前整个内衣行业的报表还在不断修复，盈利能力和现金流水平仍有待提高，综合考虑，决定给予行业“同步大市”评级。标的方面，优先考虑成长空间确定、业绩稳健、现金流水平较好的品种，建议关注健盛集团、汇洁股份。

➢ 风险提示：消费疲软；产品渠道调整不及预期；产能投放不及预期；原材料价格剧烈波动；汇率风险等。

内容目录

1 内衣行业概况	4
1.1 贴身衣物内涵丰富	4
1.2 参与者增加，市场热度提升.....	4
1.3 市场规模及占有率情况	5
2 国外内衣产业格局加速变换	6
2.1 国外优势内衣企业分析	6
2.2 市场加速整合，近年来并购重组增多.....	9
2.3 他山之石可以攻玉	10
3 国内内衣行业中高速增长可期	11
3.1 产能分布着重看广东、越南.....	11
3.2 行业集中度仍在提高，未来中高速增长预计可持续.....	11
3.3 网生品牌展现出惊人活力	12
4 相关上市公司业绩分析	14
4.1 并表因素和权重股表现稳定拉动行业业绩规模增长.....	14
4.2 产品结构影响毛利率表现.....	15
4.3 存货占比较高，对下游的议价能力表现分化	16
4.4 资产负债结构较理想，偿债能力指标佳，现金流表现波动较大.....	17
5 投资观点与重点标的	17
5.1 “同步大市”评级	17
5.2 重点标的：健盛集团（603558.SH）	18
5.3 重点标的：汇洁股份（002763.SZ）	19
6 风险提示	20

图表目录

图 1：内衣市场规模及相关优势企业市场份额情况	5
图 2：我国市场份额相对较大的女性内衣品牌（排名不分先后）	6
图 3：维秘秀（2017 年上海）天使合影.....	7
图 4：维秘标志性粉红色门店 VI	7
图 5：Wacoal 旗下部分女性内衣品牌	7
图 6：Wacoal 主品牌下细分品类	7
图 7：La Perla 的 Maison 系列女性内衣系列工艺	8
图 8：Wolford 产品海报	8
图 9：LB 集团业绩规模情况	9
图 10：LB 集团净利润增速下滑情况	9
图 11：华歌尔业绩情况.....	9
图 12：Wolford 业绩情况.....	9
图 13：我国内衣企业区域分布情况.....	11
图 14：内衣穿戴适龄女性数量及占比情况	12
图 15：内外内衣六周年“一室之内”艺术秀	14
图 16：氧气 Bra 与作家安东尼的联名款	14
图 17：样本组合与行业业绩规模复合增速情况	15
图 18：样本组合成分股 2018 年以来业绩增速	15

图 19: 样本组合成分股业绩规模占比情况	15
图 20: 上市内衣企业毛利率情况	16
图 21: 上市内衣企业 ROE 情况	16
图 22: 样本组合成本费用增速情况	16
图 23: 样本组合期间费用率情况	16
图 24: 样本组合存货周转情况	17
图 25: 样本组合应收账款周转情况	17
图 26: 样本组合资产负债率情况	17
图 27: 样本组合销售现金比率情况	17
表 1: 女性内衣相关上市公司、企业、品牌	4
表 2: 近年来内衣行业重大事件	10
表 3: 内衣消费品牌 CR10	12
表 4: 2018 年国内内衣品牌投融资情况	13
表 5: 内衣行业样本组合	14

1 内衣行业概况

1.1 贴身衣物内涵丰富

内衣一般被称为人的“第二层皮肤”，广义来说，包括女性内衣、内裤、暖衣、家居服、睡衣、袜类等诸多贴身衣物，狭义而言一般指女性内衣，包括但不限于文胸、塑性内衣、运动内衣等。相对于其他服装类商品，内衣尤其是女性内衣具备一些特有要素：1) 颜色、尺码、杯型多，高 SKU；2) 高性能纤维以及弹性织物、蕾丝使用广泛；3) 需要不断的高研发高投入来保证产品的触感、舒适性及合身性；4) 季节性、周期性相对较弱，实穿度高。

1.2 参与者增加，市场热度提升

目前，我国以内衣为主营业务的上市公司主要分为两类，一类侧重产品及渠道，如安莉芳、都市丽人、维秘、汇洁等；一类侧重中上游的面辅料供应，如超盈国际、维珍妮等。另外，还有部分规模效应较为突出、产业链相对比较完善的休闲、时尚服装企业已拓展产品品类，涉及或开始涉及内衣领域，如优衣库、海澜之家、太平鸟等。我国内衣市场规模仍有较大增长空间，在新零售大背景下，一些基于互联网发展起来的垂直平台、品牌开始展现出较强活力，部分品牌成功开始线下经营，如内外、倾惟。

表 1：女性内衣相关上市公司、企业、品牌

序号	主体	业务范围	相关品牌
1	安莉芳控股 (1388.HK)	主营：女性内衣、睡衣、泳衣等	安莉芳、芬狄诗、Comfit、E-bra、LIZA CHENG、IVU、安朵
2	都市丽人 (2298.HK)	主营：女性内衣、内裤、暖衣、家居服、塑身衣、袜子、内衣配饰等	都市丽人、欧迪芬、自在时光
3	汇洁股份 (002763.SZ)	主营：女性内衣、内裤、暖衣、家居服等	曼妮芬、伊维斯、兰卓丽、加一尚品、桑扶兰、乔百仕、秘密武器、土豆先生
4	L BRANDS (LB)	主营：女性内衣、内裤、泳装、香氛等	Victoria's Secret、PINK
5	Wacoal Holdings Corp (3591)	主营：女性内衣、内裤、暖衣、睡衣、泳衣等	华歌尔、铂尔西、Salute、IN CARAT、Remamma
6	Wolford (WLFDF)	主营：女性内衣、袜类、泳衣等	Wolford
7	Triumph Bancorp, Inc. (TBK)	主营：女性内衣、内裤	Triumph、Florale、Triaction
8	健盛集团 (603558.SH)	主营：女性内衣、内裤、暖衣、袜类等	俏尔婷婷、JS
9	超盈国际控股 (2111.HK)	主营：弹性织物面料、弹性织带、蕾丝	/
10	维珍妮 (2199.HK)	主营：内衣辅料、女性内衣等	维珍妮、媛秀
11	海澜之家 (600398.SH)	主营：男装、女装，并涉及家居服等领域	海澜优选
12	太平鸟 (603877.SH)	主营：时尚男女装，并涉及家居服等领域	乐町内衣、太平鸟巢

13	拉夏贝尔 (603517.SH)	主营: 时尚女装、男装, 并涉及内衣、家居服等领域	氧气 Bra (投资形式)
14	FAST RETAIL-DRS (6288.HK)	主营: 休闲服、家居服、女性内衣、内裤、暖衣、袜子等	优衣库
15	海恩斯莫里斯 (HMB.ST)	主营: 时尚男女装、运动服、内衣等	H&M
16	La Perla	主营: 女性内衣、泳衣、袜类、香氛等	La Perla、MALIZIA、MARVEL、GIORGIO PERLA、JOELLE
17	爱慕	非上市公司, 主营: 女性内衣、内裤、暖衣、家居服、泳衣等	爱慕、兰卡文、爱慕先生、爱美丽、爱慕儿童、慕澜、心爱、BECHIC、皇锦、宝迪威德、爱慕家品、爱慕运动、UM25
18	古今	非上市公司, 主营: 女性内衣、内裤、睡衣、家居服等	古今
19	内外	非上市公司, 主营: 女性内衣、内裤等	内外
20	倾惟	非上市公司, 主营: 女性内衣、内裤、睡衣等	倾惟

资料来源: 各公司品牌官网、财富证券

1.3 市场规模及占有率情况

根据咨询机构沙利文相关报告, 2014-2019 年全球内衣市场规模的年均复合增速在 7% 左右, 2019 年全球内衣市场规模的预测值在 4500 亿美元左右。中国的内衣消费市场增长迅猛, 近年来年均增速为低双位数 (约 20%), 目前市场规模约 2000 亿元, 其中, 女性内衣市场规模占比在 60% 以上。

行业集中度方面, 美日等发达国家的内衣优势企业, 优势企业的市场份额在 20% 以上, 而中国单个品牌的市场份额占比基本没有超过 10%。根据中国产业信息网的统计数据, 2008 年, 我国女性内衣 TOP5 市场份额占比合计约 24%, 2013 年该比例上升至 32% 左右, 2015 年上升至 36% 左右。从数据来看, 我国女性内衣品牌的市场份额正在提升中。

图 1: 内衣市场规模及相关优势企业市场份额情况



资料来源: Frost&Sullivan、中国纺织经济信息网、财富证券

我们统计了近年来的女性内衣销售排名情况，由于样本、统计口径及主体的不一样，目前排名及市占率尚无权威数据印证，但行业头部品牌的稳定性相对较高。

图 2：我国市场份额相对较大的女性内衣品牌（排名不分先后）



资料来源：各公司官网、财富证券

2 国外内衣产业格局加速变换

2.1 国外优势内衣企业分析

1) 美国维密：创新+品牌力

“维多利亚的秘密”于 1977 年创立于美国，并于 1998 年被美国知名中高档服装生产商 Limited Brands 集团（股票代码：LB.N）收购。维秘目前是美国市占率第一的内衣企业，旗下主要有“Victoria's Secret”、“PINK”等品牌，产品包括女性文胸、内裤、睡衣、香氛、配饰、成衣等。自 1994 年起，“维多利亚的秘密”开始举办大型时装内衣秀，由来自世界各地的超模演绎的“Victoria's Secret Fashion Show”已经成为目前全球最具影响力的内衣时尚盛会，每年发布的天价“Fantasy Bra”更是引发高度关注。

维秘取得成功的因素我们认为主要有两点：

1) 创造性地将性感美艳注入品牌 DNA，品牌命名以及品牌 VI 也极具特色，在过去男性视角占据主流地位的相当一段时间里，品牌发展有一定的品类机会窗口期；

2) “维秘秀”让品牌保持了持续且较高的曝光度和话题度，多种主题、表演嘉宾以及来自世界各地不同国家、种族的“维秘天使”等共同构建了一种趋于包容性的维秘文化，不同的消费者均能找到一定认同感。

图 3：维秘秀（2017 年上海）天使合影



资料来源：Dipsy 迪西微博、财富证券

图 4：维秘标志性粉红色门店 VI



资料来源：维秘官方微博、财富证券

2) 日本华歌尔：品牌矩阵完善+市占率较高

华歌尔于 1949 年创立于日本，并于 1984 年上市（股票代码：3591/WACLY.OO）。华歌尔目前是日本市占率第一（约 40%）的内衣企业，集团旗下品牌矩阵完善，细分品牌数量近 50 个，包括“Wacoal”、“une nana cool”、“salute”、“wing”等，产品包括女性文胸、内裤、睡衣、家居服、成衣、泳衣、袜类、男士内衣、婴童内衣等。主品牌“Wacoal”目前针对不同女性内衣、新娘内衣、母婴内衣、孕产服等品类设立了近 10 个附属子品牌。

我们认为华歌尔取得成功的因素主要有两点：

1) 品牌矩阵完善，规模效应明显。集团旗下有近 50 个品牌，涉及女性、男性、婴童贴身衣物；女性内衣品牌细分化，覆盖少女、成年、新娘、孕产等多个女性年龄阶段。

2) 品牌成立时间较长，持续的高研发让企业保有数据资产的优势，产品市场渗透率较高；同时由于研发样本的选择影响，产品在亚洲人群中接受度较高。

图 5：Wacoal 旗下部分女性内衣品牌



资料来源：Wacoal 官网、财富证券

图 6：Wacoal 主品牌下细分品类



资料来源：Wacoal 官网、财富证券

3) 意大利 La Perla：高端定位+工艺精湛

La Perla 于 1954 年创立于意大利 Bologna，Bologna 这个城市是欧洲数百年的丝绸及

高端面料制作中心，创始人 Ada Masotti 经过该地女性胸衣学校的专业培训，设计注重原创和顶级手工艺艺术，产品定位国际高端市场。目前，La Perla 是国际知名的奢侈内衣时尚品牌，并致力于成为一个生活方式品牌。目前旗下拥有“La Perla”、“MALIZIA”、“MARVEL”、“JOELLE”等品牌，产品包括女性文胸、内裤、睡衣、泳衣、成衣等。

我们认为 La Perla 成功的主要因素主要有二：

1) 意式风情的高贵调性保持度较高。品牌坚持了一贯的面辅料的严格筛选和高品质的手工工艺，高品级蕾丝、真丝、纱线产品迭代能力高，能够跟随身体移动保持轮廓吻合的 Leavers 蕾丝、高弹力纱线等产品相继研发并投用。

2) 具备向生活方式品牌转型的潜力。品牌调性在过去 60 余年的发展中保持较好，近年来推出的内外衣（内衣外衣一体化、内衣外穿等）、高级定制服装、家居等产品市场反响较好，在 KOL 营销、跨界合作等方面表现可圈可点。

4) 奥地利 Wolford: 极致单品

Wolford 于 1950 年创立于奥地利，并于 1995 年在维也纳证券交易所上市（股票代码：OL.VI）。目前公司旗下产品包括高端内衣、连体衣、泳衣、女装和配饰等。公司的内衣以及紧身衣产品采用 VELVET 纱线，该种纱线呈现多毛细孔的柔软特性，产品穿着舒适度高、贴合性强。公司的丝袜产品闻名业界，据不完全统计有 11 大类近 200 个丝袜单品，AURA 系列的纤度最小可达 5DEN。

我们认为 Wolford 取得成功的主要原因有二：

1) 对原辅料的高要求以及无缝织造等工艺的不断优化，使得公司产品具有较高的舒适度，经过多年的技术基础积累，产品市场竞争力强、品牌价值高；

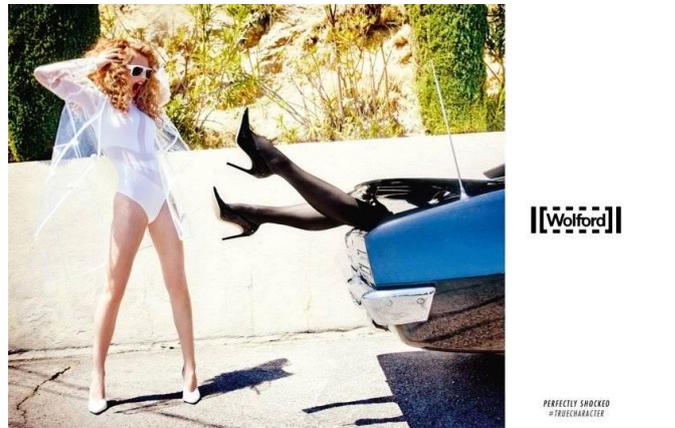
2) 公司的主要产品丝袜、连体衣等，是女性穿戴、更换频次较高的单品，市场需求稳定，且公司产品多呈现为低饱和的高级通勤色系，搭配场景多，客户粘性较高。

图 7: LaPerla 的 Maison 系列女性内衣系列工艺



资料来源: LaPerla 官方微博、财富证券

图 8: Wolford 产品海报



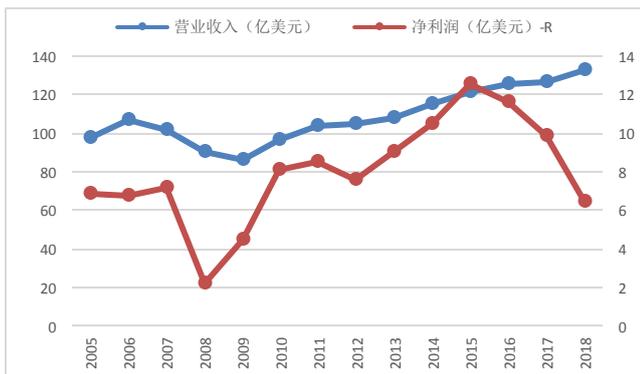
资料来源: VOGUE 时尚画报、财富证券

2.2 市场加速整合，近年来并购重组增多

近年来一些国际传统内衣巨头业绩出现下滑，市场并购重组也较多，行业格局变化较明显。

在LB集团中维秘的业绩占比约62%，LB集团财报数据基本可以反映维秘的业绩变化。近3年LB收入端稳定增长，但利润下滑明显。2018年，LB集团实现营业收入132.37亿美元，同比增长4.78%；实现净利润6.44亿美元，同比下降34.50%。

图 9：LB 集团业绩规模情况



资料来源：wind、财富证券

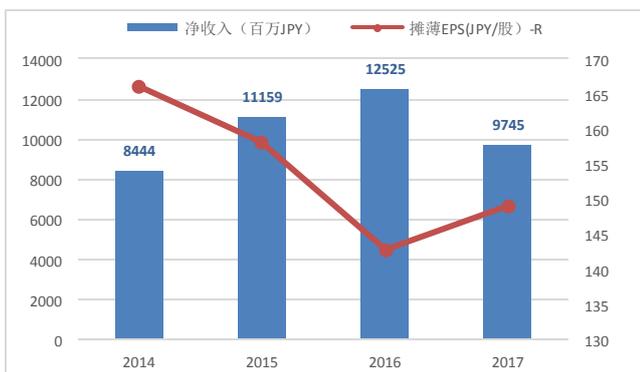
图 10：LB 集团净利润增速下滑情况



资料来源：wind、财富证券

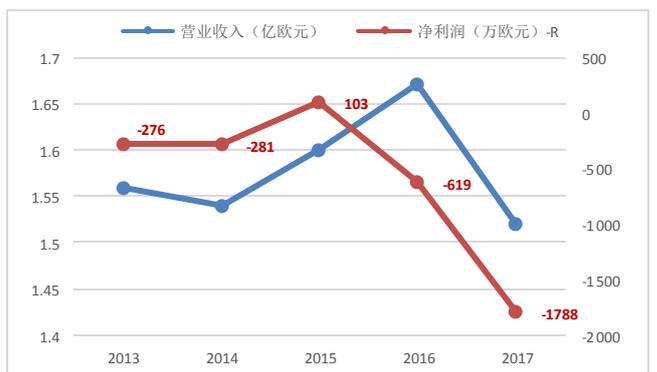
华歌尔的利润在2017年也出现了22%的下滑，但受益于在日本、台湾等地的市场份额稳定且较高，以及全球化布局战略进展较为顺利，公司的业绩波动不算特别大。意大利奢侈内衣品牌La Perla近年来销售收入持续减少，2017财年数据显示品牌销售额为1.4亿欧元，未实现盈利。奥地利Wolford近两年收入、利润双降，2018年继续下调2018财年的财务预期。

图 11：华歌尔业绩情况



资料来源：英为财经、财富证券

图 12：Wolford 业绩情况



资料来源：wind、财富证券

就国际传统内衣企业的业绩下滑问题，我们的观点如下：1) 在女性自我诉求的提升中，自我尊重、接受、认同的女性情感文化不断重塑，衍生出多元的消费场景需求，客户消费选择出现分化；2) 成熟市场加速整合，细分领域新兴品牌大量涌现，挤占存量市场，而国际传统内衣企业由于规模、定位、创始人家族与经营者磨合、渠道老化等在诸

多因素，经营策略调整节奏相对较慢；3) 部分企业的业绩表现并不能完全反映其品牌价值，国际传统内衣企业仍保有较强的市场竞争力。

由于行业相对成熟，需求变化导致行业整合加快，近 1 年来行业并购重组较多，差异化新兴品牌也开始涌现。

表 2：近年来内衣行业重大事件

序号	事件
1	2018 年 2 月，荷兰阿姆斯特丹私募股权投资公司 Sapinda Holding B.V. 从意大利企业家 Silvio Scaglia 手中购得 La Perla 母公司 La Perla Global Management (UK) Limited (下文简称 La Perla) 100% 股权。
2	2018 年 5 月，复星产业控股有限公司自创始人家族购得 Wolford 的 51% 股权并进行增资，耗资约 5500 万欧元。
3	2018 年 5 月，以色列服装制造商 Delta Galil Industries, Ltd. 宣布收购法国内衣集团 Eminence SAS 及其子公司，包括旗下 Eminence、ATHENA、Liabel 等品牌。
4	2018 年 8 月，Sapinda Holding B.V. 以 2500 万美元，投资纽约内衣时尚和生活方式品牌 Naked。Naked 创立于 2010 年，除电商外，其产品还在全球 44 个国家的 6000 家百货商店中出售。
5	2018 年 9 月，Rihanna 的个人内衣品牌 Savage x Fenty 在纽约时尚装举办首秀，该品牌产品品类共 90 余款，品牌同步还推出了年度付费会员计划。
6	2018 年 10 月，沃尔玛宣布收购互联网内衣零售商 Bare Necessities，以加强公司在文胸、泳装和塑身衣等品类的线上快速增长。
7	2018 年 11 月，互联网内衣品牌 ThirdLove 在纽约时报以公开信的形式抨击维秘前首席营销官的争议言论，创造于 2013 年的 ThirdLove，致力于服务不同身材和肤色的女性用户，为消费者提供丰富的尺寸和颜色选择，单品尺码超 70 个。2019 年 ThirdLove 再获 5500 万美元融资。
8	2019 年 1 月，法国百年蕾丝生产商 Noyon Dentelle 正式提交破产保护申请。

资料来源：华丽志、财富证券

2.3 他山之石可以攻玉

国际内衣巨头的发展历程以及行业格局的变化，对目前正处于成长阶段的我国内衣行业具有重要参考意义。我们认为如下几点需要强调：

1) 行业处于成长的市场阶段时，市场份额的提升仍是关键。在细分品类市场竞争中，市占率的提升往往意味着业绩规模的迅速增长、行业话语权的增强、平滑市场风险的能力提升。2) 单品类供应商的生存需兼具需求刚性和规模优势。在女性内衣领域，蕾丝、弹性花边、丈根等单品类供应商并不少见，但在整个纺织服装领域中，这些单品类的适用范围相对较窄，经营的稳定性也相对较弱。对于这种品类，中下游较为稳定的需求和其较高的市场份额，是保证其生存及稳定经营的两个重要因素。3) 消费视角变化，女性自我诉求的不断提升，细分领域新兴品牌品类受青睐。对于女性形体的美学欣赏，近年来已有较为明显的视角转变趋势，“性感、魅惑”的男性视觉主导因素开始逐渐被“真我、自然”的女性视觉主导因素所改变、替代。应运而生的薄杯、无钢圈内衣等细分品类开始备受青睐，低饱和色系受众也越来越广。4) 女性内衣作为贴身衣物，最终仍是“品质说话”。女性内衣是贴身衣物中占比最大的一个品类，女性对内衣的感受复杂且敏感，包括但不限于对其柔软、蓬松、光滑、刺痒、保湿、冷暖的感知，产品品质至关重要。5)

女性内衣大且分散的市场规模，使得营销策略的及时调整极有必要。女性内衣穿戴的适龄区间为 15-64 岁，在这个年龄区间里又包括少女、成年、婚礼、孕产、塑形、运动休闲等多个穿戴场景，加之女性内衣的穿戴和更换频次较高，整个行业的市场规模大且分散。针对不同地域、不同品类、不同细分需求等及时调整营销策略极有必要。

3 国内内衣行业中高速增长可期

3.1 产能分布着重看广东、越南

就我国内衣产业的区域分布来看，国内目前主要集中在广东、长三角以及北京等地。广东地区是目前我国内衣产出最大的地区，其中又以汕头、佛山等地较为出名。海外的内衣产能分布我们着重看越南，目前侧重内衣中上游面辅料供应的企业（如超盈国际、维珍妮）均在越南设有产能，规模效应进一步扩大。

图 13：我国内衣企业区域分布情况



资料来源：财富证券

3.2 行业集中度仍在提高，未来中高速增长预计可持续

目前国外优势内衣企业在当地的市占率大都超过 20%，而我国内衣单一品牌的市占率均未超过 10%，但从近年来的数据来看，我国女性内衣行业的行业集中度持续提升。2008 年，我国内衣品牌 CR5 的市占率约为 24%；2013 年，该比例提升至 32%；2015 年，该比例提升至 36%；目前，该比例我们预测约为 40%。

天猫综合复购率、销售额以及客单价等多种因素，得出了目前天猫女性内衣前十榜单。我们认为在当前的市场阶段，单一品牌的发展具有天花板效应且有单一品牌经营风

险，多品牌运营的企业集团，在行业集中度提升的过程中会优先受益。

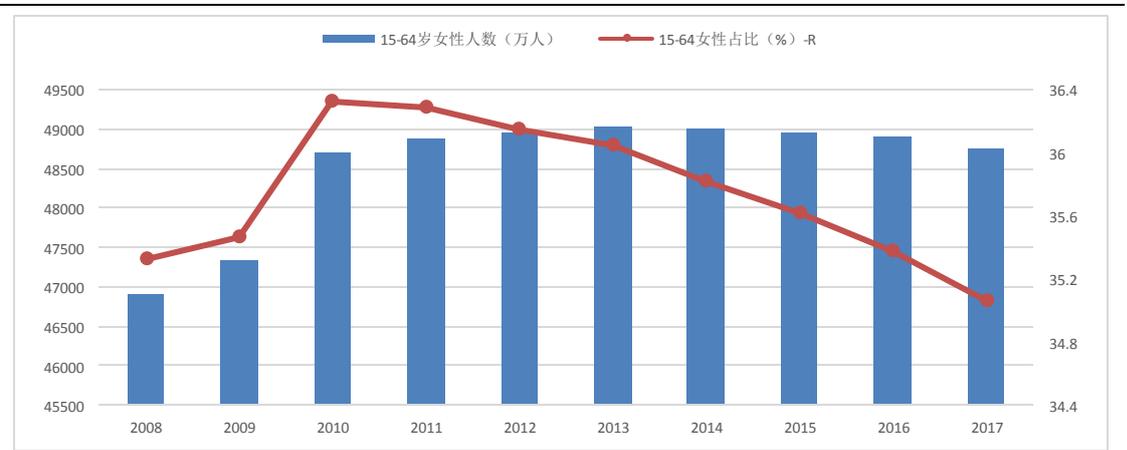
表 3：内衣消费品牌 CR10

女性内衣 CR10		无钢圈内衣 CR10	
No.1	曼妮芬	No.1	曼妮芬
No.2	爱慕	No.2	加一尚品
No.3	黛安芬	No.3	润微
No.4	古今	No.4	优衣库
No.5	歌瑞尔	No.5	都市丽人
No.6	华歌尔	No.6	铂依兰
No.7	加一尚品	No.7	内外
No.8	都市丽人	No.8	千奈美
No.9	润微	No.9	歌瑞尔
No.10	维秘	No.10	古今

资料来源：《天猫内衣消费趋势》、财富证券

我们认为，对于内衣行业来说，我国的人口红利尚未完全发挥。首先，我国适龄女性人口基础庞大。14-65 岁我们认为女性的内衣穿戴适龄阶段，目前我国该年龄区间的女性基本稳定在 4.85 亿人以上，内衣消费具备较好的人口基础。其次，我国女性对内衣的消费整体呈现升级态势，对不同场景的穿戴需求逐渐增长，随着人均可支配收入的提升以及消费观念的改变，我国内衣人均支出也有望继续增长。综上，我们认为未来整个行业预计将保持中高速增长。

图 14：内衣穿戴适龄女性数量及占比情况



资料来源：国家统计局、财富证券

3.3 网生品牌展现出惊人活力

目前国内内衣行业的市场集中度仍在提升，传统企业偏向多品牌多品类发展，细分领域的网生品牌崛起迅速，并展现出惊人活力。

表 4：2018 年国内内衣品牌投融资情况

序号	品牌 LOGO	品牌名称	融资轮次	融资时间 (最近一次)	融资额 (最近一次)	投资方 (最近一次)
1		内外	B+轮	2018 年 4 月	6000 万元	华强资本
2		氧气	B+轮	2018 年 3 月	未公布	拉夏贝尔
3		倾惟	A 轮	2018 年 3 月	3000 万元	远镜创投 今日资本
4	Ubras	Ubras	A 轮	2018 年 8 月	5000 万元	今日资本
5		茵曼	Pre-A 轮	2018 年 6 月	1000 万元	梅花创投
6		里性	暂未获投	INNOBRAND 决赛第四名，目前已进入孵化器		

资料来源：IT 桔子、财富证券

据不完全统计，仅过去 1 年，国内内衣行业就有约 2 亿元的投融资金额。纵观各发展比较顺利的网生品牌，我们认为主要有以下几个特性：

1) **品牌名称更容易让消费者产生东方文化的认同感。**目前行业市占率较高的内衣品牌名称里多有“芬”、“安”、“妮”、“奥利”等字眼，品牌读音有较浓厚的西方语言色彩。但新兴网生品牌的名称，多基于中文语境，品牌名称的读音让消费者较容易产生文化认同感，整体调性有所区别。

2) **品牌差异化明显，产品迭代能力较强。**目前国内发展较好的网生品牌，定位各有不同，有侧重轻奢和内衣时装化的，也有侧重数据定制的，也有侧重极致单品的，整体来看，品牌差异化明显，受众虽小但忠诚度、复购率较高；同时其产品迭代能力较强，支撑了品牌的延续。

3) **渠道及营销的创新。**网生品牌的线上营销多会采取主题、热点等场景化的文案，增加素人模特、体验师，加强与消费者的互动，Z 世代、Y 世代接受度较高；成功实现从线上到线下的品牌，实体门店多选择了一线或新一线城市的中高端商圈，门店周边即是时装店，而不是传统的内衣区；新兴网生品牌对营销的敏感度极高，宣传方面，比较注意调性和营销之间的平衡。

图 15：内外内衣六周年“一室之内”艺术秀



资料来源：华丽志、财富证券

图 16：氧气 Bra 与作家安东尼的联名款



资料来源：氧气 APP、财富证券

4 相关上市公司业绩分析

我们选取了 A 股、港股主要的 6 家公司作为内衣行业样本组合，以此为基础来进行相关分析。

表 5：内衣行业样本组合

序号	代码	公司简称
1	002763.SZ	汇洁股份
2	603558.SH	健盛集团
3	2111.HK	超盈国际控股
4	2199.HK	维珍妮
5	1388.HK	安莉芳控股
6	2298.HK	都市丽人

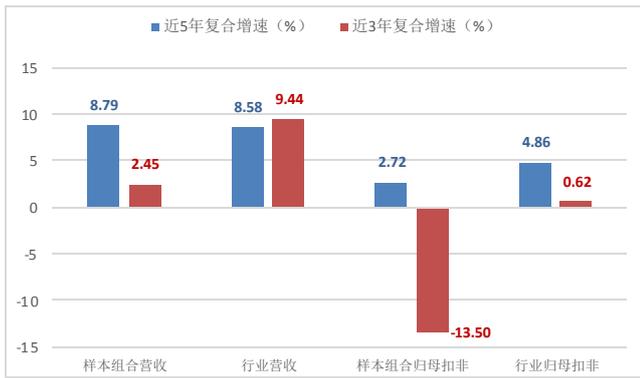
资料来源：wind、财富证券

4.1 并表因素和权重股表现稳定拉动行业业绩规模增长

近年来，内衣行业竞争不断加剧，优势企业市占率提升的同时，也面临了品牌自身在渠道、产品结构上深度调整的问题。对比样本组合与行业整体（SW 纺织服装）业绩规模的复合增速，可以发现内衣行业的营收规模增长逐渐放缓，扣非归母净利润的表现一直不及行业（SW 纺织服装）。整体来说，内衣企业的调整节奏较大众品牌服饰略慢，企业未来的表现预计趋于分化。

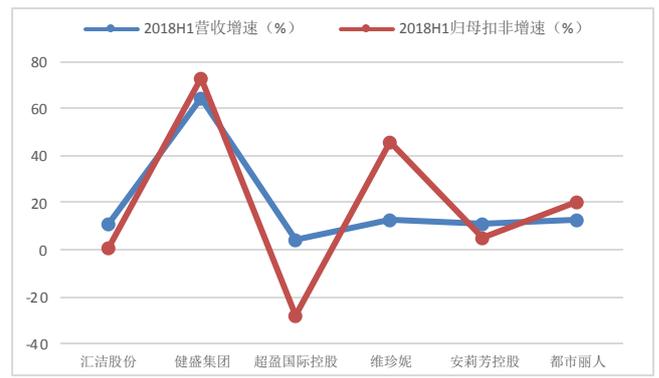
2018 年以来，内衣行业业绩有所回暖，样本组合的业绩成长优于行业（SW 纺织服装）。2018H1，样本组合营业收入同比增长 14.26%，该增速高于行业（SW 纺织服装）2.85 个百分点；归母扣非净利润同比增长 11.50%，增速高于行业（SW 纺织服装）1.24 个百分点。其中，健盛集团由于俏尔婷婷并表业绩大幅增长，权重成分维珍妮和都市丽人增长稳健。

图 17：样本组合与行业业绩规模复合增速情况



资料来源：wind、财富证券

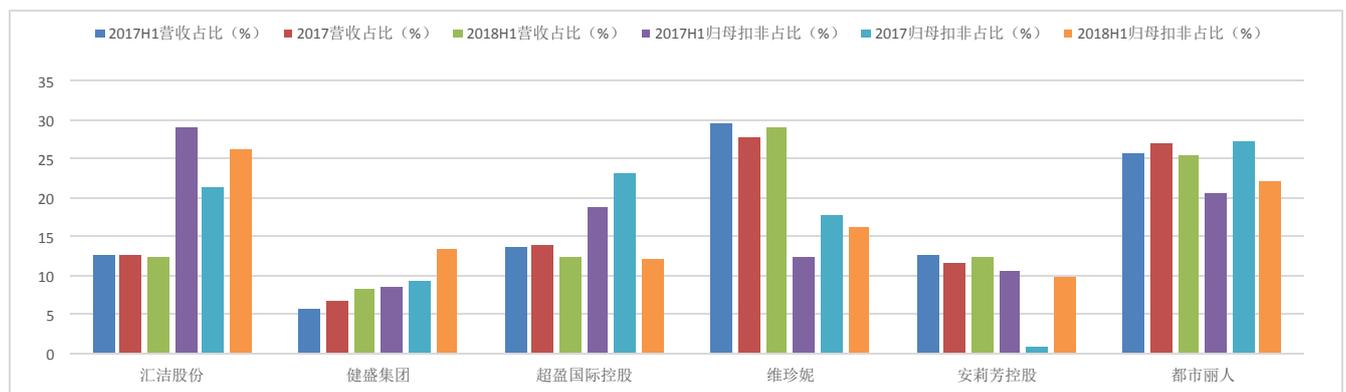
图 18：样本组合成分股 2018 年以来业绩增速



资料来源：wind、财富证券

从业绩规模占比（单个企业与样本组合合计之间的占比）来看，收入端占比变动不大，但归母扣非净利润表现较分化。

图 19：样本组合成分股业绩规模占比情况



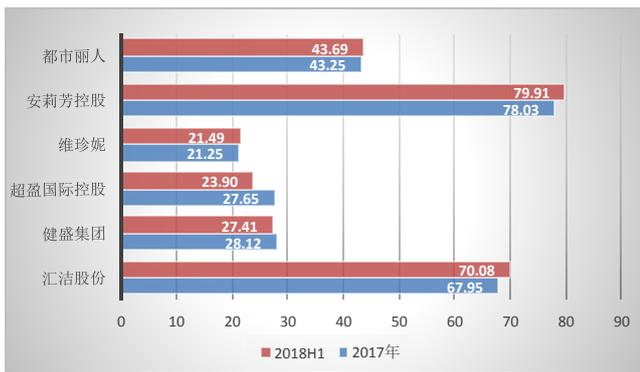
资料来源：wind、财富证券

4.2 产品结构影响毛利率表现

各内衣上市企业主营业务侧重点各有不同，偏向终端产品生产销售的公司的中，安莉芳以及汇洁股份的毛利率相对较高，安莉芳和曼妮芬分别是上述两家公司的旗舰品牌，产品定位中高端，附加值更高且业绩占比较大。都市丽人品牌定位大众消费，产品毛利率处于行业中游水平。健盛集团的内衣产品线侧重无缝内衣，由于多是 ODM 业务，产品毛利率相对较低，仅为 30% 左右。维珍妮和超盈国际承担的多是下游终端产品的专业供应商角色，在产业链的位置偏中游，毛利率在 22% 上下的水平。

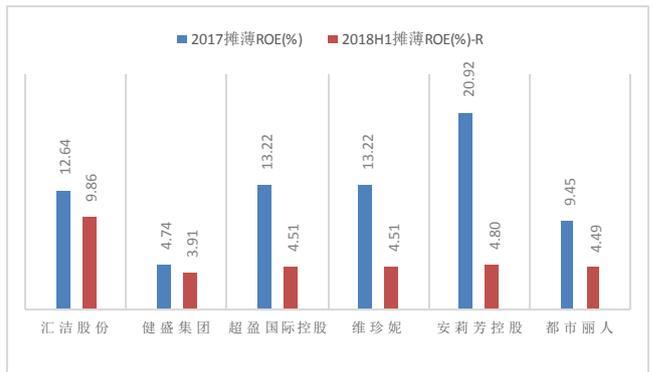
以杜邦分析法看净资产收益率，我们发现上市内衣企业的总资产周转率普遍高于行业，净利率表现与公司经营密切相关，财务杠杆水平各有不同。整体来说，汇洁股份、健盛集团、都市丽人的净资产收益率水平相对较好且较稳定。

图 20：上市内衣企业毛利率情况



资料来源：wind、财富证券

图 21：上市内衣企业 ROE 情况



资料来源：wind、财富证券

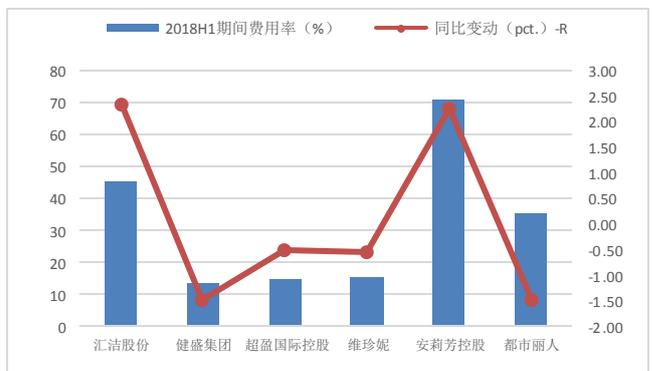
样本组合内企业营业成本增长和控费水平保持相对稳定。

图 22：样本组合成本费用增速情况



资料来源：wind、财富证券

图 23：样本组合期间费用率情况



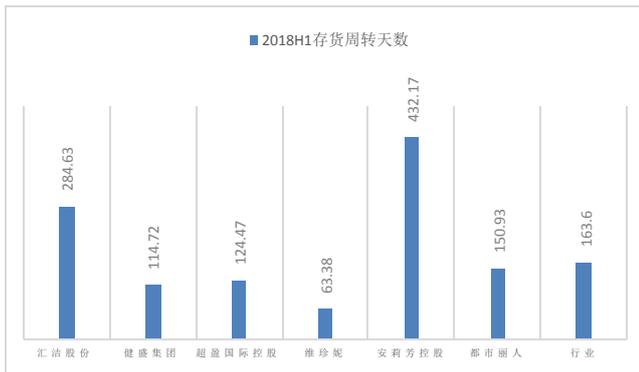
资料来源：wind、财富证券

4.3 存货占比较高，对下游的议价能力表现分化

相对于其他服装产品而言，内衣的季节性和周期性相对较弱，可销售时间较长，存货在总资产中更高的占比以及比行业更长的存货周转天数符合产品特性。从近年来的数据看，汇洁股份、健盛集团、安莉芳控股、维珍妮的存货周转不断加快。

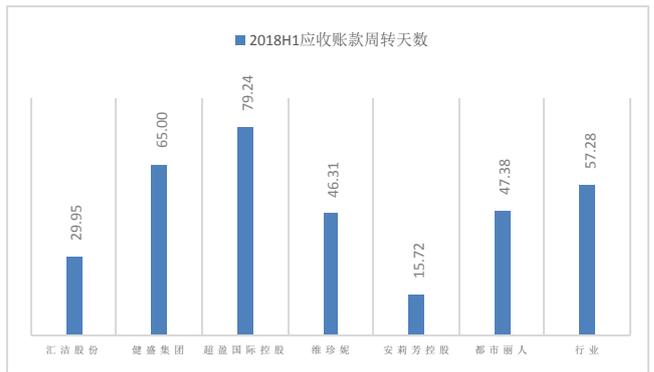
应收账款方面，从应收账款账面价值增速与同期营收增速的比较来看，各企业对下游的议价能力有所区别；都市丽人在 2017 年和 2018H1 的应收账款同比额增速均远高于同期营收增速，渠道端承压明显。样本组合企业的应收账款周转基本处于行业中游水平，安莉芳控股和汇洁股份的企业回款能力相对较好。

图 24：样本组合存货周转情况



资料来源：wind、财富证券

图 25：样本组合应收账款周转情况



资料来源：wind、财富证券

4.4 资产负债结构较理想，偿债能力指标佳，现金流表现波动较大

从资产负债率来看，除了超盈国际、维珍妮这种偏制造端的企业，其他公司的资产负债率都远低于行业（SW 纺织服装）45%左右的水平，资产负债结构较为理想，同时流动比率、速动比率等偿债能力指标水平较好。

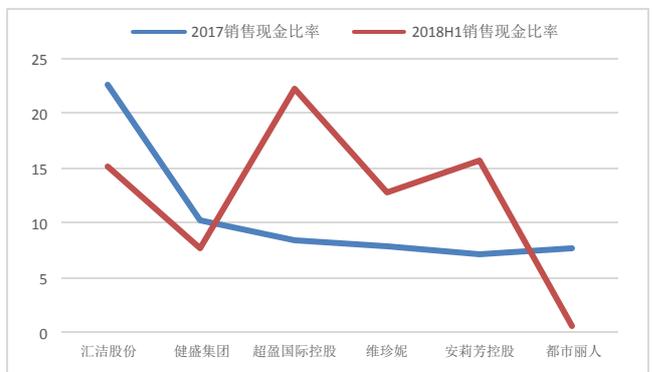
现金流方面，组合内多数企业的经营性现金流稳定性和均衡性不是很好，从销售现金比率的变化也能看出，企业获取现金的能力波动较大。

图 26：样本组合资产负债率情况



资料来源：wind、财富证券

图 27：样本组合销售现金比率情况



资料来源：wind、财富证券

5 投资观点与重点标的

5.1 “同步大市”评级

贴身内衣是纺织服装的一个细分品类，其穿戴和更换频次高，需求偏刚性，抗周期性较强。海外内衣市场经过多年发展已较为成熟，目前由于消费群体重心转移以及全球化布局等因素，并购重组动作频出。国内内衣市场目前仍处于成长期，虽然部分品牌知名度较高，但整个市场的集中度仍然偏低；传统内衣企业通过多品牌多品类的布局，平滑经营风险，优化产品结构，但实践中仍面临着较大的品牌、渠道升级问题；同时国内

网生内衣品牌展现出了惊人活力，对线下渠道占比较大的传统企业造成了不小的冲击。总体来说，目前国内外内衣行业格局正在加速变化。

我们认为，国内内衣市场未来将保持中高速增长，我国内衣适龄穿戴的庞大人口基础、不断增长细分的女性内衣场景化穿戴需求以及家居服、男性内衣市场的亟待开发等诸多因素，预计都将对市场规模增长形成较强的支撑作用。从内衣企业样本组合的业绩表现来看，近年来业绩表现不及行业。部分企业经营策略调整较慢，业绩规模和盈利能力下降明显，但也有部分在产业链上具备护城河效应的优势企业实现了稳健的增长。我们认为目前整个内衣行业的报表还在不断修复，盈利能力和现金流水平仍有待提高，综合考虑，决定给予行业“同步大市”评级。具体标的，建议关注成长空间确定、业绩稳健、现金流水平较好的品种。

5.2 重点标的：健盛集团（603558.SH）

推荐理由：

1) 棉袜、无缝内衣细分领域制造龙头，规模优势明显。公司目前棉袜产能约3亿双，在越南的棉袜产能持续爬坡，预计未来5年内棉袜总产能将增至4亿双以上。2017年公司重大资产重组，并购的无缝内衣制造商俏尔婷婷于三季度并表，业绩不断增厚。公司作为棉袜、无缝内衣双主业发展的专业制造供应商，下游客户稳定，有一定的订单选择能力，规模优势明显。

2) 报表质量高。公司棉袜的收入和利润近5年的复合增速都在10%左右，俏尔婷婷作为优衣库、迪卡龙等国际品牌的上游供应商，每年贡献的收入约4亿元、净利润约7000万，其并表为公司业绩成长带来了更多的弹性空间，2017以及2018年以来公司的业绩增速也印证了公司较好的成长能力。同时，公司产品的毛利率稳定，净利率较高，控费水平优秀，存货及应收账款周转情况良好，现金流表现不断提升，报表质量较高。

3) 安全边际有所提升。未来公司成长确定性较高，结合业绩表现，目前21倍左右的估值偏低。公司于2018年实施员工持股计划进行利益绑定，并在股价及估值持续回调的情况下推出了3亿元（顶格）的股份回购规划。

业绩表现：

2018Q1-Q3，公司实现营收11.44亿元，同比增长50.39%；实现归母净利润1.74亿元，同比增长63.66%；实现归母扣非净利润1.47亿元，同比增长67.59%；EPS为0.42元，同比增长50%；毛利率为28.26%，同比下降0.85个百分点；净利率为15.18%，同比提升1.23个百分点。根据近日发布的业绩预增公告，2018年，公司预计实现归母净利润1.97-2.42亿元，同比预计增长50-90%；预计实现归母扣非净利润1.76-2.13亿元，同比预计增长90-130%。

评级及盈利预测：

给予“推荐”评级。预计公司 2018-2020 年营收分别为 15.93/18.91/21.28 亿元，归母净利润分别为 2.17/2.62/3.01 亿元，EPS 分别为 0.52/0.63/0.72 元，当前股价对应 PE 分别为 19.92/16.44/14.39 倍。

风险提示：项目投产不及预期；消费疲软；大客户流失风险；汇率风险等。

5.3 重点标的：汇洁股份（002763.SZ）

推荐理由：

1) 品牌市占率较高，产品结构具有优势。公司目前旗下拥有 8 个内衣品牌，定位不同目标群体。旗舰品牌曼妮芬国内市占率最高，电商品牌加一尚品近年来发展迅猛，桑扶兰的收购未来将增厚业绩，陆续推出的两个男士内衣品牌乔百仕和土豆先生，旨在抢占男性内衣蓝海市场。公司主要产品女性文胸定位中高端，毛利率水平较高（73%左右），家居服、睡衣等其他品类业绩占比提升，多品牌多品类经营策略推进较顺利。

2) 研发设计优势突出。公司与西安工程大学联合建立了内衣研究院，并展开产学研合作；与日本 JUKI 缝制研究中心联合建立了重机缝制研究中心。目前公司的专利数量（68 项）是同业可比企业中最高的，近年来公司研发费用与营业收入的占比保持在 3% 以上，持续的高研发投入对公司未来的产品结构优化及品质提升提供了强有力的支撑。

3) 子公司单独运营潜力品牌。由于性价比和产品标准化程度较高，公司电商品牌“加一尚品 Coyeee”近年来发展迅猛，拉动公司电商业务占比提升至 30% 左右。电商业务和线上品牌的进一步发展对公司应对网生品牌挑战、平滑经营风险具有重要意义，2017 年末公司成立子公司单独运营加一，并以股权激励形式紧密绑定负责人及核心管理人员。

业绩表现：

根据公司发布的 2018 年业绩快报，2018 年，公司实现营业收入 23.55 亿元，同比增长 10.22%；实现归母净利润 1.66 亿元，同比下滑 25.48%；EPS 为 0.43 元，同比下滑 24.56%。公司 2018 年业绩下滑的原因主要有二：1) 汕头曼妮芬产能搬迁关闭产生的非经常性损益金额近 5000 万，对当期利润影响较大；2) 2018 年公司加大了对直营渠道的优化力度，同时增加了线上业务和经销业务的投入，成本费用增速较高。

评级及盈利预测：

给予“谨慎推荐”评级。预测公司 2019-2021 年营收分别为 27.08/29.24/31.15 亿元，归母净利润分别为 2.40/2.69/2.96 亿元，EPS 分别为 0.62/0.69/0.76 元，当前股价对应 PE 分别为 20.74/14.39/12.93 倍。

风险提示：新品牌运营不及预期；多品牌战略推行不及预期；渠道调整优化不及预期；消费疲软等。

6 风险提示

消费疲软；品牌、渠道调整不及预期；产能投放不及预期；原材料价格剧烈波动；汇率风险等。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438