

产品是成功的关键

—— 顶级男装企业 HUGO BOSS 的成长史

研究结论

- HUGO BOSS 是享誉全球的世界顶级品牌。目前公司旗下拥有 BOSS 黑标、BOSS 橙标、BOSS 绿标、BOSS 精选和 HUGO 五大品牌，涵盖男女服装（包括正装、休闲装、运动装），鞋类、皮具、香水、手表、眼镜及其他配饰。1990—2010 年公司销售收入和净利润的年均增长率分别为 6.72% 和 13.81%，同期公司股价涨幅近 16 倍，远高于同期德国 DAX 指数 2.7 倍的涨幅。
- 公司历史上经历了四次决定命运的选择。第一次，选择从制服和工装转为男士时装，成功于 80 年代末转型成为德国最大的男装生产商，跻身国际高档时装品牌行列。第二次，选择品牌多元化和全球化扩张，成功扭转了 90 年代初的业绩下滑，把公司重新带回到了高增长的轨道上。第三次，选择积极发展女装业务，同时加快直营渠道的扩张，使公司顺利度过了 2002 年和 2003 年的经济下滑，并从 2004 年开始收入和净利润持续快速增长。第四次，选择在金融危机时依然坚持不妥协的价格策略，进一步强化了公司的高端品牌形象，并成功在金融危机之后迎来业绩的大幅反弹。
- 我们认为公司历经波折却稳步壮大的奥秘主要来自三个方面（1）品牌建设方面：通过多品牌多品类策略获得更多发展机会，坚守产品高品质和品牌高定位，重视持续深入的品牌营销。（2）渠道拓展方面：通过直营店建设推动毛利率和品牌双提升，通过全球化扩张获得更广阔的发展空间。（3）经营策略方面：实施“哥伦布计划”全面提升供应链效率，品牌授权有进有退提升公司综合竞争力。
- 我们认为 HUGO BOSS 的成功经验对国内男装品牌的启示主要有以下方面（1）品牌持续发展的首要前提是契合不断变化的社会消费潮流（2）产品品质是中高端男装竞争的关键因素之一（3）男装品牌向女装拓展的关键：充分准备+不断修正+高品牌投入+坚持不懈（4）适度直营对于中高端男装的长期发展具有战略意义。
- 结论：从本土品牌服饰企业特别是上市公司群体的发展现状看，目前还没有一家与 HUGO BOSS 完全类比的公司，但已经有一些 A 股公司把其作为企业运营中学习的榜样，比如报喜鸟和九牧王。HUGO BOSS 公司尽管从企业规模、盈利能力等方面并不是我们这一系列研究报告中最出挑的，但其严谨踏实的经营风格——对产品品质和品牌始终如一的高要求对于我们本土品牌公司而言十分值得学习。我们认为本土的男装企业也到了从最初依托加盟或代理获得粗放式增长到对品牌、产品和渠道等精细化运营的阶段，只有这样才能获得新的突破。我们建议关注相关可类比公司，如七匹狼（买入）、九牧王（未评级）和报喜鸟（增持）等。



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

糜韩杰
8621-63325888 × 6119
mihanjie@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 8 月 19 日

行业表现



相关研究报告

《奢华，原来原来唾手可得--COACH 成长启示录》 2011 年 8 月 4 日
《解构 Inditex——全球最大服装品牌零售商的成长启示》 2011 年 6 月 30 日
《20 年 200 倍还是太少——平价时尚服饰巨头 H&M 的牛股神话》 2011 年 3 月 21 日
《持续创新是品牌的灵魂——全球户外用品巨头 Columbia 的成长史》 2011 年 1 月 10 日
《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

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声明。

目录

一、引言：铁血起家的国际奢侈品牌	4
二、公司历史：四次决定命运的选择	6
1、1967-1992：品牌转型和成功上市奠定市场地位	6
2、1993-1997：多品牌和全球化扩张重拾高增长	7
3、1998-2008：直营扩张和发展女装助推公司继续增长	9
4、2008 至今：坚守品牌定位顺利度过危机	12
三、公司历经波折却稳步壮大的奥秘	13
1、品牌建设方面——多品牌+高品质+持续营销	13
(1) 多品牌多品类带来更多发展空间	13
(2) 坚守产品高品质和品牌高定位	16
(3) 重视持续深入的品牌营销	17
2、渠道拓展方面——重视直营+全球化扩张	18
(1) 直营店建设推动毛利率和品牌双提升	18
(2) 全球化扩张带来更广阔的发展空间	20
3、经营策略方面——供应链改革+有进有退的品牌授权	20
(1) “哥伦布计划”全面提升供应链效率	20
(2) 品牌授权有进有退提升公司综合竞争力	21
四、HUGO BOSS 的成功经验对国内男装品牌的启示	22
1、品牌持续发展的首要前提是契合不断变化的社会消费潮流	22
2、产品品质是中高端男装竞争的关键因素之一	22
3、男装品牌向女装拓展的关键：充分准备+不断修正+高品牌投入+坚持不懈	23
4、适度直营对于中高端男装的长期发展具有战略意义	23

图表目录

图 1 1990 年以来公司销售收入和净利润情况	5
图 2 1990 年以来公司股价累计涨幅远超德国 DAX 指数	5
图 3 彭博上有统计的 2003 年至今公司股价、PE 和 PS 的情况	6
图 4 带领公司成为德国男装第一品牌的 Holy 兄弟	6
图 5 公司第一位职业经理人 Peter Littmann	8
图 6 目前已被 BOSS 精选替代的公司最早的高端手工缝制品牌 Baldessarini	8
图 7 公司第三位职业经理人总设计师 Werner Baldessarini	9
图 8 公司在纽约第五大道的专卖店	10
图 9 公司第四位职业经理人 Bruno Salzer	10
图 10 公司在上海首家直营专卖店，位于外滩三号首层	11
图 11 公司现任 CEO，公司历史上第五位职业经理人 Claus-Dietrich Lahrs	12
图 12 公司网上店铺	13
图 13 BOSS 品牌下的童装	13
图 14 公司旗下各品牌的定位	14
图 15 公司主要品牌销售收入 单位：百万欧元	15
图 16 2010 年公司销售收入按品牌分	15
图 17 2010 年公司全球产能分布情况	16
图 18 2000 年至今公司其他运营费用率持续处在高位，其中很大一部分来自营销费用	17
图 19 F1 车手汉密尔顿拍摄的 HUGO BOSS 广告	17
图 20 2000 年后公司直营店铺数量快速增长	18
图 21 2010 年后公司直营占销售收入的比重达到 40%	19
图 22 公司毛利率受益直营销售增加的正面影响	19
图 23 2000 年至 2007 年公司各地区销售收入情况 单位：百万欧元	20
图 24 公司最成功的品牌授权——BOSS 香水	21
表 1 2010 年公司旗下各品牌情况	4
表 2 纺织服装行业重点公司盈利预测与评级	24

“归根结底，最重要的还是产品。一个非常强大的、有说服力的产品可以让我们优于竞争对手。那正是我们的工作所在。”——HUGO BOSS 首席执行官 Claus Dietrich Lahrs

一、引言：铁血起家的国际奢侈品牌

也许人们难以将知名奢侈品牌和战争联系起来，因为这太风马牛不相及了，但国际知名奢侈品牌 HUGO BOSS 发家的第一桶金却是真真实实的来自战争。**1923 年德国裁缝师傅 HUGO BOSS 在距离斯图加特 20 公里的小城镇 Metzingen 开了一家小作坊**，主要为工厂的工人制作防护服和其他一些男士的工作服，另外也出售雨衣和制服，数年后小作坊变成了一个小工厂。而真正让这家小工厂发展壮大的则是在希特勒的国家社会党统治德国的时期，1939 年当德国再次进入战争的时候，制服需求大增，HUGO BOSS 开始转为生产德国突击队(Storm Troopers)和德国政治军事组织 German SS 生产制服，而且专门供应纳粹少年团的全套装备。由此成功地掘得了第一桶金。

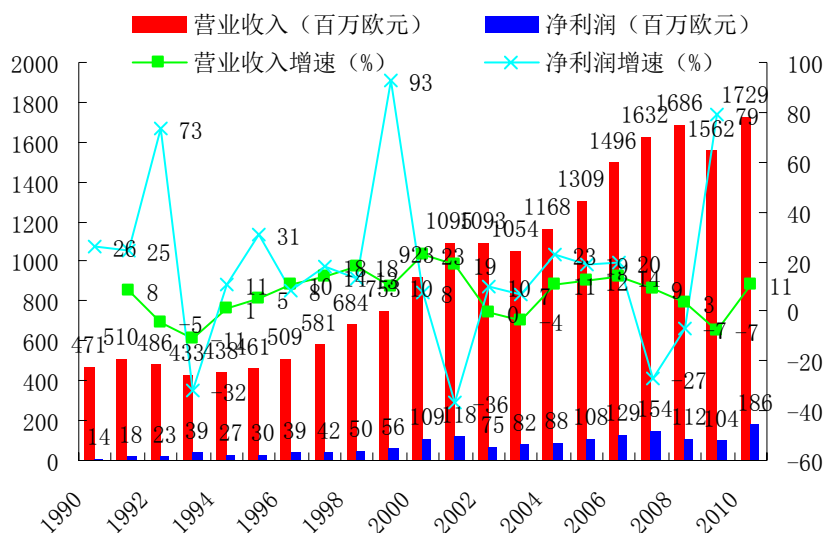
之后公司历经家族管理者、数位职业经理人先后超过半个多世纪的精心管理，最终成为享誉全球的世界顶级品牌。目前公司旗下拥有 BOSS 黑标、BOSS 橙标、BOSS 绿标、BOSS 精选和 HUGO 五大品牌，涵盖男女服装（包括正装、休闲装、运动装），鞋类、皮具、香水、手表、眼镜及其他配饰。**1990—2010 年公司销售收入从 4.71 亿欧元稳步增长至 2010 年的 17.29 亿欧元，年均增速 6.72%，净利润则从 0.14 亿欧元增长至 1.86 亿欧元，年均增速 13.81%。期间公司股价从 1990 年初的 2.27 欧元增长至 2010 年底的 38.14 欧元，涨幅高达 1580%，远高于同期德国 DAX 指数 274% 的涨幅。**

表 1 2010 年公司旗下各品牌情况

品牌	成立时间	定位	销售收入（百万欧元）
BOSS 黑标 	1970	男女优雅的商务套装，休闲运动装，为重大庆典场合设计的晚装	1176
BOSS 橙标 	1999	男女休闲服，不同寻常的材质，充满活力的色彩，复杂的细节，定位于喜欢不断尝试潮流，又十分注重工艺的顾客	259
BOSS 绿标 	2003	时尚的男女功能性运动服，不管从运动还是时尚角度，保证优良表现	86
BOSS 精选 	2003	使用最好的材料和最好的工艺，手工缝制细节，传统裁剪表达了该系列独一无二的特色	52
HUGO 	1993	结合创意和个性，提供给自信的男士和女士，表达他们自己的风格，非传统，前卫	156

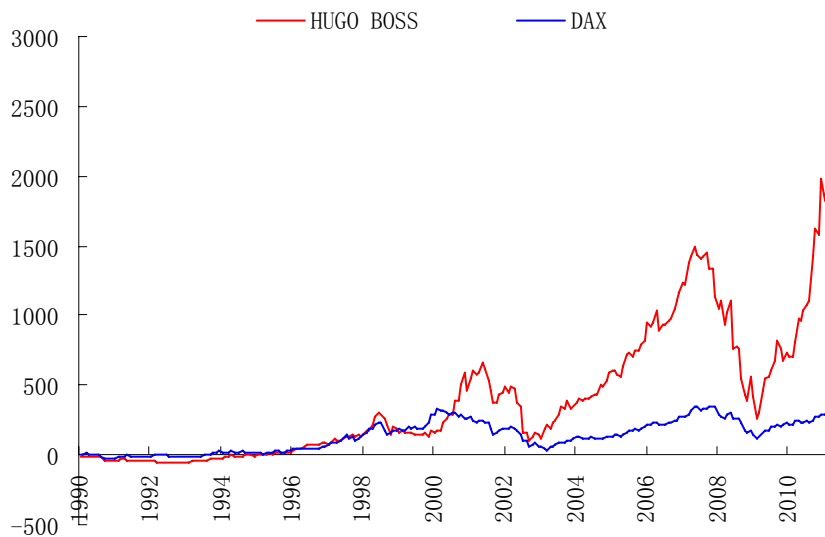
资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

图 1 1990 年以来公司销售收入和净利润情况



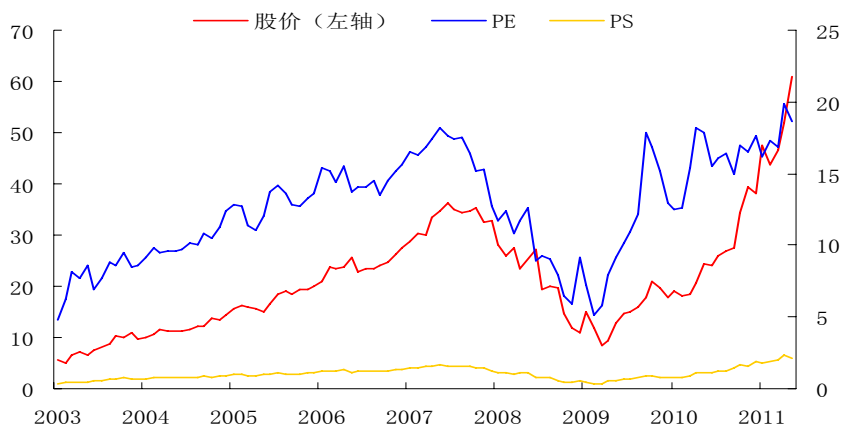
资料来源：彭博，东方证券研究所整理

图 2 1990 年以来公司股价累计涨幅远超德国 DAX 指数



资料来源：彭博，东方证券研究所整理

图 3 彭博上有统计的 2003 年至今公司股价、PE 和 PS 的情况



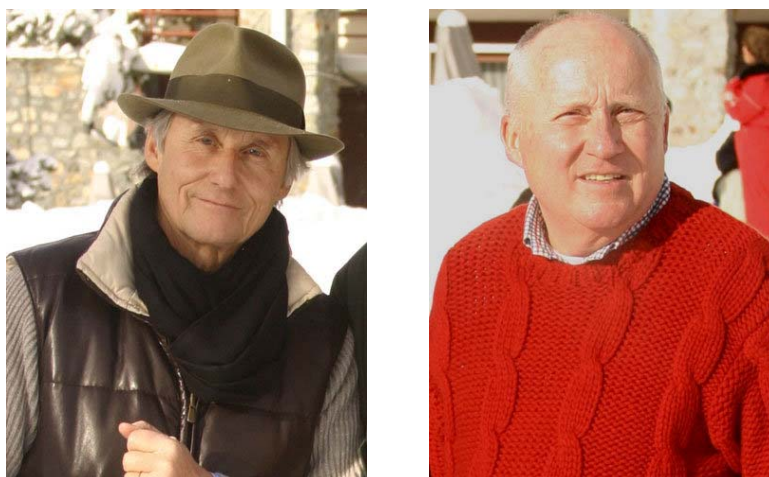
资料来源：彭博，东方证券研究所整理

二、公司历史：四次决定命运的选择

1、1967-1992：品牌转型和成功上市奠定市场地位

在公司创立者 HUGO BOSS 先生于 1948 年去世后的第 19 年，他的两个孙子，Jochen Holy 和 Uwe Holy 接管了公司，精通业务的兄弟俩转变了公司的业务方面，由之前的制服和工装，转为男士时装，由此带领公司驶向了一个真正具有广阔前景的发展方向。

图 4 带领公司成为德国男装第一品牌的 Holy 兄弟



注：左图为 Jochen Holy，右图为 Uwe Holy

资料来源：<http://www.ftd.de>，东方证券研究所整理

公司在兄弟俩的带领下，大胆引入新西服系列，采用高质量，极其轻的意大利纤维，同时辅之以流行的色彩和设计，裁剪也更加年轻时尚，另外还反市场而行之，采取高于市场平均的定价，这一系列有别于德国当时男装的举措获得了极大的成功，不到十年，公司的西服和茄克就超过了他们所有的竞争对手。

从现在来看，**公司当时的新产品恰是迎合了西欧雅皮士的思潮**，当时的西欧年轻人工作勤奋，追求物质享受，对奢华物品、高级享受的追求热情十足。而公司由意大利羊毛、丝绸、亚麻和棉花制作的高档男士服装，拥有顶尖的设计，通过大规模的广告战，华丽的服装陈列，无疑使 HUGO BOSS 成为当时年轻一代，有进取心的商业男士的潮流制定者。

1970 年代，公司对于它吸引人的新产品系列进行了进一步的提价。同时，公司也领风气之先，开始尝试在海外生产，这个趋势虽然在后面被越来越多的公司所采用，但在当时仅有一小部分。另外充沛的现金流也支持公司进一步扩大规模，公司开始向海外拓展，**1976 年，公司向大西洋迈出了关键的一步，公司在美国开设了第一家店铺**，虽然这个在美国不知名的德国品牌一开始饱受质疑，但是通过高品质和出色的设计，同时来自影星史泰龙，和顶尖运动员，比如五届温网冠军比约博格等体魄强健和英俊男人们的推荐，HUGO BOSS 代表专业成功男士的形象，慢慢被美国大众接受。

1980 年公司销售额突破 1 个亿德国马克，**1985 年公司成功上市，随后在销售收入和市值方面获得了更快速增长**。在公司上市后仅仅一年，公司的市值已超过德国所有男士服装生产企业的总和。1987 年，公司销售额达到 5 亿德国马克，在 80 年代末期更是接近 10 个亿德国马克。但在公司成功的顶峰，1989 年，Holy 兄弟把很大一部分公司的股票卖给了日本的 Leyton House Group，但是还是保留对于公司的管理。1991 年意大利时尚巨头 Marzotto 成为公司的新的母公司，2 年后，Holy 兄弟，两位曾经带领 HUGO BOSS 成为德国最大的男装生产商、跻身国际高档时尚工业的中坚力量，从公司管理层退休。

2、1993-1997：多品牌和全球化扩张重拾高增长

1992 年开始欧洲经历经济萧条，消费者减少对于昂贵衣服的消费，行业零售额大幅下降，特别是男装。同时，人员成本上升，意大利里拉大幅贬值 20-30%，造成意大利男装时尚设计师比 BOSS 有明显的价格优势。更麻烦的是消费者改变了他们的价值观，炫耀性消费的雅皮士时代过去了。受此影响，公司营业收入和净利润开始双双大幅下滑。公司需要做出改变以此来止住利润下滑的趋势。公司控股股东 Marzotto 集团迈出了勇敢的一步，雇佣 46 岁的捷克人 Peter Littmann 为 HUGO BOSS 的新任 CEO，Littmann 拥有科隆大学商业管理的博士学位，同时拥有国际纺织品营销的经验，正是由于 Littmann 的上任，成功地在短时间内就把公司重新带回到了高增长的轨道上。

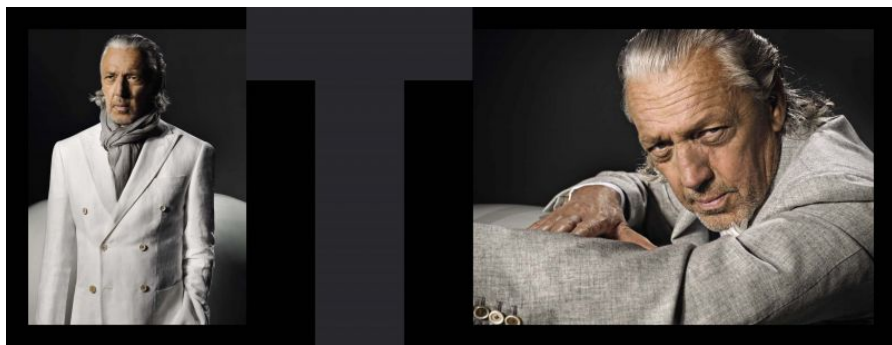
图 5 公司第一位职业经理人 Peter Littmann



资料来源：www.bigideasforce.eu/.../peter-littmann，东方证券研究所整理

首先，Littmann 决定启动多品牌策略，在 BOSS 品牌之外再推出两个新品牌，使公司可以适应消费潮流的变化覆盖更多的目标客户群。第一个新品牌是 HUGO，定位于年轻的专业人士，对时尚感兴趣，喜欢自己决定穿什么，而不像他们较为年长的同行，喜欢由妻子决定他们的时尚选择。HUGO 的西服比传统 BOSS 的西服便宜 10%，价格在 500-800 美元之间。第二个新品牌被命名为 Baldessarini，以公司多年的首席设计师的名字命名。这个有着意大利外表的奥地利本土名字，被公司用来传达新时尚系列的独特性，品牌定位于财务上独立的高级管理者，他们能够支付起一件奢侈的，拥有完美裁剪的价值 1500 美元的西服，其产品独家采用意大利最好的纤维。公司的三个品牌完全由三个独立的团队运营，包括从产品的开发到独立的渠道销售。几年之后，BOSS 品牌也进一步丰富，细分为 BOSS 黑标、BOSS 橙标（休闲服）、和 BOSS 绿标（运动服）。

图 6 目前已被 BOSS 精选替代的公司最早的高端手工缝制品牌 Baldessarini



资料来源：www.redbox.de/.../detail.php?nr=13196，东方证券研究所整理

其次，为了进一步削减生产成本，Littmann 进一步加强了全球化的产能分配。公司把还在德国国内生产的一半迁到了国外，主要迁到东欧，成本较德国国内要低 70-80%，留在国内生产的比重仅为五分之一。考虑到缝纫男士西服是一件相当复杂的任务，需要一些技术和经验。因此虽然 HUGO

BOSS 在德国没有拥有大部分的生产厂，但公司在捷克共和国，斯洛伐克，罗马尼亚训练工人，保证质量标准。另外有一小撮高技术水平的德国工人在公司 Metzingen 的工厂做最困难的工作，比如把袖子缝到茄克上等等。

另外，Littmann 的上任还进一步加快了公司全球扩张的步伐。以新兴市场东南亚为例，公司先后在香港设立了子公司，在中心城市，比如东京、北京和上海，开设直营店或者加盟店。**1996 年底**，公司大约有三分之二的销售来自德国以外的地区。

Littmann 的策略最终被证明是巨大的成功。1994 年，公司推出多品牌战略之后的一年，虽然公司总收入下滑，但是利润跳涨了 74%。

1997 年 Littmann 的合同到期，但他没有续约，行业内的人士怀疑，这很可能是 Littmann 和公司控股股东 Marzotto 的新任 CEO Jean De Jaegher 相处困难造成的。公司的执行董事，负责生产和后勤的 Joachim Vogt，在 1997 年 2 月接任了公司的 CEO。

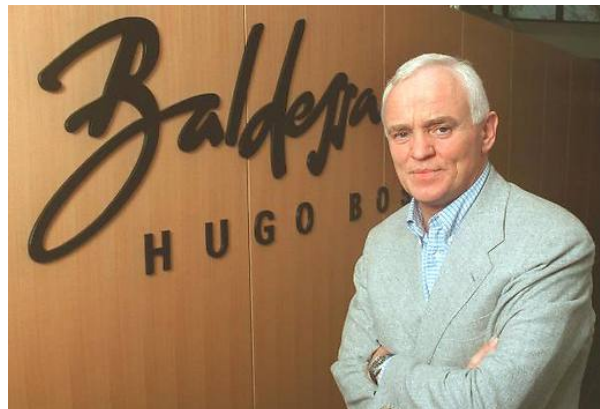
3、1998-2008：直营扩张和发展女装助推公司继续增长

Joachim Vogt 在 CEO 的位子上只待了一年半，因为他只关注他能做好的优化生产流程和后勤中心，但这对于一家顶级男士时尚公司来说是远远不够的。1998 年 11 月，55 岁的公司总设计师 Werner Baldessarini 接任了他的位子。

Baldessarini 在上任后提出，他的规划是把公司从一家男士时装公司转变为一家生活方式的时尚帝国，得到了资本市场的积极反馈。

首先公司通过推出女装系列进一步丰富产品线 and 覆盖更广泛的客户人群。虽然那时公司的产品系列已经扩张到包括男士运动服，衬衫，内衣，和特许配饰，比如领带，太阳镜。但是，经典的 BOSS 西服系列依然占了公司收益的 90%。当年公司在 HUGO 品牌下首先推出了女装系列。**2000 年 BOSS 黑标也推出了女装产品。**

图 7 公司第三位职业经理人总设计师 Werner Baldessarini



资料来源：<http://p4.focus.de>，东方证券研究所整理

其次，除了丰富产品线外，Baldessarini 还加快了公司销售渠道的扩张速度、广度和深度。1999 年—2000 年，共有 130 家新的 HUGO BOSS 店开张，公司的销售渠道增加到 300 家。公司产品的销售国家进一步扩大到 92 个。其中美国成为公司仅次于德国的第二大市场，销售额达到 1 亿美元。除了专卖店和专柜外，公司更是于 2001 年 4 月在美国纽约的第五大道开设了全美最大的品牌店铺，拥有 23000 平米，4 层楼的旗舰店。2001 年 12 月 Baldessarini 卸任公司 CEO 和执行董事。在他的任期内公司的销售额年均增速 18-22%，在法兰克福主板的公司股价在 2000 年翻番。

图 8 公司在纽约第五大道的专卖店



资料来源：http://thomasmayerarchive.de/details.php?image_id=28...，东方证券研究所整理

Bruno Salzer 接任了公司的 CEO，他制定的短期目标是 1) 使公司的女装系列开始挣钱。女装系列之前一直没有公司预期的成功；2) 进一步扩大公司的生产能力和进行流程再造，以降低成本和提升效率；3) 继续增开新店，并提升直营比重，扩大区域覆盖范围。公司在 2002 年对女装在时尚、款式、工艺和定价方面进行了改变，该项举措被证明是成功的，2003 年下半年公司女装实现盈亏平衡，2004 年则实现第一次盈利。公司女装销售量呈现快速增长，2005 年 BOSS 橙标女装推出，到 2007 年公司女装已成为德国年度最成功的女装之一。

图 9 公司第四位职业经理人 Bruno Salzer



资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

产能扩张和流程改造方面，公司在土耳其 Lzmir 的工厂内部产能扩张在 2004 年完成，同年，公司还先后在美国和瑞士布置纺织品生产工厂，同样在意大利和波兰布置鞋和皮具的生产点。**除了产能扩张外，公司于 2004 年推出哥伦布计划，对于公司的经营流程进行标准化**，使其能够适应公司日益扩大的规模，同时还采用了新的 ERP 系统来支持，该计划于 2006 年成功完成。为公司未来外部增长搭建了理想的平台。

销售网络方面，公司从 2003 年开始加大了对于直营渠道的开拓，直营店铺数从 2003 年的 81 家，到 2007 年已增加至 287 家，直营店铺的增加除了新开店之外，有些也通过对于原先加盟店的收购，**2007 年公司来自直营的销售份额增加至 15%**，来自直营的销售额达到 2.39 亿欧元。在地区上，公司加大了对于北美、东欧和远东（特别是中国）等区域的拓展。2006 年 9 月，公司在上海开了第一家店（单品牌店，直营店和加盟店），中国大陆的第一家直营零售网点。面积 402 平米，代表了 HUGO BOSS 品牌在这个重要的亚洲市场迈出了关键的一步。2007 年另一家直营店的中国北京开幕，同年中国取代日本成为公司在亚洲最大的单一市场。

图 10 公司在上海首家直营专卖店，位于外滩三号首层



资料来源：中国时尚品牌网，东方证券研究所整理

除了既定目标的集中落实外，公司还对部分原先授权的业务进行了收购，先后于 2003 年，2004 年把内衣、袜子、针织衫、鞋和皮具配饰等业务整合入公司，**特别是对于鞋和皮具的收购，成功推动了公司女装销售收入的增长**。另外品牌组合也有所调整，高端品牌 BOSS 精选于 2005 年推出，当年销售额便达到 2100 万欧元，BOSS 精选系列满足了在裁剪和合身，纤维，工艺等方面的高端需求，是 BOSS 男装的理想补充。同时为了加强关注核心品牌，公司于 2007 年春夏停止了 Baldessarini 品牌的相关业务（该品牌和 BOSS 精选在定位上也存在重合）。在 Salzer 的带领下，公司成功度过了 2002 年和 2003 年的经济下滑，并自 2004 年开始收入和净利润持续快速增长，至 2007 年公司销售收入达到 16.32 亿元。

2007 年英国私募基金 Permira 从 Marzotto 手中收购了公司母公司 Valentino 时尚集团（2005 年 Marzotto 把旗下的时尚品牌统一并入新成立的 Valentino 时尚集团）的大部分股票，间接持有公司 72% 的股权，成为公司新的大股东。

4、2008 至今：坚守品牌定位顺利度过危机

2008 年 2 月 Salzer 辞职，主要的原因是和公司大股东英国私募基金 Permira 公司在经营策略上存在重大分歧。Claus-Dietrich Lahrs 在 2008 年 8 月 1 日成为公司的 CEO。Claus-Dietrich Lahrs 之前曾担任法国 Christian Dior 时装公司的总经理。在 LVHM 效力 12 年，拥有在贵重和奢侈品行业积累的丰富的品牌管理经验。

图 11 公司现任 CEO，公司历史上第五位职业经理人 Claus-Dietrich Lahrs

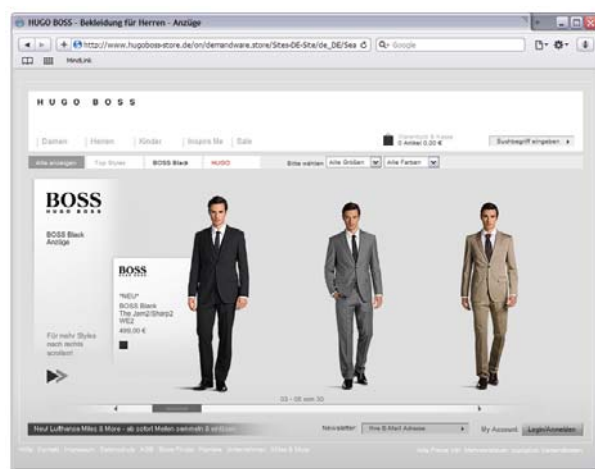


资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

2008 年底全球遭遇金融危机，消费者支出减少，行业下滑，公司也未能幸免，2009 年销售下降 7%，销售额的降幅本来可以更少，如果公司加入到时尚界蔓延的打折促销中去的话，但公司并没有这样做，因为公司坚信 HUGO BOSS 品牌应该一直以高端示人，这样必须要有一个不妥协的价格策略。为了应对危机，取代打折促销的是公司突出了对于极端市场快速反应的能力，严格控制成本，优化流程，成功管理现金流，以维持公司挣钱的能力。2010 年公司全面复苏，销售收入和净利润创出公司历史新高，分别同比增长 10.73% 和 78.75%。

除了顺利渡过金融危机之外，该时期公司还积极引入网上销售业务，2008 年秋季公司的网上销售业务最早在英国引入，2009 年成功在欧洲其他地区推广，包括德国、法国、比利时、荷兰，卢森堡。2010 年发展至美国市场。除了网上业务外公司还于 2010 年涉足移动业务，同时积极利用社交网络越来越大的影响力推广公司品牌，截止 2010 年公司在网络和移动平台上已和超过 1500 万名顾客建立了联系。另外公司的产品结构进一步优化，公司与品牌授权合作方 CWF 合作，由 CWF 生产和销售公司 BOSS 品牌下的童装，于 2009 年推出。2010 年 BOSS 绿标下的女装系列推出。

图 12 公司网上店铺



资料来源：www.zoomimage.com/.../hugo-boss/index.html，东方证券研究所整理

图 13 BOSS 品牌下的童装



资料来源：bru.borderlinx.com，东方证券研究所整理

三、公司历经波折却稳步壮大的奥秘

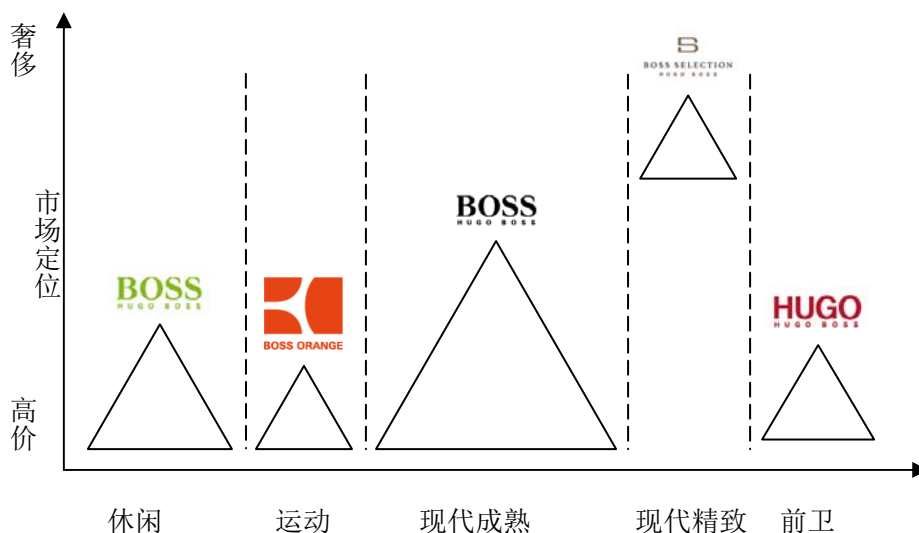
1、品牌建设方面——多品牌+高品质+持续营销

(1) 多品牌多品类带来更多发展空间

公司在 90 年代初，把原先的单一品牌 BOSS，增加至三个品牌 BOSS、HUGO 和 Baldessarini，之后又进一步细分为 BOSS 黑标、BOSS 橙标、BOSS 绿标、HUGO 和 BOSS 精选，每个品牌都有各自独立，且有明确的定位，比如 BOSS 黑标主要提供男女优雅的商务套装，休闲运动装，为

重大庆典场合设计的晚装。BOSS 橙标提供充满活力色彩的男女休闲服。BOSS 绿标提供时尚的功能性运动服。BOSS 精选提供使用最好的材料和最好的工艺，手工缝制男士西服。HUGO 提供公司旗下非传统、最前卫的男女服饰系列。

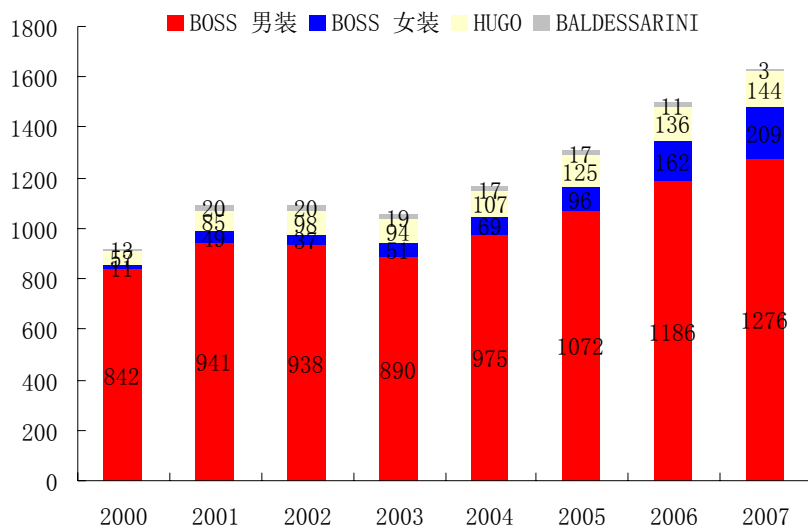
图 14 公司旗下各品牌的定位



资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

公司的多品牌策略区别于仅在原有品牌下扩大产品品类的方法，更加适合于公司这种以单一产品起家（西服）、且品牌本身已在消费者心目中成为产品代名词的情况（BOSS=高档西服）。因为对于公司来说，如果仅通过在原先的品牌下增加产品种类的话，一方面会影响公司原来品牌的专业形象，混乱消费者对于品牌的认知，另一方面也很难达到公司在短期内快速增加目标消费者的目的。

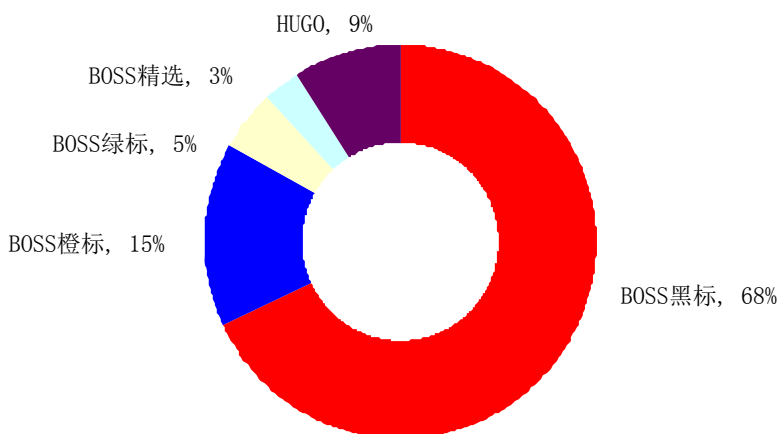
但是，通过设立多个品牌，或者在原有品牌下细分出多个子品牌则非常好地解决了上面的问题，即不会给消费者造成错觉，同时又把公司已建立起来的产品形象延伸到所推出的新品牌上。公司 90 年代和 2000 年后的两次业绩持续上升期已经证明了这一点，品牌的增加有效地打开了公司发展的空间，支持公司销售和盈利保持持续的增长。公司产品丰富度不断提高，从原先男士西服，到男士运动服，休闲服，进一步扩大至女装甚至是童装，公司产品的目标客户人群随之不断扩大，有效地促进了公司业绩的增长。

图 15 公司主要品牌销售收入 单位：百万欧元


注：BALDESSARINI 在 2007 年停止，公司在 2008 年后采用新的分类方法

资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

另外，需要着重指出的是，虽然是品牌多元化，但公司在品牌的增加上并不是盲目的，2007 年为了加强对于核心品牌的关注，同时减少品牌间定位的重合，公司毅然停止了 baldessarini 品牌。可见，品牌并非越多越好，公司需要的多品牌是能够增强整体品牌形象，同时又各自定位清晰，价格层次分明，不会相互冲击，给顾客造成品牌价值模糊的多品牌。

图 16 2010 年公司销售收入按品牌分


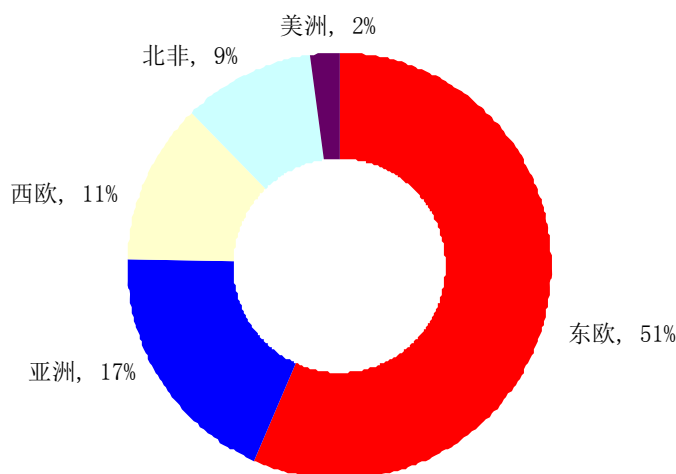
资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

对于新产品或品牌的推出，公司往往都做了充足的设计储备并辅之于大规模的品牌投入，以保障投放市场后的成功。以女装为例，公司于 1998 年和 2000 年先后推出 HUGO 和 BOSS 黑标女装，虽然当时属于推出初期，女装销售额占比很低，但在 2001 年公司纽约第五大道 23000 平米专卖店开张时，店铺内的女装已经可以占到三分之一。此外，对于新推出的产品品类，如果销售欠佳，不能得到市场认可，公司采取的做法是当机立断对产品品类的时尚、款式、工艺和定价等方面进行调整，这种做法在公司 2002 年对 BOSS 黑标女装，2007 年对 BOSS 绿标运动装的改革中都有所体现。当然新推产品品类也离不开大规模的营销投入，还是以女装为例，2006 年为了支持新的 BOSS 橙标女装系列，总额大约 1.13 亿欧元被用在市场营销上，占了当年公司销售收入的 7.5%。

(2) 坚守产品高品质和品牌高定位

对于品质的追求是公司一贯的坚持。公司旗下虽然有多多个品牌，各自定位也各不相同，但都主张高质量，优秀的工艺，杰出的设计。从创立伊始，公司便采用意大利的羊毛、丝绸、亚麻和棉花来制作公司的高档男装，除了采用优质的原材料之外，另外为了保证品质，公司还采取了如下举措，首先，公司到目前为止，依然是大部分产品自己生产，当然为了应对成本的压力，公司把绝大多数生产设施转移到了海外，仅留最核心的环节在德国国内。其次，公司的生产系统是被特别定制的，对于生产设施的技术配备有着特别的规定，以此来保证最优的生产质量。最后，为了保证颜色、设计和成品的独特，公司更是积极致力于亲自参与和推动发展创新的纤维和面料。

图 17 2010 年公司全球产能分布情况



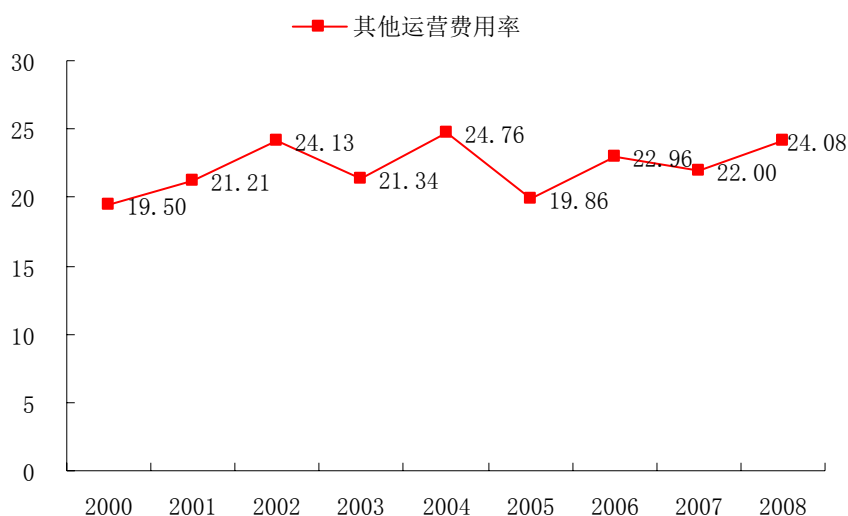
资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

在面对 2008 年底的金融危机，时尚界纷纷打折促销来应对的大趋势下，公司为了坚持 HUGO BOSS 品牌一直主张的决定优质，依然采用不妥协的价格策略。当然为了维持正常的运营能力，公司对于成本和现金流采取了严格的控制。从最后结果看，虽然当年销售收入有较大幅度的下滑，但却进一步夯实了公司品牌形象，在危机复苏的时候，业绩大幅反弹。

(3) 重视持续深入的品牌营销

作为国际知名奢侈品牌，持续的品牌营销自然是离不开的，公司在发展初期便采用了大规模的广告战。目前火热的植入式广告，公司早在上世纪 90 年代便有所运用，HUGO BOSS 的标识曾出现在好莱坞电影致命武器 4、哥斯拉等中。此外，除了积极参与时尚发布活动外，公司还持续对于体育赛事和文化活动的赞助，公司从 1984 年开始便赞助一级方程式赛车梅赛德斯车队，和许多顶级的高尔夫职业赛。另外热门电影的首映仪式上也有公司的身影，比如 2000 年电影霹雳娇娃的首映仪式上，女主角卡梅隆迪亚兹和德鲁巴里摩尔便是身着 BOSS 女装出席。通过国际化的营销，公司高端品牌的形象得以不断加强。

图 18 2000 年至今公司其他运营费用率持续处在高位，其中很大一部分来自营销费用



资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

图 19 F1 车手汉密尔顿拍摄的 HUGO BOSS 广告



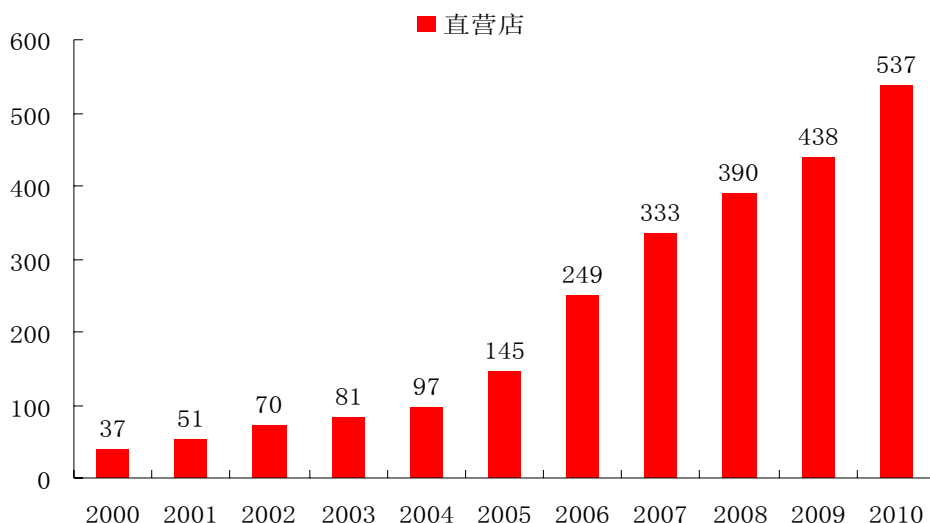
资料来源：中国经济网，东方证券研究所整理

2、渠道拓展方面——重视直营+全球化扩张

(1) 直营店建设推动毛利率和品牌双提升

公司在 2000 年前产品销售基本都是以批发为主，进入 2000 年后开始逐步加大对于直营店的建设，直营店数量从 2000 年的 37 家增加至 2010 年的 537 家，年均增幅达到 30.67%，销售占比也提高至 40%。直营店的增加主要通过新开设和收购加盟店，比如公司在 2007 年为了加强直营业务，收购了在德国和墨西哥的加盟店。

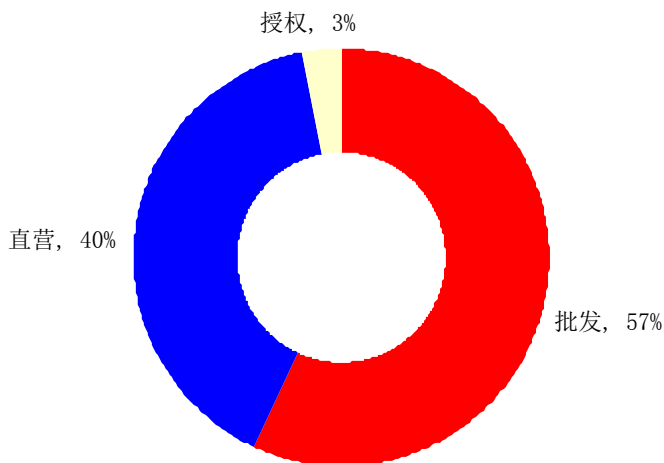
图 20 2000 年后公司直营店铺数量快速增长



资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

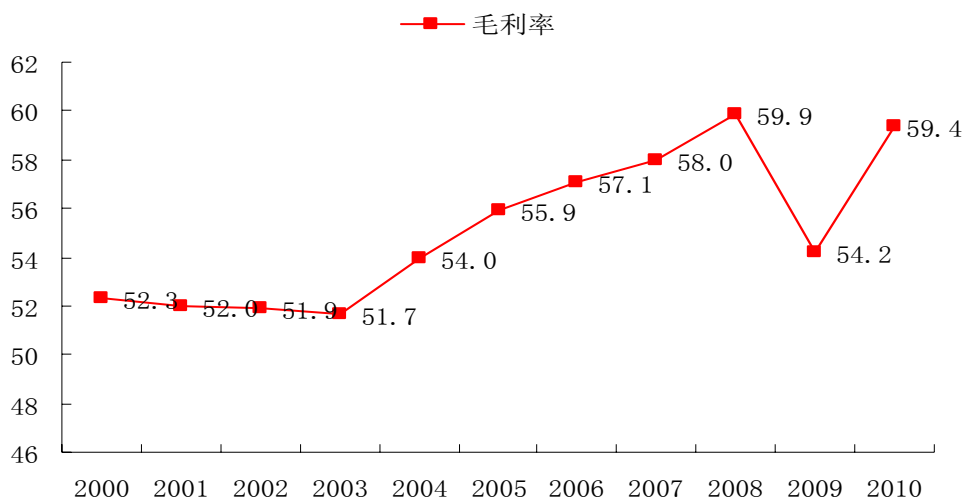
考虑到公司截止 2010 年底在全球共有超过 6100 个销售网点，包括多品牌店（4600 家左右，由批发商经营）和单品牌店（1500 家左右，由加盟商和公司直接经营），我们可以很明显的看到直营店销售对公司业绩增长的巨大推动作用。通过直营店的建设，公司可以和顾客建立起更直接的联系，更快地获得市场第一手的反馈信息，帮助公司更好地应对市场消费潮流的变化并快速予以反映，也从根本上改善了店铺管理的效率。另外由于直营较批发有着更高的毛利率，因此直营比重的增加也直接推动了公司毛利率的上升。

图 21 2010 年后公司直营占销售收入的比重达到 40%



资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

图 22 公司毛利率受益直销销售增加的正面影响



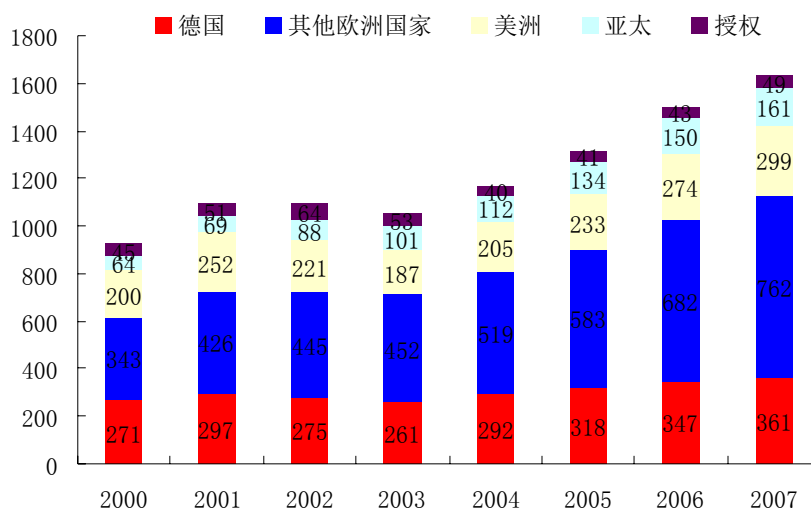
资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

通过直营店的快速扩张，公司在全球的品牌形象也得到进一步的加强。首先，直营店通常开在全球重要市场的核心地区，比如、苏黎世、米兰、伦敦、纽约、香港、上海等等，增强了 HUGO BOSS 品牌形象在这些地区的展示，其次，直营店可以较为完整地展示公司的产品系列，最后，直营店拥有统一的店铺形象，增强了公司在全球范围内的知名度。

(2) 全球化扩张带来更广阔的发展空间

全球扩张是每个世界知名品牌都会选择的发展方式，公司自然也不例外，1970 年代开始向德国以外的西欧国家开拓，1976 年进入美国，1994 年开始关注东南亚等新兴市场，2001 年扩大在北欧的销售渠道，2006 年开始增强对于北美、亚洲（特别是中国）和东欧的区域扩张。到 2010 年公司产品已在 124 个国家销售。对于全球扩张，公司坚持的原则是既增强已经建立起销售网点的市场的地位，又不断发展新的可能增长的区域。销售区域的延伸，带动了公司业绩的增长，特别是近年，北美、东欧和亚洲等强劲增长的市场对公司的业绩起到了关键的作用。

图 23 2000 年至 2007 年公司各地区销售收入情况 单位：百万欧元



注：2008 年开始公司不再单独统计德国的销售收入

资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

3、经营策略方面——供应链改革+有进有退的品牌授权

(1) “哥伦布计划”全面提升供应链效率

公司一直把最优化运营流程作为目标，因为作为一家具有领导力的时尚公司，在面对全球市场竞争的过程中，必须保持持续盈利的能力，这样才能够不断提高市场份额。在这个目标下，公司于 2004 年开始了哥伦布计划，该计划是公司历史上最综合的计划，该计划旨在极大的提升公司所有业务流程的效率，涉及对于公司几乎所有流程，从企划，生产到配送的重组。比如，标准化公司业务流程，使 IT 系统能够支持公司整个供应链管理，创建新的 ERP，使用自动的仓储和物流技术，保证在整个供应链流程中优秀的产品流管理等等。该计划于 2006 年成功完成。

哥伦布计划效果显著，比如每一季产品从创意到最终销售由 50 周减少至 12 周，更快地把流行趋势运用到产品中，更快地反应市场，比如从公司的订货会从一年两季增加到了四季，极大地满足了市场对公司的需要，巩固了公司市场领导者的地位。

（2）品牌授权有进有退提升公司综合竞争力

目前公司的收入中约有 3%来自品牌授权（2000 年以前该比例约为 5%），品牌授权不但对公司销售额增长有着较大的正面贡献，同时对于公司所有品牌也起到了增加产品系列、提升品牌知名度的作用。比如推出于 1984 年的香水系列，是公司和宝洁的合作，在持续贡献公司品牌授权费的同时，目前 HUGO BOSS 品牌的香水已经成为香水方面的世界领导者。除了香水之外，公司在手表和眼镜上的品牌授权业务也相当成功。近年为了进一步完善公司的产品范围，发展更多的销售和利润机会，在品牌授权方面，公司除了对于原有品牌授权下的产品不断推出新款外，还积极和其他代理商合作，比如 2007 年公司将唯一的珠宝的品牌授权给了奥地利的施华洛世奇集团，并于 2008 年夏季推出了第一款 BOSS 黑标和 BOSS 橙标珠宝。2008 年公司与三星电子合作，在 2009 年年底推出了 HUGO BOSS 手机和相关配件。2009 年，公司和 CWF 公司合作推出 BOSS 童装等等。

图 24 公司最成功的品牌授权——BOSS 香水



资料来源：www.boss-fragrances.co.uk，东方证券研究所整理

另外，在增加品牌授权产品的同时，对于和服饰相关的原有品牌授权，比如：内衣、袜子、针织衫、鞋和皮具等，公司则采取了成熟后到期收购的方式把其整合进公司，**回购具有更好业务协同性的原有授权业务不仅可以增加公司的业务增长点，也有利于提升公司品牌的综合竞争力。**其中最突出的例子就是对于鞋和皮具品牌授权业务的收购，2004 年 1 月，公司收购了以前的代理商 MHshoes&accessories，把其鞋和皮具业务纳入公司，并对这块业务进行了新的投资和运营规划，在意大利和波兰雇佣了 700 多人进行鞋和皮具的生产。鞋和皮具迅速成为公司最重要的增长领域之一，到目前为止公司鞋和皮具的销售收入占比已超过 10%，也在一定程度上提升了在女装领域的竞争力。

四、HUGO BOSS 的成功经验对国内男装品牌的启示

1、品牌持续发展的首要前提是契合不断变化的社会消费潮流

通过分析回顾 HUGO BOSS 的发展历史，我们发现无论是对 BOSS 还是我们之前研究梳理过的 ZARA、H&M、GAP、POLO、UNIQLO、COACH 等服饰品牌而言，**支持其品牌初创成功并始终保持生命力的首要前提是能够充分契合当时当地社会消费的潮流或者说伴随消费潮流的变化进行适度的品牌丰富和延伸。**

1967 年，公司品牌由最初定位的制服和工装转型为以西服为主的男士时装，并获得从市场的积极肯定。回过头来看，**公司当时的新定位恰恰是迎合了那个年代西欧雅皮士的思潮——当时的西欧年轻人工作勤奋，追求物质享受，对奢华物品、高级享受的追求热情十足。**而公司由意大利羊毛、丝绸、亚麻和棉花制作的高档男士服装，拥有顶尖的设计，通过大规模的广告战，华丽的服装陈列，无疑使 HUGO BOSS 成为当时年轻一代，有进取心的商业男士的潮流制定者。1992 年开始欧洲经历经济萧条，消费者减少对于昂贵衣服的消费，行业零售额大幅下降，特别是男装。在这样的消费背景下，单一定位的公司也难以幸免。但公司及时启动了多品牌策略，通过创立 HUGO、Baldessarini，以及将 BOSS 品牌进一步细分为 BOSS 黑标、BOSS 橙标（休闲服）和 BOSS 绿标（运动服），形成差异化的品牌梯队，进一步拓宽目标客户的覆盖范围，打开了公司持续发展的空间。

我们认为对于品牌消费品企业而言，在维护品牌核心元素不变的情况下能够针对消费潮流变化不断丰富品牌内涵是其获得可持续发展的主要动力之一。**对于国内大多数的男装企业而言，经过 15—20 年的发展，目前已经进入品牌核心要素逐步强化的阶段，要逐步区别于其他的竞争对手，才能获得较高的客户忠诚度，同时也要积极挖掘潜在的服饰消费潮流和迹象，对现有品牌内涵进一步丰富，为未来的可持续发展提前布局。**

2、产品品质是中高端男装竞争的关键因素之一

正如我们在本报告首页第一行所引用的 HUGO BOSS 首席执行官 Claus Dietrich Lahrs 的原话——“归根结底，最重要的还是产品。一个非常强大的、有说服力的产品可以让我们优于竞争对手。那正是我们的工作所在。”

从公司的发展历史看，我们认为其品牌能够不断发展壮大的重要原因之一也是其从开始成立到现在一直坚持的产品品质，即使在全球化设厂和金融危机的时候，公司也没有放松对产品高品质的要求，这在公司多品牌全系列产品中都得到了充分贯彻，也是公司近 90 年来品牌始终能获得高端客户认同的关键所在。

目前从产品定位、风格、经营模式等角度看，我们认为国内与 HUGO BOSS 相对有一定可比性的公司主要包括报喜鸟、九牧王和七匹狼。对于国内的中高端男装企业而言，我们认为保持一定的自产比率或者在外包情况下严格从上游控制并保证产品的高质量，是企业能够获得可持续发展的必要条件。

3、男装品牌向女装拓展的关键：充分准备+不断修正+高品牌投入+坚持不懈

我们认为 HUGO BOSS 的发展也为国内男装品牌向女装领域拓展提供了成功的典范。其实从品牌和产品最初的定位看，HUGO BOSS 也是一个男性化特质比较强烈的公司，但从 1998 年公司推出女装到 2004 年盈利，总共换了 6 年时间，公司实现了成功的跨越。尽管这样的跨越我们没有特别翔实的资料，但我们还是从公司历年的发展中看出了一些端倪——充分的设计准备、高品牌投入、坚持和不断的调整等。

公司于 1998 年和 2000 年先后推出 HUGO 和 BOSS 黑标女装，虽然当时属于推出初期，女装销售额占比很低，但在 2001 年公司纽约第五大道 23000 平米专卖店开张时，店铺内的女装已经可以占到三分之一，也从一个侧面反映公司在女装设计和开发方面实际是做了很充分的准备的。当然新推产品品类也离不开大规模的营销投入，2006 年为了支持新的 BOSS 橙标女装系列，总额大约 1.13 亿欧元被用在市场营销上，占了当年公司销售收入的 7.5%。另外在新品类推出之后，公司还是根据市场反馈进行了积极的修正和完善。2002 年公司对女装在时尚、款式、工艺和定价方面进行了改变，并取得了很好的市场效果——2003 年下半年公司女装实现盈亏平衡，2004 年则实现第一次盈利。公司女装销售量呈现快速增长，2005 年 BOSS 橙标女装推出，到 2007 年公司女装已经成为德国年度最成功的女装之一。

我们认为从男装（特别是原有品牌男性特质很明显的企业）向女装拓展本身是有比较大难度的，比如现在我们 A 股上市的七匹狼、报喜鸟等，也仍处在探索阶段，但 HUGO BOSS 的成功提供了很好的借鉴，对产品开发、投放、修正、品牌投入和原有品牌业务的和谐统一等都需要学习和深思。

4、适度直营对于中高端男装的长期发展具有战略意义

HUGO BOSS 最初的发展也是以批发为主的，进入 2000 年后开始逐步加大对于直营店的建设，并推动了销售收入和毛利率的持续提升。2000——2010 年公司直营店数量从 2000 年的 37 家增加至 2010 年的 537 家，年均增幅达到 30.67%，销售占比也提高至 40%，公司综合毛利率也由之前的 50%左右提升到 2010 年的 60%左右。另外直营的快速扩张特别是对全球一线城市的覆盖对于公司高端品牌形象的维护和提升也起到了关键作用。

我们认为对于中高端男装而言，品牌（包括产品本身）始终是行业竞争中排名第一的要素，适度的直营是维护和提升品牌竞争力的一个不错选择。由于商业环境和历史基础等原因，尽管我们本土的男装品牌基本都是依赖加盟或代理获得了快速成长的机会，但从中长期看，适度提高直营比重对企业的发展具有重要的战略意义，实际上本土的中高端男装品牌近年来也在陆续加强直营的拓展，我们相信对于行业发展来说也具有积极的引导意义，有利于国内的品牌服饰行业从粗放式发展向更精细化、专业化方向发展。

综上，从本土品牌服饰企业特别是上市公司群体的发展现状看，目前还没有一家与 HUGO BOSS 完全类比的公司，但已经有一些 A 股公司把其作为企业运营中学习的榜样，比如报喜鸟和九牧王。HUGO BOSS 公司尽管从企业规模、盈利能力等方面并不是我们这一系列研究报告中最出挑的，但作为一家老牌的德国企业，其严谨的风格——对产品品质和品牌始终如一的高要求对于我们本土

品牌公司而言十分值得学习，也有助于真正提升本土品牌的竞争力和影响力。我们认为本土的男装企业也到了从最初依托加盟或代理获得粗放式增长到对品牌、产品和渠道等精细化运营的阶段，只有这样才能获得新的突破。我们建议重点关注相关可类比公司七匹狼（买入）、九牧王（未评级）和报喜鸟（增持）。

表 2 纺织服装行业重点公司盈利预测与评级

股票名称	2010 年 EPS	2011 年 EPS	2012 年 EPS	2010 年 PE	2011 年 PE	2012 年 PE	三年 CAGR	投资评级
伟星股份	0.99	1.15	1.52	1.87	16.04	12.14	25%	买入
报喜鸟	0.41	0.57	0.75	35.76	25.72	19.55	32%	增持
七匹狼	1.00	1.38	1.77	37.16	26.93	20.99	30%	买入
美邦服饰	0.75	1.13	1.65	44.27	29.38	20.12	44%	买入
罗莱家纺	1.71	2.71	3.85	53.51	33.76	23.77	45%	买入
森马服饰	1.67	2.04	2.78	32.70	26.77	19.64	35%	买入
鲁泰	0.74	0.95	1.13	16.07	12.52	10.52	22%	买入
瑞贝卡	0.23	0.36	0.48	42.09	26.89	20.17	43%	增持
富安娜	0.95	1.51	2.08	54.42	34.24	24.86	43%	买入
梦洁家纺	0.61	0.93	1.30	54.72	35.89	25.68	43%	增持
星期六	0.28	0.33	0.44	36.43	30.91	23.18	30%	增持
嘉麟杰	0.30	0.41	0.57	43.77	32.02	23.04	33%	中性
探路者	0.20	0.36	0.58	99.30	55.17	34.24	65%	增持

资料来源：东方证券研究所（估值对应股价为 2011 年 8 月 3 日收盘价）

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2011年中报，我司持有罗莱家纺（002293.SZ）股票1974000股，占总股本1.41%；

截止本报告发布之日，本公司仍持有罗莱家纺（002293.SZ）达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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