

纺织服装行业

20 年 200 倍还是太少

—— 平价时尚服饰巨头 H&M 的牛股神话

研究结论

- 总部位于瑞典的 H&M 是目前全球最具重量级的品牌服饰企业之一。H&M 成立于 1947 年，“一流的设计，二流的面料，三流的价格”是消费者对 H&M 平价时尚的理解。截止 2010 年底公司在 38 个国家拥有超过 2200 家门店，2010 年的营业收入超过 1000 亿元人民币，公司总市值超过 3000 亿元人民币，是斯德哥尔摩证券交易所市值最大的公司。
- 作为全球品牌服饰行业的巨头公司，H&M 以持续快速增长的业绩创造了资本市场的神话，20 年时间其股价上涨 270 倍，为投资者提供了极其丰厚的超额收益。数据显示，在 1990——2010 年的二十年间，公司营业收入和净利润年复合增长率分别为 15.98% 和 25.63%，相应的公司股价的年复合增长率高达 32.53%，业绩的持续快速增长成为带动股价持续上涨的最重要因素。而且从公司历年的估值水平变化趋势看，随着公司品牌影响力和经营业绩的增长日益得到市场肯定，其估值水平不断提高，投资者实际分享到了 EPS 超预期增长和 P/E 不断提升带来的股价双重增长。
- 我们认为公司成功的关键因素包括其特色鲜明始终如一的商业理念——“以最优的价格，提供时尚与品质”、全力打造的一流品牌形象和丰富高效的渠道拓展模式等。具体表现为如下几点（1）品牌诞生乃至其后的成长发展要充分契合并引领当时当地社会消费的潮流。（2）品牌具有鲜明的特色和明确的客户人群，同时随着时间的流逝还要有持续稳定的提升。（3）强调设计和产品系列的不断丰富（包括市场的多品牌策略等），这是获得更高平效或者说持续同店增长的最佳途径之一。（4）在成长阶段，抓住每一次的市场机会，进行高速扩张，从而进一步巩固和提升其市场地位。（5）一直坚持直营大店为主的渠道模式，高效运作的直营大店也是推动公司销售规模和盈利能力明显超越同行竞争对手的重要途径之一。（6）强大而富有创新元素的供应链系统是保证公司经营高效运转的基石。（7）对新商业模式的不断探索是公司始终保持生命力的重要原因之一。
- H&M 资本神话的借鉴意义：我们认为从全球范围看，大众休闲服是市场容量最大且增长可持续期最长的服饰子行业，在这个领域最容易产生巨头型的企业，ZARA、H&M 和 UNIQLO 等都是销售规模 1000 亿级别的企业，行业优秀公司的市值空间也具有巨大的容量，比如 H&M 的总市值已经在 3000 亿人民币以上。我们相信不久的将来，在学习国际同行、同时充分考虑中国本土商业消费特色的基础上，国内会涌现市值几千亿的品牌服饰企业。目前从国内服饰上市公司情况看，在行业属性上与 H&M 较为接近的公司主要有美邦服饰、森马服饰和搜于特，而从企业的经营模式和发展策略看，我们认为美邦服饰与之最为接近。维持对美邦服饰的“买入”评级。关注森马服饰（未评级）跌破发行价后的投资机会。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施红梅

纺织服装行业首席分析师

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010014

联系人

吴繁

wufan@orientsec.com.cn

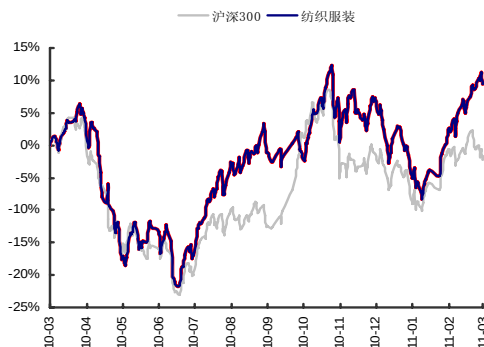
行业评级 看好 中性 看淡（维持）

国家/地区 中国/A 股

行业 纺织服装

报告发布日期 2011 年 3 月 22 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	6.02	1.99	10.12
相对表现 (%)	7.61	1.89	15.13

资料来源：WIND

相关公司盈利预测及投资评级

公司	2009	2010E	2011E	2012E	评级
美邦服饰	0.60	0.75	1.17	1.73	买入

相关研究报告

《寻找女鞋行业的潜力企业——百丽成功的启示及与星期六的对比》	2010 年 12 月 16 日
《坚定看好国内家纺行业——欧洲家纺巨头素琦 (Zucchi) 公司兴衰启示录》	2010 年 9 月 27 日
《美国梦的诠释者和中国梦的追随者——POLO 和七匹狼的比较研究》	2010 年 9 月 8 日
《优衣库之优——迅销公司成功探秘》	2010 年 8 月 17 日
《牛股是怎样炼成的——GAP 成长启示录》	2010 年 8 月 2 日

目 录

一、公司简介	4
1、欧洲服装零售巨头：HENNES&MAURITZ (H&M)	4
2、股价表现：20 年 200 倍还是太少	4
二、发展历程	6
1、1947—1968 年：主打平价特色获得市场认可	6
2、1969—1981 年：平价之中融入流行打开成功大门	7
3、1982—2003 年：全球化渠道快速扩张奠定行业巨头地位	7
4、2004 年—至今：高速增长期后的不断创新带来持续增长	8
三、H&M 的成功之道	10
1、“以最优的价格，提供时尚与品质”的商业理念	10
(1) 最优价格的实现	10
(2) 时尚的来源	11
(3) 品质的保证	12
2、全力打造的一流品牌形象	12
(1) 产品的多元化	12
(2) 专卖店的积极宣传	14
(3) 多元化的品牌推广	14
3、丰富高效的渠道拓展	15
(1) 持续增长的直营专卖店是公司的核心渠道	15
(2) 邮购销售成为良好的辅助渠道	17
(3) 网购销打开新的市场空间	17
四、中国的 H&M 在哪里?	18

图表目录

图 1：2010 年公司主营业务收入的地区构成	4
图 2：1990-2010 股票价格走势	5
图 3：1990-2010 年公司经营业绩与股票价格走势	5
图 4：1990-2010 年公司估值水平的变化趋势	6
图 5：1947 年的 Hennes	6
图 6：1990-2003 年渠道快速扩张推动公司收入和盈利持续增	8
图 7：H&M 在全世界的门店分布	9
图 8：H&M 从构思到门店流程图	10
图 9：H&M 的“时尚三角”	11
图 10：奥巴马夫人身穿 H&M 服装录制电视节目	13
图 11：第五大道旗舰店	14
图 12：Karl Lagerfeld for H&M	15
图 13：好莱坞罗斯福饭店墙外巨大的 H&M 海报	15
图 14：纽约涂有 H&M 广告的巴士在游走 SOHO	15
图 15：公司 1992-2010 年专卖店数量持续增长	16
图 16：1992-2010 年公司历年单店销售收入情况	16
图 17：H&M 在线	17
图 18：H&M 和美邦服饰直营毛利率的比较	20
表 1：H&M 和大牌设计师的合作历史	8
表 2：公司旗下主要品牌	13

一、公司简介

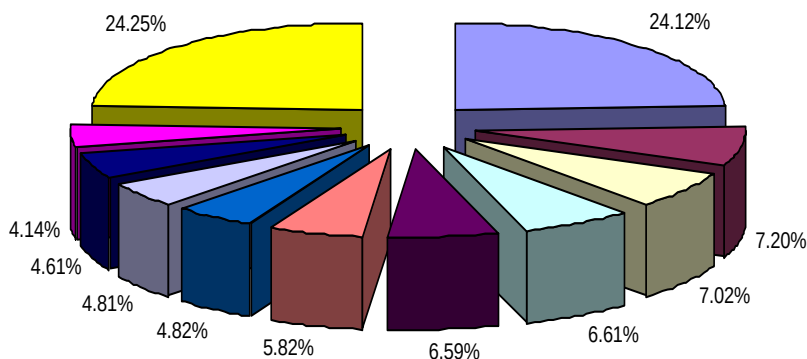
1、欧洲服装零售巨头：Hennes&Mauritz(H&M)

成立于 1947 年的服装零售企业 H&M 现今早已发展成为一个国际性的时尚品牌，其产品系列从最新流行服饰到现代基本款式，从成人男女装到婴幼儿童装，还包括配饰、鞋和化妆品等，几乎涵盖了各个方面。此外，H&M 以顾客为本，每天都有新产品在专卖店上架，力求让每一位顾客都能买到自己满意的商品。“一流的设计，二流的面料、三流的价格”是消费者对 H&M 平价时尚的理解。

H&M 的总部位于瑞典首都斯德哥尔摩，这里聚集了一批全瑞典最优秀的设计师，编织着时尚的梦想。公司在 38 个国家拥有超过 2200 家门店，在职员工约 87000 名，2010 年的营业收入达到了 1085 亿瑞典克朗（从目前汇率看，瑞典克朗与人民币几乎可以等同，以下不再重点说明）。从具体国别看，在公司营业收入中排名前列的国家主要有德国、法国、美国、英国、瑞典等国家，特别是对德国的销售高达公司销售总额的 24%。

图 1：2010 年公司主营业务收入的地区构成

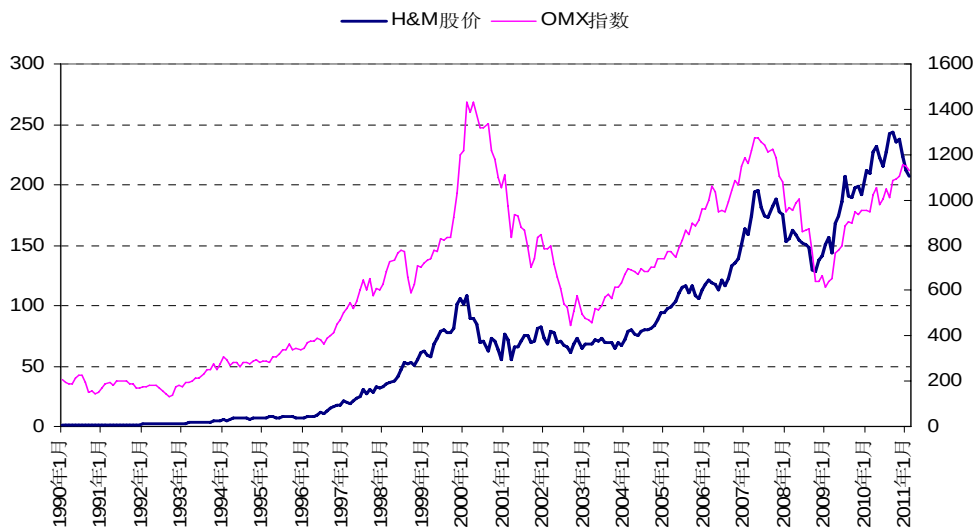
■ Germany ■ France ■ USA ■ UK ■ Sweden ■ Netherlands ■ Switzerland ■ Spain ■ Norway ■ Austria ■ Others



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

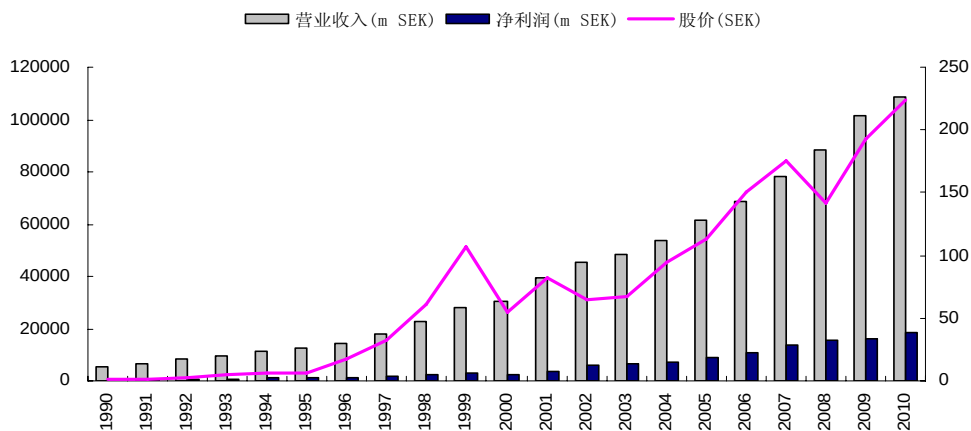
2、股价表现：20 年 200 倍还是太少

H&M 于 1974 年上市，目前已经成为北欧纳斯达克 OMX 交易所交易最活跃的股票之一。截至 2008 财年末，H&M 已是斯德哥尔摩证券交易所市值最大的公司，股东达 183,000 人。以 1990 年为起点，到 2010 年末，公司股票的价格上涨 270 倍，远远超过同期大盘指数 450% 的涨幅，给投资者带来了丰厚的利润。

图 2：1990-2010 股票价格走势


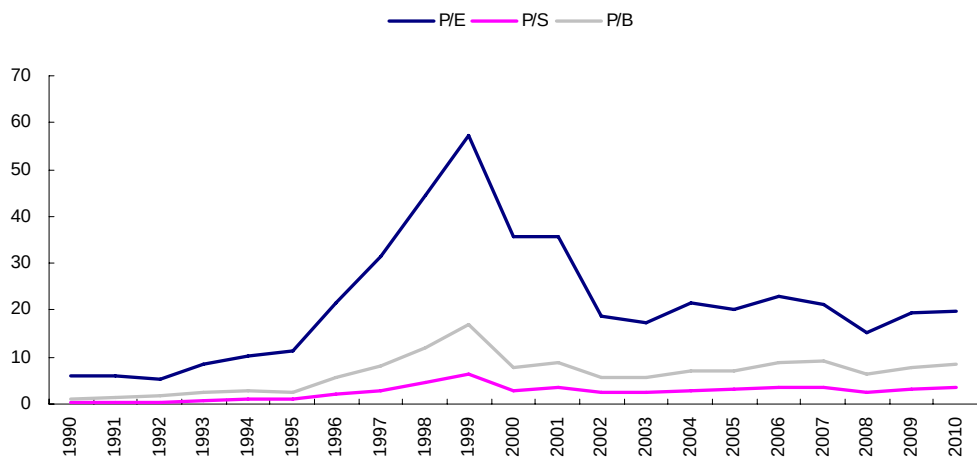
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

同时考察公司股价走势和经营业绩的关系，我们可以发现 1990——2010 年的二十年间，公司营业收入和净利润年复合增长率分别为 15.98%和 25.63%，相应的公司股价的年复合增长率高达 32.53%，业绩的持续快速增长成为带动股价持续上涨的最重要因素。另外从公司股票历年的估值水平变化趋势看，随着公司品牌影响力和经营业绩的增长日益得到市场肯定，其估值水平不断提高，特别是 1996——1999 年的业绩高速增长阶段，其估值水平获得了质的飞跃，进入 2000 年后伴随公司业绩增速的相对放缓，公司股票的估值水平也相应回落至稳定水平。由此我们可以发现：抓住好公司最黄金的增长阶段，不仅能获得其 EPS 的超预期增长，同时能获得 P/E 提升带来的股价双重增长，投资收益也是最为丰厚的。

图 3：1990-2010 年公司经营业绩与股票价格走势


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

图 4：1990-2010 年公司估值水平的变化趋势图



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

二、发展历程

1、1947-1968 年：主打平价特色获得市场认可

H&M 的创立，源于一次偶然的旅行。1947 年，H&M 的创始人 Erling Persson 游经美国时，一种薄利多销的服装店经销模式引起了他的注意，这种服装店的服装售价很低，但却有着很高的营业收入。于是他决定将这种模式带回瑞典，同年，韦斯特罗斯市(Vasteras)出现了一家名为“Hennes”的女装专卖店 (Hennes 在瑞典语里的意思是“她的”，之所以这么命名是因为当时店内只售女装。)

图 5：1947 年的 Hennes



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

当时瑞典的零售业大部分是被昂贵的百货公司主导，因此，H&M 主打的平价特色在推出后大受欢迎，Hennes 开始稳步发展。1952 年，在瑞典首都斯德哥尔摩首家专卖店开幕。1964 年，Hennes 开始把平价服饰的概念向邻国传播，把首家境外专卖店开在了挪威，1967 年丹麦店开业。

到 60 年代后期，Erling Persson 开始寻求女装以外的业务机会，这个目标在他 1968 年收购了一家名为“Mauritz Widforss”的狩猎及垂钓用品店之后得以实现。因为这家用品店还库存有一批男士运动装，Erling 借此丰富了产品线，随后展开男装和童装业务，并正式将商店的名字更改为 Hennes&Mauritz (H&M)，一直沿用至今。

2、1969-1981 年：平价之中融入流行打开成功大门

到 1970 年，公司已经可以提供家庭所需的大部分服装用品（1976 和 1978 又分别增加了少年和婴幼儿部分）。创始人之子 Stefan Persson 敏锐地觉察到时尚和流行逐渐被越来越多的人关注，他在 1972 年加入公司时提出在保持平价的同时再将一些时尚流行特色融入到服装之中。这一要求恰好迎合了当时新一代年轻人彰显个性的需要，随后公司生产的休闲运动装也在日后的扩张中取得了巨大的成功。

为了寻求进一步的发展，H&M 于 1974 年在瑞典的斯德哥尔摩证券交易所上市，Persson 家族保留了大多数股份，仍然把控制权紧紧的握在手中。1976 年，H&M 冲出北欧，将专卖店开到了英国伦敦。虽然英国市场的后续发展不是很理想，但整个欧洲大陆的战果还是不错的：H&M 在进入瑞士后，很快地占据了该国主要城市，使瑞士成为公司主要的海外市场之一。1980 年德国首家专卖店开业后便牢牢抓住了当地消费者，H&M 的休闲风席卷当时沉闷守旧的零售服装界，掀起轩然大波，德国最终在 1994 年发展成为 H&M 最大的销售市场。同一时期，H&M 还推出了化妆品业务。销售渠道方面，H&M 在 1980 年收购了 Rowells mail-order company 之后将其发展成邮购子公司，并开始在北欧国家试行邮购销售。

3、1982-2003 年：全球化渠道快速扩张奠定行业巨头地位

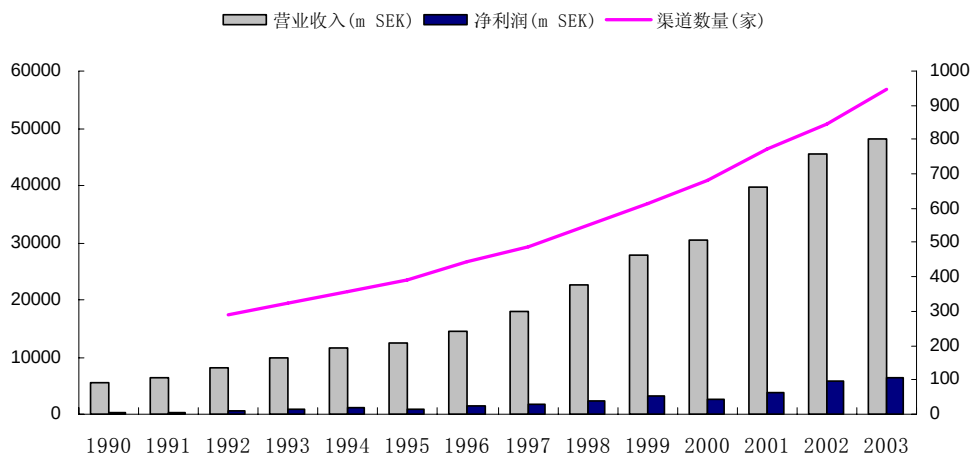
H&M 的快速扩张是在 1982 年 Stefan Persson 从父亲手中接下公司之后，H&M 的门店数从刚接手时的 100 多家而且大部分在瑞典，以惊人的速度发展到 2003 年接近 1000 家且遍布在 20 个国家。“没有任何的欧洲零售商，能够如此迅速和成功地在海外扩张。”这是当时美国的欧洲零售业市场分析员对 H&M 发展速度的评价。而对外界发出关于 H&M 的扩张是否过急的质疑，Stefan 的回应是：“当你正炙手可热时，你不能停下来让热度变冷。”

80 年代后期，H&M 也曾小范围尝试过多品牌发展路线，但经过 10 年的努力，在开设了 18 家 Galne Gunnar 折扣连锁店后，发现坚持 H&M 的品牌路线才是最有“钱”途的选择，于是把 Galne Gunnar 店全部改成 H&M 店，之后专心打造 H&M 品牌，在 90 年代开始高速发展。

20 世纪 90 年代，随着 MTV、好莱坞、英特网等新事物的出现，国别的界限已经不再那么明显，特别是对年轻一代而言，所谓“全球时尚”的时代已经来临。H&M 把握时机，欧洲业务得到进一步扩展。在宣传方面，除报纸、杂志等平面广告，H&M 更开启以知名模特为主的户外广告，全方

位树立品牌形象。在销售渠道方面，则于 1998 年率先推出网购业务，不过仍是选在北欧国家试行。2000 年 3 月，纽约曼哈顿区第五大道旗舰店的开设，标志着 H&M 正式走出欧洲大陆。

图 6：1990-2003 年渠道快速扩张推动公司收入和盈利持续增



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

H&M 在这一时期通过有条不紊的国际扩张，平均每年新开 50-60 家门店，最终发展成瑞典最大的零售商之一，为全国第五大公司。这段时间也是公司营业收入和净利润增长最快的阶段。

4、2004 年-至今：高速增长期后的不断创新带来持续增长

经过上世纪 80 年代开始持续 20 年的快速增长期，公司考虑新的创新与突破，包括新的产品开发模式、新的商业模式和新的产品系列等，并取得了良好的效果，带动公司营业收入和净利润依然保持良好的增长。

2004 年，H&M 开创与顶级设计大师跨界合作之先河，邀请 Karl Lagerfeld 携手打造“Karl Lagerfeld for H&M”系列，并在 H&M 专卖店平价销售，这向人们传达了一则信息：“设计与价格无关。”随后，一个个便宜又颇具设计师特色的联名设计系列成为 H&M 每年一度的招牌菜。相继合作过的设计师和时尚偶像包括 Karl Lagerfeld、Stella McCartney、Viktor&Rolf、麦当娜、Roberto Cavalle、川久保玲、Matthew Williamson、Jimmy Choo、Sonia Rykiel 等。通过与顶级设计师和时尚明星的持续合作，公司进一步巩固和提升了其品牌的时尚流行特色，为其平价时尚的品牌定位注入了新鲜血液，也吸引更多的潜在人群成为公司的真正忠诚客户。

表 1：H&M 和大牌设计师的合作历史

时间	合作设计师	产品系列销售情况
2004 年 11 月	Karl Lagerfeld	据说他的 H&M 设计一个小时内所有的主要城市都卖断货。
2005 年 11 月	Stella McCartney	上市两天内就销售一空。
2006 年 11 月	Viktor&Rolf	荷兰先锋派设计师 Viktor&Rolf 紧随其后设计了一系列让 H&M 的忠实

2007 年 03 月	Madonna	fans 尖叫作品。
2007 年 11 月	Roberto Cavalli	H&M 又与巨星 Madonna 合作，掀起又一阵流行风潮。 H&M 发布了一系列由意大利设计师 Roberto Cavalli 设计的产品，同样也是在上市以后很快就销售一空。
2008 年 11 月	川久保玲	2008 年的川久保玲×H&M 圆点衣和不对称剪裁系列，在 H&M 东京店上市时引发了混乱的疯抢，上海 H&M 店里的几件也在 10 分钟之内卖光。
2009 年 04 月	Matthew Williamson	该系列在大约 200 家 H&M 专卖店销售，一经推出，即受到了顾客的热烈追捧。
2009 年 11 月	Jimmy Choo	在各地引发了通宵排队的抢购风潮。
2010 年 02 月	Sonia Rykiel	这次合作可说是为时尚界带来一股新震撼！
2010 年 11 月	Alber Elbaz	这次合作以世界范围内的所有产品一抢而空而圆满结束。

资料来源：东方证券研究所整理

2006 年，H&M 网购和邮购销售业务实现重大拓展，同时在渠道形象和产品系列开发方面也有新的创新与丰富。2006 年荷兰成为北欧地区以外实现诸种业务的第一个市场，同年，H&M 第一家特许加盟店开业。2007 年，H&M 进入亚洲市场，专卖店分别首先在香港和上海相继开业。此后，日本、俄罗斯、韩国等地的专卖店相继开业，H&M 的门店发展进入一个新的里程。同时，H&M 在产品种类上的创新也同步进行着。2007 年，推出名为“COS - Collection of style”的全新系列和全新门店概念，2008 年的金融危机给 H&M 带来了“廉价”发展的机会，使其得以用更便宜的租金签到黄金地段的门店，并收购 FaBric Scandinavien AB 时装公司，从中获得 Weekday、Monki Cheap 和 Monday 等服装品牌，2009 年推出 H&M Home 家居业务，和宜家打起了擂台。同时，网购和邮购业务也在原有覆盖地区的基础上增加了德国、奥地利和英国等国家。

图 7：H&M 在全世界的门店分布



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

三、H&M 的成功之道

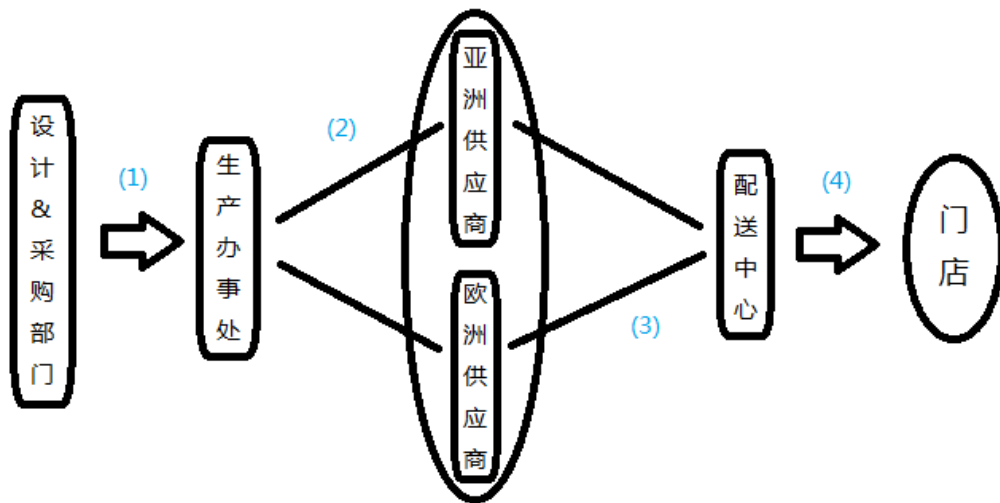
1、“以最优的价格，提供时尚与品质”的商业理念

与 Chanel、LVMH 这些国际顶级奢侈品牌的经营思路不同，H&M 认为，再好的产品，如果卖不出去，也只能是占用库房和资金的一堆废品，与其待价而沽不如平价出售，通过高周转率来增加营业收入。事实上，公司自 1947 年成立以来，就一直走平价路线。当时正值欧洲战后漫长的修复期，被战争压抑了许久的人们渴望寻求生活方式的改变，以平价策略推出的 H&M，恰好满足了大部分人们在高端时尚面前无法获得的需求。到了 70 年代，时尚风格潮起浪涌，人们对价格已不再那么敏感，时尚和流行成为更多人关注的重点。1972 年公司创始人之子 Stefan Persson 加入公司后，他希望公司在平价之外还能再加入一些流行和品质方面的元素。虽然当时有许多人认为这些特征无法同时存在于一个品牌，但皮尔森坚信可以，并且成功地做到了。从那以后，“以最优的价格，提供时尚与品质”从而为顾客创造无可比拟的价值的商业理念就被 H&M 保留到了现在。正是这样一个理念使得成功的大门向 H&M 敞开，使其横扫欧洲大陆的竞争对手。那么，H&M 又是如何做到价格、时尚和品质三位一体的呢？

（1）最优价格的实现

H&M 明确地把目标顾客定位为那些追求“只为曾经拥有，不求天长地久”的普通大众消费者。这类人群追逐时尚潮流却又囊中羞涩，因此，在价格、时尚、品质三要素中，H&M 把价格摆在首位。H&M 既是进口商，又是批发商，还是零售商，从设计生产到终端销售的每一个环节，都对成本进行严格的控制。

图 8：H&M 从构思到门店流程图



资料来源：东方证券研究所整理

(1) H&M 不自设工厂，生产制造通过全球采购的外包模式完成。公司总部的设计采购部与生产办事处直接沟通，制定生产计划。

(2) 生产计划完成后，由生产办事处选择相应的独立供应商谈判订单。**这个过程 H&M 创新地采用双供应链管理模式**，对于款式变化不大、交货周期较长的常规服饰，将它们的生产放在生产成本最低的亚洲地区，以尽可能地降低成本；而对于那些时效性强、仅需少量生产的流行服饰，则把这类产品的生产放在生产成本较高欧洲地区。通过这一巧妙设计，亚洲生产的低成本供应链与欧洲生产的快速反应供应链并驾齐驱，H&M 在保持对流行时尚快速反应的同时也把成本降了下来。在谈判技巧方面，H&M 利用专业的行业知识和规模优势，尽可能地压低价格。

(3) 产品的运输方面，H&M 也是通过大量采用价格较低的海运（亚洲供应商）和公路、铁路运输（欧洲供应商），以达到节省开支的目的。

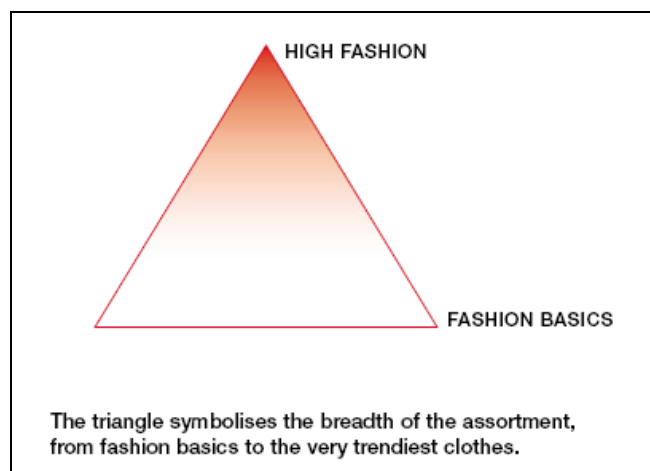
(2) 时尚的来源

时尚的特点是变化快且难以把握，H&M 取巧地选择做时尚的跟随者，而不去做时尚的创造者，这样就不用每天绞尽脑汁预测未来的流行趋势，只需在时尚初见端倪时发现它并迅速做出反应即可。反应速度在这里起着决定性的作用，公司在发掘时尚方面必须有过人之处，对到货期（lead time，产品从设计到上架所需要的时间）也要有很强的控制能力。

首先，H&M 有专门的设计部门和设计师团队。这些设计师经常出没在纽约、伦敦、巴黎、米兰等时尚大都市，寻找各种能激发创作灵感的元素，从而设计出具有吸引力的产品。从 T 台时尚到街头文化，从杂志电影到贸易会展，都可以成为灵感的来源。

其次，对于一家年销售额超过 150 亿美金的服饰零售巨头来说，如果对所有服饰都采用无差别化的生产，那到货期的控制将无从谈起。H&M 通过构建“时尚三角”的办法，对服饰的类型实行分类管理，有效地缩短了到货期。

图 9：H&M 的“时尚三角”



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

从三角顶部引领潮流的时尚款式到三角底部满足一般需求的常规款式，服饰对流行时尚的敏感程度逐渐降低。对于最下方需要大批量生产的服饰，公司根据对历史销售数据的分析预测需求量，然后按照预测结果提前进行设计和采购，以保证对市场的供应。对于最上面代表未来流行趋势的服饰，

公司通过每年与不同的顶级设计师合作推出限量版本。对于介于两者之间的部分，公司则采取快速识别潮流并迅速生产上市的方式。

此外，H&M 在公司内部还建有一个名为 ICT (information and Communication Technologies) 的信息交流平台，用于在全公司范围内共享销售、库存、采购设计和生产能力等信息。通过这个平台，公司可以由第一手资料推导当季流行和需求情况，并据此安排相应的设计和生产计划，在提高信息传递速度的同时，也降低了库存风险。

最后，为了提高生产效率，H&M 还采用了延迟制造技术，即要求与其合作的供应商将生产流程分为通用化阶段与差异化阶段。供应商事先根据 H&M 的预测做好通用化的准备，如基础生产原料的批量采购等，而成衣生产的差异化阶段则根据 H&M 的市场监测数据按订单进行。

H&M 在各个环节的争分夺秒使其最短只需要三周时间就能完成服装从设计到上架的全过程，这个速度仅次于西班牙快时尚品牌 ZARA 的 15 天，在业内排名第二。

（3）品质的保证

除了注重价格和时尚之外，H&M 对产品的质量也要求颇高。因为公司不设工厂，产品的生产都是通过 H&M 在当地的办事处外包给独立供应商，因此，为了保证质量，公司给所有供应商统一制定了严格的合作规范，包括良好的生产环境、严格的环保政策、高质量的商品等。任何一个想与 H&M 合作的供应商都必须与其签署一份承诺遵守行为准则的协议。

此外 H&M 还雇佣约 100 多名质量总监，专门负责产品质量的跟踪。他们按照公司制订的产品监控流程，每天走访工厂，检查服装质量，并报告任何违反行为准则的发现。质量监控的内容包括对服装拉链、纽扣、尺寸、可燃性、化学品含量等进行全面的检测。任何一个单品在推向市场之前，都必须经过这样一个产品质量跟踪系统，从而保证了上市产品的良好品质。

2、全力打造的一流品牌形象

2007 年 4 月 12 日，首家 H&M 品牌专卖店进入中国大陆地区，正式在上海淮海路开业，据 H&M 方面宣称，其单店营业额单日最高已经达到 200 万元，相当于 200 个中国服装品牌日销售额的总和。这就是品牌的力量。

H&M 通过不断的产品推陈出新、门店扩张和大量宣传活动等从短期到长期全面打造品牌，强大的品牌影响力逐渐成为推动其持续增长的最大动力之一。

（1）产品的多元化

H&M 很早就意识到产品多样化的重要性，其将各种不同的产品系列集中于自己的店中，紧跟时尚变化，使得每个顾客都能找到自己个性的表达途径。在这里，平价与时尚得到了近乎完美的和演绎。

目前，H&M 的产品系列从女装、男装、童装到配饰、化妆品等，无所不有，并且每个系列都包含了从基本经典到最新潮流的各类款式，每种款式还提供不同的颜色选择，因此 H&M 服饰系列总有适合每个人的选择，甚至包括美国的新任第一夫人。

表 2：公司旗下主要品牌

品牌	主要产品	简介
 H&M	女装、男装、童装、配饰、化妆品、家纺等	针对所有年龄段的时尚人士,以最优的价格提供品质和时尚。
 Collection of Style	女装、男装和童装	同 H&M 品牌,但产品更为高档。
 Monki	女装、配饰	MONKI 是一个服装品牌和专卖店的概念,也是时尚女性的天地。
 Weekday	男装、女装、鞋类、内衣和配饰	都市少男少女时装。
 Cheep Monday	牛仔裤	在 2004 年创立之初原为牛仔裤品牌,2005 年转型成全系列概念。

资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

图 10：奥巴马夫人身穿 H&M 服装录制电视节目


资料来源：Google 图片，东方证券研究所整理

（2）专卖店的积极宣传

作为产品的展示窗口，专卖店是吸引顾客的重要渠道。有两个原则是 H&M 长期以来一直坚持的，一个是“平价销售”，另外一个就是“专卖店必须坐落在最好的商业区”。在纽约的第五大道、伦敦的摄政街、米兰的埃玛努埃尔二世长廊以及香港的皇后大道中这些黄金地段，你都可以看见 H&M 的身影。H&M 如此挑剔专卖店的位置还有一个原因，它与顶级竞争对手相邻看成是一种优势，因为世界一线品牌的聚集地可以吸引更多的顾客，这是最好的宣传。

图 11：第五大道旗舰店



资料来源：Google 图片，东方证券研究所整理

专卖店在 H&M 的品牌建设上扮演着十分重要的角色，许多资金都被投入用来发掘展示的摆设和提升以更好地服务于顾客。如在入口处放上一些温馨提示，室内的陈列定期变换等，专卖店必须始终保持新鲜感和吸引力。小的创意总是在不断地进行，较大的改动则有根据需要实施。顾客在 H&M 的消费主要是自助形式，公司的出发点是为之营造一种轻松的氛围，使顾客可以像在家一样自由自在地挑选他们想要的商品。良好的购物体验可以有效提高顾客的回头率，许多 H&M 的粉丝一年在同一专卖店的购物次数都达到了两位数。

（3）多元化的品牌推广

H&M 总是想尽一切办法进行品牌推广，与国际知名设计师合作无疑是提升品牌的一条捷径。H&M 在 2004 年开创了“快时尚+顶级设计师”的跨界合作，与著名设计师 Karl Lagerfeld 联合推出 50 余款名为“Karl Lagerfeld for H&M”的服装系列，引起了时尚界的轰动。第二年公司又请来 Stella McCartney 为其进行秋装设计，合作产品再次受到广大消费群众的热烈追捧。于是 H&M 马上表示，以后每年都会选择一位顶级设计师合作推出新品。

此外，H&M 还时常推出一些大型商业活动，以及巨幅海报、平面媒体、电视广告、明星代言等推广措施的全方位投入，及时向人们展示了其服饰产品的最新动态，使得人们对 H&M 当季新品的关注显著提高，加强了消费者对该品牌的认知度。

图 12: Karl Lagerfeld for H&M

资料来源：Google 图片，东方证券研究所整理

图 13: 好莱坞罗斯福饭店墙外巨大的 H&M 海报

资料来源：Google 图片，东方证券研究所整理

图 14: 纽约涂有 H&M 广告的巴士在游走 SOHO

最后，H&M 还擅长利用网络巩固宣传效果。通过公司网站以及 Facebook、Twitter 等网络社区随时公布关于商业活动、时装系列和购物机会等最新信息。这一举动赢得了广大网友的认可，时尚达人们通过网络平台互动交流留下的“心得体会”比公司单方面的广告宣传更具说服力。

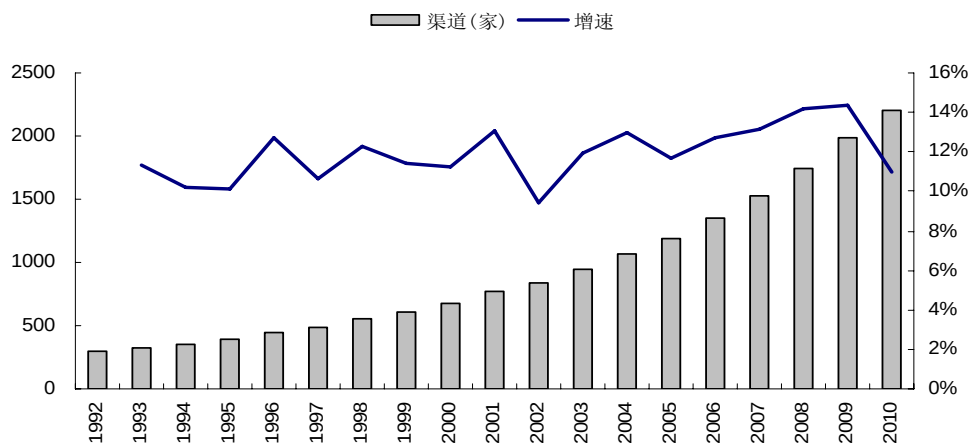
3、丰富高效的渠道拓展

（1）持续增长的直营专卖店是公司的核心渠道

直营专卖店一直是 H&M 最主要的销售渠道，在专卖店里，顾客可以亲眼看见最新的款式、亲身试穿中意的服装，感受直接体验所带来的冲击。

自 1947 年创店以来，H&M 直营专卖店的拓展就没有停止过，特别是 1982 年 Stefan Persson 从父亲手里接管过公司之后，在品牌已经具备良好市场地位的基础上，抓住机会采取了积极扩张的策略，使 H&M 专卖店数量从 80 年代初期的 100 多家迅速增加到 2004 年的超过 1000 家，牢牢奠定了其行业巨头地位。2000 年后，H&M 将目标设定为：专卖店数量每年增加 10% 至 15%。

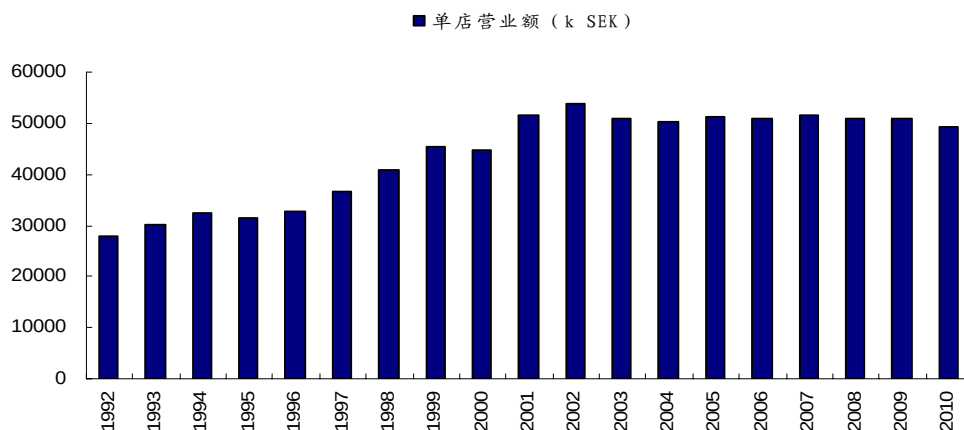
图 15：公司 1992-2010 年专卖店数量持续增长



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

除了数量方面的增长，公司对每家直营店铺的要求也很高，由于公司坚持店铺即是最好的品牌宣传渠道之一，因此如上文所述，公司的店铺一般都坐落于各地区最好的商业地段，而且为了充分展示其产品及进行品牌宣传，公司直营店铺的店面积都很高（一般在 1000 平方米以上），直营大店加上丰富高速的产品周转，使得公司的单店销售收入特别高，基本都维持在 5000 万元人民币的水平，具体见下图。

图 16：1992-2010 年公司历年单店销售收入情况



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

除了数量、单店面积，H&M 还在渠道形式方面为顾客提供不同的体验，从完整版的旗舰店到精简版的概念店，根据附近消费群体、周边已有品牌和交通状况等条件的不同采取相应的布局设置，店铺大小也从几百平方米到上千平方米不等，从而在充分满足客户需求的同时提高了渠道的运营效率。

（2）邮购销售成为良好的辅助渠道

从 1980 年 H&M 收购成立 H&M Rowells 开始试行邮购算起，邮购销售在北欧国家已经有近 30 年的历史了。邮购只是公司为了方便顾客提供的又一个购买渠道，顾客可以自由选择。但由于渠道的不同，部分邮购目录上的产品没有在门店中销售。虽然越来越多的人开始通过网络购物，但邮购销售在欧美地区依然是个重要的渠道。每年 H&M 都会发行四季主要销售目录，春秋各两季，此外还会发行一些专题刊物作为补充。销售目录通常在每季伊始寄出，提供所有系列产品的一个概览，用于激发读者对新产品的兴趣。系列的款式和门店里的基本一致。

（3）网购销打开新的市场空间

电子商务业务的试水始于 1998 年瑞典，现在已经扩展到丹麦(1999)、芬兰(1999)、挪威(2001)、荷兰(2006)、德国(2007)、奥地利(2007)和英国(2010)一共八个国家。H&M 一直都在关注顾客购买行为的变化，每年都在电子商务发展方面投入资金，以确保在需要的时候可以提供足够的电子商务业务服务。

图 17：H&M 在线



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

通过 www.hm.com 网站，顾客可以全天 24 小时在 H&M 购物。网站不断更新最新产品信息，以提供清晰的图片和描述详情方便顾客挑选。2011 年初，在线网站做了改变，整合了 H&M Shop Online 等新功能，那些还不能进行网购的地区也开通了在线网站供消费者访问以吸引人气。H&M 还计划

在今年年底登陆美国这个世界最大的网络销售市场，它看到了电子商务巨大的发展空间。我们认为在全球范围电子商务盛行的大背景下，网购将成为公司新的潜在增长点，而多年累积的实践经验也将为公司进入新市场奠定良好的基础。

四、中国的 H&M 在哪里？

从 2010 年下半年以来我们一直坚持对国际大牌服饰公司进行经营轨迹及资本市场表现的梳理，希望能为中国服饰上市公司的未来发展及可能的投资机会提供有益的借鉴。从 H&M 包括之前的一些优秀公司是身上，我们发现他们具有不少共同的特质，也正是这些优异的品质推动这些公司经营业绩持续快速增长并在资本市场创造了大牛股的神话：

(1) 品牌诞生乃至其后的成长发展要充分契合并引领当时当地社会消费的潮流。比如 H&M 自 1947 年成立之初，就一直走平价路线，而当时正值欧洲战后漫长的修复期，被战争压抑了许久的人们渴望寻求生活方式的改变，以平价策略推出的 H&M，恰好满足了大部分人们在高端时尚面前无法获得的需求。到了 70 年代，随着时尚风格潮起浪涌，人们对价格已不再那么敏感，时尚和流行成为更多人服饰消费时关注的重点。这时公司在第二代接班人 Stefan Persson 带领之下，对公司品牌进行完善，在平价之外又加入更多流行元素，进一步巩固了其品牌的市场地位。

(2) 品牌必须具有鲜明的特色和明确的客户人群，同时随着时间的流逝还要有持续稳定的提升。H&M 明确地把目标顾客定位为那些追求“只为曾经拥有，不求天长地久”的普通大众消费者，对应的其品牌特色就是“平价+时尚+一定品质”，并且公司始终围绕这一品牌特色进行强化，因而获得了更多的消费忠诚度。而 2004 年开始公司与世界顶级设计师、娱乐明星的跨界合作使得其品牌始终保持很高的市场关注度，无形中也进一步提升了其品牌形象。**消费者永远是喜新厌旧的，只有在坚持自身特色的基础上始终保持适度的变化和新鲜感，才能紧紧抓住市场的眼球。**

(3) 强调设计和产品系列的不断丰富（包括市场的多品牌策略等），这是获得更高平效或者说持续同店增长的最佳途径之一。H&M 的产品系列从女装、男装、童装到配饰、化妆品等，无所不有，并且每个系列都包含了从基本经典到最新潮流的各类款式，每种款式还提供不同的颜色选择，因此 H&M 服饰系列总有适合每个人的选择。

(4) 在成长阶段，抓住每一次的市场机会，进行高速扩张，从而进一步巩固和提升其市场地位。H&M 的快速扩张从 1982 年 Stefan Persson 从父亲手中接下公司之后，H&M 的门店数从刚接手时的 100 多家而且大部分在瑞典，以惊人的速度发展到 2003 年接近 1000 家且遍布在 20 个国家。正是这一阶段的快速扩张奠定了公司行业龙头的地位，最终发展成瑞典最大的零售商之一。非常欣赏 Stefan 本人对外界发出关于 H&M 的扩张是否过急的回应“当你正炙手可热时，你不能停下来让热度变冷。”

(5) 直营大店是最好的品牌宣传方式之一，高效运作的直营大店也是推动公司销售规模和盈利能力明显超越同行竞争对手的重要途径之一。H&M 截止 2010 年的店铺数量仅有 2200 家，但 2010 年的全年收入已经超过 1000 亿人民币，反观国内休闲品牌公司，在 3000 多家店铺的情况下，终端销售收入也不到 150 亿人民币，差距很大，需要提升的空间很大。

(6) 强大而富有创新元素的供应链系统是保证公司经营高效运转的基石。从上文的分析，公司在整个供应链体系上有不少其独特的创新，包括外包生产的双供应链管理、对服饰的类型实行“时

尚三角”的分类管理方式（有效地缩短了到货期。）、提高内部信息沟通速度的 ICT 平台以及提高生产效率的延迟制造技术等，正是这一系列供应链环节的创新保证公司经营持续快速的增长。

（7）对新商业模式的不断探索是公司始终保持生命力的重要原因之一。正如前文所述，在经过上世纪 80 年代开始渠道快速扩张带来的业绩快速增长期之后，公司开始通过不断的业务创新获取新的增长点，比如品牌的跨界合作、比如收购兼并、再比如对电子商务、邮购等新模式的加强推广等，都是公司始终保持旺盛生命力的重要原因之一。

从 H&M 的发展历史、目前的经营规模、增速等以及以前对 UNIQLO、GAP 和 POLO 的梳理（具体见 2010 年 8 月我们推出《优衣库之优——迅销公司成功探秘》和《牛股是怎样炼成的——GAP 成长启示录》，2010 年 9 月推出《美国梦的诠释者和中国梦的追随者——POLO 和七匹狼的比较研究》），我们更加坚定了这样的判断：**从全球范围看，大众休闲服是市场容量最大且增长持续期最长的服饰子行业，在这个领域最容易产生巨头型的公司，ZARA、H&M 和 UNIQLO 等都是销售规模 1000 亿级别的企业，行业优秀公司的市值空间也具有巨大的容量，比如 H&M 的总市值已经在 3000 亿人民币以上。**

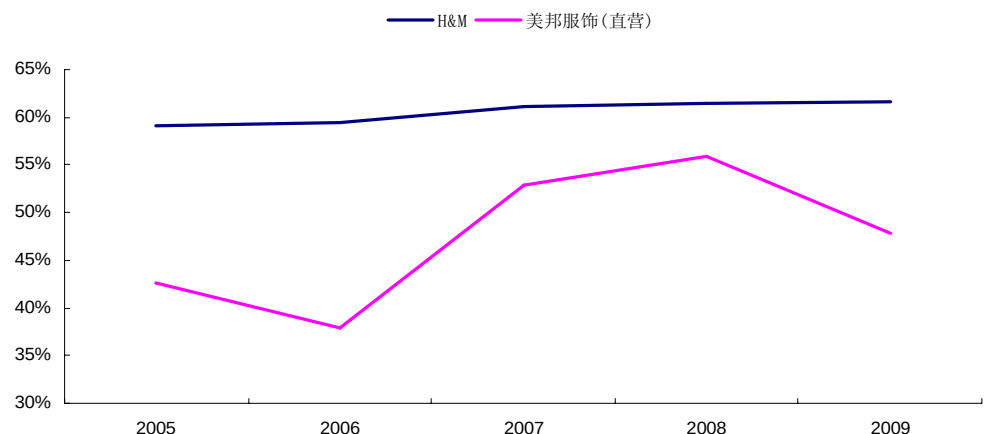
目前从国内服饰上市公司情况看，在行业属性上与 H&M 较为接近的公司主要有美邦服饰、森马服饰和搜于特，而从企业的经营模式和发展策略看，我们认为美邦服饰是与之最为接近的公司，特别是其 ME&CITY 品牌的运作更为接近 H&M。**（1）直营比重较高，直营大店的比重明显提升。**从渠道拓展方面，Me&City 自创立开始就完全以直营为主，主攻国内一二线市场，单店面积也充分体现国际快时尚领先品牌的超大型店铺理念，粗略估计目前公司在北京、上海等一线城市拥有 10 家左右平均面积在 2000——3000 平方米以上的门店，在成都、昆明等二、三线城市的门店面积也至少在 1000 平方米以上。在店铺的选址、形象打造和内部陈列上，Me&City 尽都可能地接近 ZARA、H&M 等快时尚巨头，显示了其直面国际大牌竞争的昂扬斗志。**（2）强调设计和产品系列的不断丰富。**美邦的设计能力在国内同行中是较为突出的，另外在产品的不断丰富方面近年来也是取得了**长足进展**。从 MB 到 MC 是多品牌的大胆尝试，也获得了更多的客户人群和销售增长。在产品品类上，也是从成人服装到饰品、鞋、内衣甚至到儿童服饰一应俱全。在一个品牌内部的产品多系列开发也是不断完善，从 MTEE、MJEANS 到 MPOLAR 一个个主题产品的成功策划与运营也反映了公司对品牌产品日益娴熟的驾驭能力。**（3）在品牌宣传方面，Me&City 也与 H&M 较为接近，以高调投入树立一线品牌形象。**2008 年 Me&City 邀请凭借《越狱》一炮而红的影星温特沃什·米勒作为代言人，通过一系列与米勒为主角的品牌推广活动一举奠定了品牌在全国的知晓度。2009 年，全球顶尖超模 Agyness Deyn，Cole Mohr，裴蓓，Luke Worrall 集结纽约，在著名女摄影大师 Ellen Von Unwerth 镜头下闪耀演绎 Me&City09 秋冬系列。2010 年，Me&City 又选择了“精灵王子”奥兰多·布鲁姆与名模阿格妮丝·迪恩的黄金组合，并力邀国际大牌摄影师 Terry Richardson，拍摄了品牌的 2010 年春夏大片。而在 2010 年秋冬大片中，Orlando Bloom 和超模 Abbey Lee 携手完成了 Me&City 英国式浮华的致敬和全新演绎。从代言人的选择、到品牌宣传大片的拍摄方式、风格与投入等，Me&City 品牌都迅速呈现出完全不同于老品牌美特斯邦威包括其他众多国内品牌的形象和气质，甚至让人闻到了地道的国际品牌气味。**（4）国内较为领先且不断完善的供应链系统是保障公司经营良性运转的基础。**公司的信息系统在上市之前就是行业内较为领先，上市以后一直在进行不断完善（目前人力、财务和产品生命周期等模块已经可以上线），同时物流系统也在进行不断强化与提升，未来考虑的全球化采购将进一步提升公司供应链的运营效率，在财务报表上最终体现为公司盈利能力的提升。**（5）对新商业模式的不断尝试与探索是获得新增长机会的有效**

途径。除了淘宝网的官方旗舰店外，公司于 2010 年 12 月 18 日正式推出其独立的电子商务平台——邦购。

与现有大多数服装网站不同，公司的电子商务并非以廉价取胜，而更多地是希望通过电子商务平台提供最完整的产品展示和销售，同时实现与实体店的互动联通，另外也会推出一些专属网购的品牌，以推动销售进一步增长，比如已经推出的 AMPM 品牌。我们预计未来会逐步推出更多的网购专属品牌，产品品类也将由服装、饰品发展到鞋、家居用品甚至更多，品牌也有可能不再局限于公司自身的品牌。我们认为在中国服饰产品的网购飞速增长的大背景下，依托其良好的品牌基础、强大的实体业务运营经验以及在供应链方面的良好基础，美邦服饰的电子商务很可能会成为其潜在的巨大亮点。

当然从美邦服饰近年来的发展路径看，由于前期对 MC 过分乐观的判断和过于激进的推进策略也带来了短期投入和产出的不匹配，因而也拖累了其 2009 和 2010 年的业绩，从 2009 年四季度开始公司逐步反思其在 MC 策略上的一些偏差并逐步进行修正，反映到 2010 年的经营上 MC 收入高速增长，亏损幅度也同比减少，我们预计 2011 年 MC 能实现基本的盈亏平衡。当然需要指出的是，**与 H&M 相比，公司 MC 品牌的定位或特色不够鲜明，作为一个新品牌还在磨合和修正之中，这也是影响其业绩或后期表现的重要原因之一。另外平效的提升和供应链效率的提升也是公司未来需要努力的方向，反过来也是公司增长的潜在空间。**从终端零售价格比较看，美邦服饰的 MC 是略高于 H&M 的，而从毛利率水平看，随着供应链效率的提升（全球化采购的实施），美邦服饰的直营毛利率还有提升空间。另外从平效看目前美邦服饰直营不到 2 万元的平效与 H&M 平均 4 万元以上的平效相比也有很大提升（根据《Supply Chain Management》2010 年的描述公司单店平均面积在 1300 平方米左右，再从单店收入推算平效）。通过产品系列的丰富、产品均价的提升和终端管理能力的提升从而推动平效逐步与国际可比品牌接轨也是美邦服饰未来除了渠道扩张速度保持快速增长外的另一增长动力。

图 18：H&M 和美邦服饰直营毛利率的比较在线



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

关于森马服饰，尽管其发展模式与 H&M 并不类似，但其同样定位于年轻休闲服饰领域、同时相对更大众的产品价格和更下沉的渠道发展（集中于三/四线城市）十分适合中国未来改善民生的大背

景下三/四/五线城市消费能力不断提升的经济形势。公司拥有国内排名第二的休闲服饰品牌和国内排名第一的儿童服饰品牌，公司也是国内少有的成功驾驭两个不同子行业的品牌服饰龙头企业，公司在加盟渠道的拓展和管控方面具有丰富的经验，公司的净利润率在同行业中处于领先水平。我们维持对公司 2011——2013 年每股收益分别为 2.25 元、3.29 元和 4.68 元的预测，有关公司的详细分析见我们 2 月 23 日推出的新股定价报告《森马服饰——休闲服和童装领域的双龙头企业》。

我们认为，考虑到中国 13 亿的庞大人口、持续领先世界的经济增速、不同发展阶段区域消费能力的梯度提升、以及十二五规划强调改善民生（将居民人均收入水平增速列在 GDP 增速之上、调整个税起征点等）、居民生活及消费日益休闲化等大背景，我们对国内大众休闲服行业的发展充满信心。根据中国纺织规划研究会撰写的《国内青春休闲服行业及市场分析报告》，我国青春休闲服零售行业从 2001 年开始进入高速增长阶段，2001 至 2008 年的年均复合增长率为 17.18%。2008 年我国青春休闲服市场零售总额约 2468 亿元，预计到 2012 年我国青春休闲服的零售总额将达到 4653 亿元。行业的高增长为相关公司带来了广阔的空间。**我们相信不久的将来，在学习国际同行、同时充分考虑中国本土商业消费特色的基础上、中国本土会涌现真正与 ZARA、H&M 和 UNIQLO 比肩、市值几千亿的伟大服饰企业，也许是美邦服饰、也许是森马服饰也许是其他……**

我们维持对美邦服饰 2010—2012 年每股收益分别为 0.75 元、1.17 元和 1.73 元的预测，维持公司“买入”评级。关注森马服饰（未评级）跌破发行价格后的投资机会。

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn