

艺术和商业的完美结合 ——解读爱马仕品牌神话

研究结论

- 爱马仕是世界顶级奢侈品牌，迄今已有 170 多年的发展历史。公司产品涵盖皮具、丝巾、男女装、香水、手表、帽子、鞋、生活艺术品珠宝等 14 类产品。公司销售网络遍布全世界，2010 年公司在全球拥有品牌专卖店 317 家。2010 年公司销售收入和净利润分别为 31.85 亿美元和 5.59 亿美元。
- 爱马仕于 1993 年登陆巴黎交易所，之后的 18 年间股价涨了 60 倍，远超过同期法国 SBF120 不到 2 倍的涨幅。数据显示公司历年估值水平与公司业绩增速呈现明显的正相关关系。1993-2010 年公司营业收入和净利润的年复合增长率分别为 11.5% 和 17.3%。相应地公司股价的年复合增长率高达 25.5%，远超业绩增速。也再一次证明了持续业绩增长阶段的公司股价往往因为能获得高估值溢价而超过业绩本身的增速。
- 回顾爱马仕 170 多年的发展历程，公司经历了四次重要转折，正是这四次重要转折奠定了爱马仕在全球顶级奢侈品的行业地位。第一次转型是从 1837 年到 1918 年，企业从马具世家转型为皮具制造商获得初步成功；第二次转型是从 1918 到 1978 年，公司通过创新工艺+优良品质+多元产品，奠定现代奢侈品企业地位；第三次转型是从 1978 年到 1992 年，通过丰富产品组合+吸收全球文化精髓，爱马仕稳固了其世界顶级奢侈品品牌地位；第四次是 1993 年上市至今，公司进入快速发展期，主营产品齐头并进+业绩稳步增长。
- 我们认为爱马仕成功的关键因素来源于四大方面：（1）强调品牌内涵的一贯性和一致性；（2）始终保持产品的高品质和高定价；（3）高直营和等候定制保障渠道控制力和品牌忠诚度；（4）坚持口碑营销为主的奢侈品推广模式。（5）延续家族治理保证品牌文化的良好传承。其成功的核心可以概括为一句话——坚持艺术和商业的完美结合。
- 我们认为爱马仕的成功可以为国内品牌服饰企业提供以下借鉴（1）奢侈品牌产生的前提是当地经济文化的基础和世界认同度（2）对品质的完美追求是奢侈品牌的立身之本（3）高直营比重是维护奢侈品牌必要条件（4）内涵一致性是多品牌或单品牌多系列成功的前提。
- 结论：尽管本土品牌服饰领域目前还没有一家与爱马仕接近或有希望接近的公司，但爱马仕的成功经验可以为本土品牌服饰企业特别是有志于发展为中高端品牌的企业具有重要的学习意义。我们坚定看好国内品牌服饰企业，相信随着综合国力的提高和中国文化的国际认同度日益提升，中国本土未来会产生高端甚至奢侈品品牌，以其高盈利能力和持续增长为投资者提供可观的投资收益率（有关重点公司盈利预测及评级见表 1）。

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

证券分析师

施红梅

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010014

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

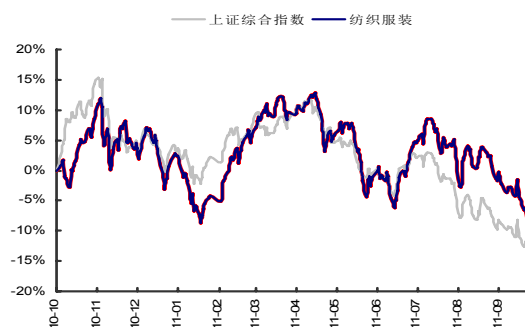
行业

纺织服装

报告发布日期

2011 年 10 月 11 日

行业表现(WIND)



相关研究报告

《产品是成功的关键

——顶级男装企业 HUGO BOSS 的成长史》 2011 年 8 月 19 日

《奢华，原来原来唾手可得——COACH 成长启示录》 2011 年 8 月 4 日

《解剖 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

目录

一、走近爱马仕.....	4
1、公司简介.....	4
2、股市表现.....	6
二、公司历史：决定命运的四次选择	8
1、企业转型获得初步成功：从马具世家转型为皮具制造商（1837-1918）	8
2、奠定现代奢侈品企业地位：创新工艺+优良品质+多元产品（1918-1978）	9
3、稳固世界顶级奢侈品品牌地位：丰富产品组合+吸收全球文化精髓（1978-1992）	11
4、上市后进入快速发展期：主营产品齐头并进+业绩稳步增长（1993-至今）	13
三、爱马仕成功之道解析	18
1、强调品牌内涵的一贯性和一致性	18
（1）清晰定位于“顶尖品牌”	18
（2）产品开发始终强调品牌内涵的一致性	19
2、始终保持产品的高品质和高定价	19
3、高直营比重和等候定制保障渠道控制力和品牌忠诚度	21
4、坚持口碑营销为主的奢侈品推广模式	22
5、延续家族治理保证品牌文化的良好传承	25
四、爱马仕的成功对国内品牌服饰企业的启示	25
1、奢侈品牌产生的前提是当地经济文化的基础和世界认同度	25
2、对品质的完美追求是奢侈品品牌的立身之本	26
3、高直营比重是维护奢侈品品牌的必要条件	26
4、内涵一致性是多品牌或单品牌多系列成功的前提	26

图表目录

图 1 爱马仕销售收入的产品构成（2010）	4
图 2 爱马仕销售收入的区域构成（2010）	4
图 3 爱马仕全球门店总数和门店的直营比重演变（2001-2010）	5
图 4 爱马仕销售收入增长趋势（1992-2010）	5
图 5 爱马仕净利润和毛利率、净利率变化趋势（1991-2010）	6
图 6 爱马仕上市以来股价变动图	7
图 7 公司经营业绩与股价走势图（1993-2010）	7
图 8 公司上市以来估值水平的变化趋势图	8
图 9 公司上市以来估值水平和销售增长率变化趋势对比图	8
图 10 左：爱马仕靠马鞍起家； 右：今日巴黎福宝大道 24 号爱马仕品牌旗舰店	9
图 11 1920 年爱马仕行李箱应运而生	10
图 12 左：1937 年第一条爱马仕丝巾 右： SAC À MAIN POUR DAME(女用手袋)	10
图 13 爱马仕品牌 logo 来源于 Émile Hermès 收藏的水粉画	11
图 14 贝克汉姆夫人的 Birkin 包	12
图 15 左：1986 年餐瓷第二亚洲风系列； 右：1986 年 Pippa 家具系列	12
图 16 2005 年的爱马仕餐瓷、水晶、银器系列	13
图 17 爱马仕皮制品产品销售和增长	13
图 18 2007 年新出 Lindy 包、2008Jypsiere28 寸包 和 2010 年的 Toolbox 包	14
图 19 爱马仕服饰产品销售额增长趋势（2005-2010）	14
图 21 爱马仕丝巾纺织产品销售额增长趋势（2005-2010）	15
图 22 2008Cape Cod 表，2010 年 Cape Cod Quadrige 和 Cape Cod “Gallopig H”	16
图 23 爱马仕香水销售和增长趋势（2005-2010）	16
图 24 爱马仕生活艺术品类销售额增长趋势（2005-2010）	16
图 25 2011 米兰家具展上爱马仕与 Dedar 合作的家纺系列	17
图 26 左：「上下」"桥"系列白瓷茶具； 右：「上下」的羊绒毡服	17
图 27 左：John Lobb 专卖店形象 右：2010 上下于上海的专卖店	19
图 28 爱马仕门店的直营比重和单店销售额不断增长（2005-2010）	21
图 29 爱马仕专卖店内部	22
图 30 左：2009 东京旗舰店橱窗；中：2009 年圣诞巴黎总店橱窗；右：2011 春夏巴黎总店橱窗	22
图 31 左 1：2009 年广告；右 3：2010 春夏广告	23
图 32 2010 年福尔摩斯主题秋冬广告	23
图 33 2008 年印度主题下设计出的靴子和餐瓷；2010 年巴黎一年一度的 CSI 国际赛马比赛	24

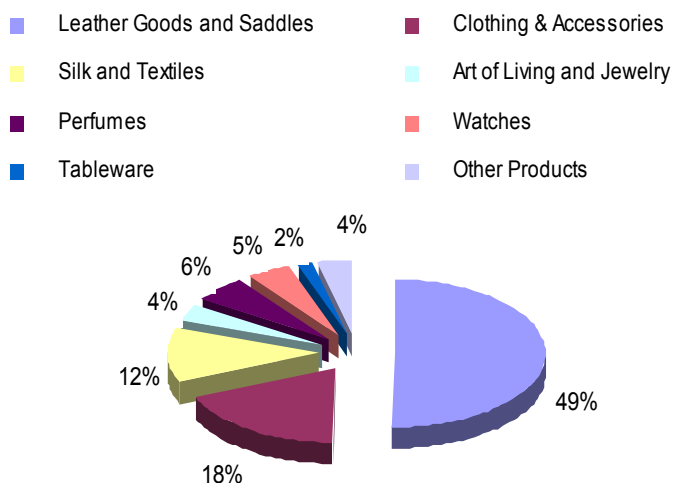
一、走近爱马仕

1、公司简介

1837 的巴黎是马车的天下。在那不绝于耳的马蹄声中，爱马仕品牌诞生了。由 **Thierry Hermès** 先生开创的这家马轭及马鞍制造工坊凭借精湛技艺取得成功，在 1867 年世界博览会上被授予一等奖的殊荣。当时巴黎最漂亮的马车上几乎都可见到爱马仕马具的踪影。

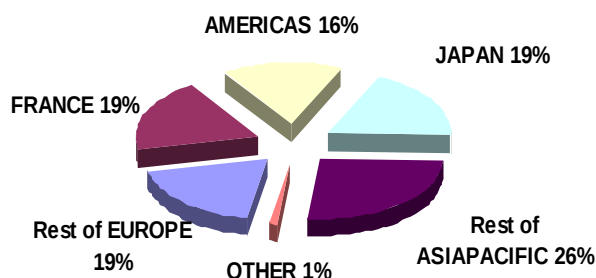
经过 173 年的发展，爱马仕如今已经成为世界顶级奢侈品牌的代名词，品牌产品也从最初的马具拓展到 14 个产品系列，涵盖皮具、丝巾、男女装、香水、手表、帽子、鞋、手套、珐琅、生活艺术品、餐具和珠宝等。公司销售网络遍布全世界，**2010 年公司在全球拥有品牌专卖店 317 家，另有旅游销售和手表、香水和餐具等产品的批发销售渠道，2010 专卖店销售网络对销售收入贡献率达 84%**。近两年爱马仕的增长主要源自美国和亚洲地区，由于日本和欧洲受到金融危机冲击比较严重，因此爱马仕专卖店的近年来加重了在中国和美国的布局。**2010 年在全球的 317 家专卖店中，欧洲门店占比降到 37%，其中，法国店占 10%；亚洲升至 37%，其中日本占比为 15%，中国大陆占 6%；北美洲为 19.5%，其中 16%在美国。**

图 1 爱马仕销售收入的产品构成（2010）



资料来源：hermes.com，东方证券研究所整理

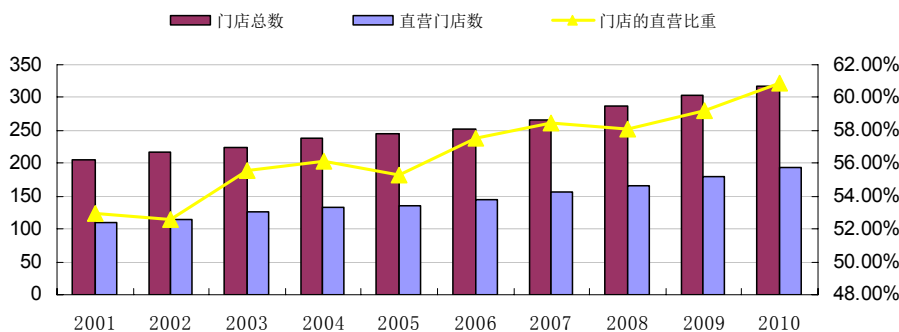
图 2 爱马仕销售收入的区域构成（2010）



资料来源: hermes.com, 东方证券研究所整理

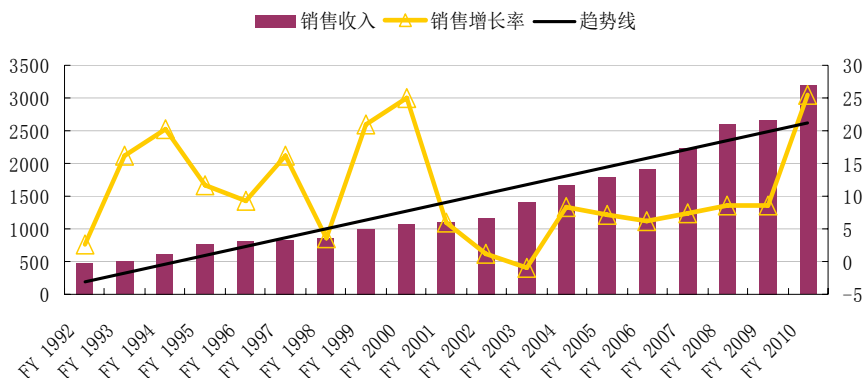
爱马仕于 1993 年登陆巴黎股票交易所, 目前爱马仕家族仍然是公司的最大股东和实际控制人, 家族持股达 73%。上市后公司进一步加快了国际化扩张步伐, 随着全球门店数和单店销售额的不断增长, 公司销售收入从 1992 年的 426 百万美元稳步增长到 2010 年的 3185 百万美元, 净利润由 1991 年的 21 百万美元增长到 2010 年的 559 百万美元, 近 20 年间公司销售收入和净利润的年复合增长率分别为 10.6% 和 17.7%。回首公司在 08 年金融危机以来的发展更是值得骄傲, 爱马仕是全球少数几个不仅未受经济危机影响, 反而在其中如鱼得水的奢侈品品牌之一。在金融危机最严重的 08 和 09 年, 众多奢侈品牌出现了销售收入和利润大幅下滑, 而爱马仕不仅保持了销售收入的增长, 在 2008 年销售收入增长了 8.6%, 在 2009 年销售收入增长了 8.5%, 并且利润也实现了增长, 2009 年经营利润增长了 3.1%。2010 年, 公司销售收入增长了 25.4%, 达 34 亿美元。在销售规模稳定增长的同时, 公司的盈利能力也保持在行业内领先水平, 2010 年, 公司毛利率达 66%, 高于同年行业平均 63% 的毛利率水平。2010 年公司净利率达 18%, 高于行业平均 13% 的水平。

图 3 爱马仕全球门店总数和门店的直营比重演变 (2001-2010)

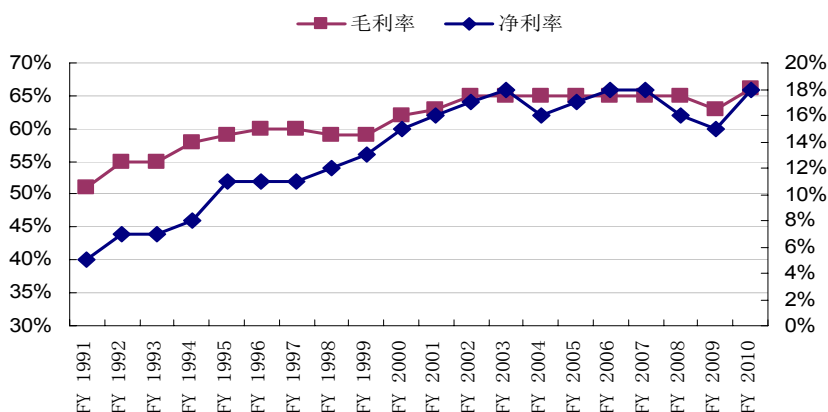


资料来源: hermes 网站, 东方证券研究所整理

图 4 爱马仕销售收入增长趋势 (1992-2010)



资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所整理

图 5 爱马仕净利润和毛利率、净利率变化趋势 (1991-2010)


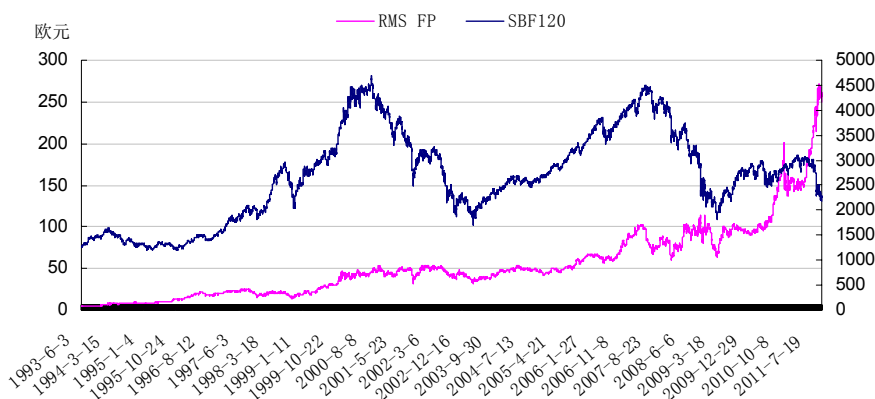
资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所整理

售价昂贵的爱马仕产品使其堪居奢侈品行业金字塔的最顶端。而高售价的背后是百年历史积淀后纯手工制造的魔力。为了彻底贯彻爱马仕品牌精神, 发挥其在手工技术 (KNOW-HOW) 和艺术方面的独特性, 爱马仕采取从“原材料-设计-手工制造-零售”的垂直一体化策略。近年来, 在设计和手工上远超对手的爱马仕, 通过并购和参股等形式, 加强了珍贵皮革和高档纺织品制造的能力, 不断向核心上游延伸。同时, 在专卖店数量落后于 LV 等奢侈品牌的情况下, 爱马仕也在改变渠道策略, 加快销售网络的增长。近年来在对品牌文化良好传承的前提下, 公司的经营策略更加积极进取, 公司经营呈现出蓬勃发展的势头。根据最新的财务报告显示, 2011 年中期爱马仕销售收入达 18.7 亿美元, 同比增长了 22%, 经营利润达和净利润同比分别增长 32% 和 49.5%, 公司经营业绩达到了 1993 年 IPO 以来的最高水平。

2、股市表现

爱马仕国际公司于 1993 年登陆巴黎证券交易所。公司股价从 1993 年的 4.3 欧元增长至 2011 年 9 月 22 日的 250 欧元，涨幅高达 60 倍左右，公司股价累计涨幅远高于同期法国 SBF120 指数的 1.7 倍增幅。

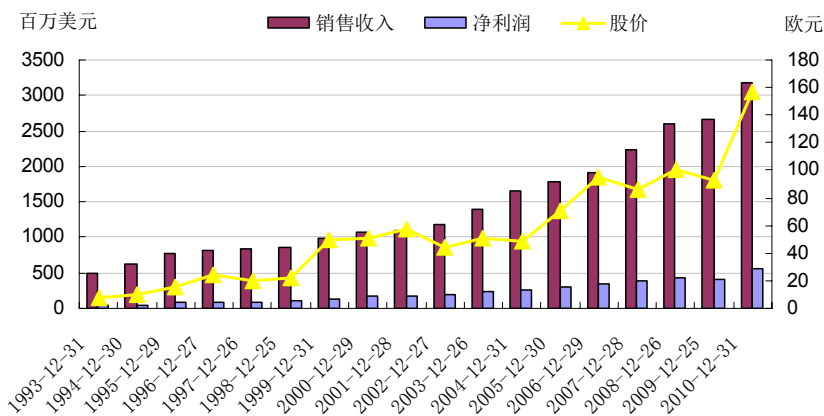
图 6 爱马仕上市以来股价变动图



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

从公司股价和经营业绩的相关性上看，我们可以发现爱马仕 1993-2010 年的公司营业收入和净利润的年复合增长率分别为 11.5% 和 17.3%。相应地公司股价的年复合增长率高达 25.5%，远超业绩增速。也再一次证明了持续业绩增长阶段的公司股价往往因为能获得高估值溢价而超过业绩本身的增速。

图 7 公司经营业绩与股价走势图（1993-2010）

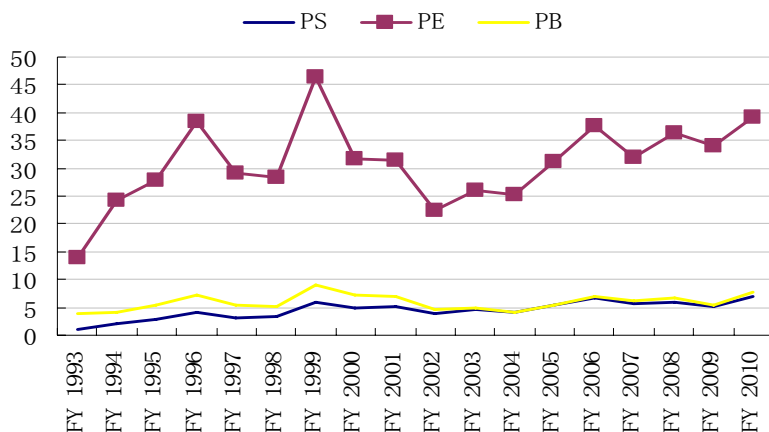


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

从公司上市以来股票历年的估值变化趋势看，估值水平与公司业绩增速呈现明显的正相关关系。从 1993 年到 1999 年，随着公司业绩的高速增长，估值水平不断提高。而后 2000 年至 2004 年，公司放慢了增长步伐，业绩增速回落，估值水平也随之下落。从 2005 年起，随着新一代掌门人的到

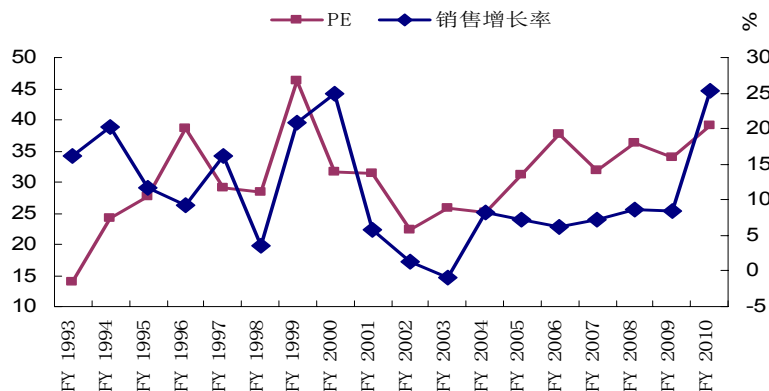
来，爱马仕的业绩增长又重新回升，估值水平也不断上涨，至 2010 年回到了 1998 年 40 倍的水平。具体见下图 8。

图 8 公司上市以来估值水平的变化趋势图



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

图 9 公司上市以来估值水平和销售增长率变化趋势对比图



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所整理

二、公司历史：决定命运的四次选择

1、企业转型获得初步成功：从马具世家转型为皮具制造商（1837-1918）

1837 年，Thierry Hermès 回到巴黎做起了马具生意，品质之精湛使其名噪巴黎。在 1867 年，其马轭获得了巴黎举行的万国博览会的一等奖的殊荣。

遵循着贵族马术传统，长久以来爱马仕家族不仅负责马具的制作，还负责骑士服的制造。爱马仕于 1878 年推出了为骑马人士设计的马鞍袋 Haut à courroies，也正是后来的 Kelly 包的雏形。1880 年，查尔斯·爱马仕子承父业，将店铺搬到了巴黎福宝大道 24 号，专为贵族提供马鞭和马鞍，一时间在当时巴黎的所有漂亮马车上几乎都能看到爱马仕马具的身影。

图 10 左：爱马仕靠马鞍起家；右：今日巴黎福宝大道 24 号爱马仕品牌旗舰店



资料来源：百度图片, 东方证券研究所整理

1898 年始，查尔斯之子 Émile-Maurice Hermès 三次远行俄国，带来了沙皇的海量订单。至 1914 年，爱马仕拥有了德国、比利时、波兰和俄罗斯等国际市场，包括各国皇室、商业、政治和金融各行业精英等客户，并聘有 70-80 名专业工匠。爱马仕品牌从创始之初，就服务于欧洲各贵族阶层，可谓具有天生的高贵基因。

1914-1918 年，第一次世界大战期间，Émile Hermès 被派往美国和加拿大负责替法国骑兵部订购皮革。此时正值汽车发明和铁路的繁荣，身临美国的 Émile Hermès 预感到美国和加拿大汽车工业的壮大将带来全球旅行的便利和繁荣。远见卓绝的他决定将爱马仕的产品主线由马具转向行李箱、皮包等皮具。随着一战后美国成为西方最富有的国家，美国移民潮和工业的发达使得环球旅行成为了趋势，爱马仕产品的成功转型充分顺应了时代发展带来的消费新趋势，公司因而也获得了快速发展，从一个马具世家成长为一家颇具规模的皮具制造商，奠定了成功的初步基础。

2、奠定现代奢侈品企业地位：创新工艺+优良品质+多元产品（1918-1978）

Émile Hermès 的上任真正带来了公司的现代化，也将公司由一家皮具制造商建设成为具有多元化丰富产品系列的奢侈品制造和零售企业。1919 年始，他招来他的朋友 Louis Renault 和 Ettore Bugatti 制造行李箱，任命装修工 Jean-Michel Frank 设计家具，他还引入皮带和成衣。在环球旅行成为热点的时代，爱马仕在箱包、服装、配饰领域有了长足发展，完全契合了当时社会精英们追求精致、舒适、速度和冒险的新趋势。精妙的马鞍针步被创造性地运用于手袋和皮包之上，皮革也被广泛应用于服装和饰品中。这个时候的爱马仕充满了工艺上的创新，包括爱马仕首次将拉链从北美引入法国，用于皮具和成衣上。当时，爱马仕为威尔士王子设计的拉链式高尔夫夹克（1918）也成为上流社会的流行风尚。从 1928 年开始，爱马仕涉足钟表行业。当时的爱马仕不仅是奢侈品制造商，亦是法国本土的高档奢侈商品零售商，与纽约的 Tiffany，和伦敦的 Asprey's 形成三足鼎立

三分天下的局面。因此，当时 Audemars Piguet (爱彼)，Patek Philippe (百达翡丽)，Vacheron Constantin (江诗丹顿) 等诸多瑞士老牌都在位于巴黎 Faubourg Saint-Honore 24 号的爱马仕总店销售，同时爱马仕也频频与这些制表商合作，推出特制腕表。同时这段时间的 Émile Hermès 开始了画作、书籍及各类艺术品的收藏，并用于激发设计工匠们的创作灵感。对于创造力、严谨性和想象力不懈追求的公司文化也开始扎下了根。

图 11 1920 年爱马仕行李箱应运而生



资料来源：hermes 网站, 东方证券研究所整理

1929 年 10 月美国股灾引发了经济危机，爱马仕遭受严重打击，几乎濒临破产边缘。因为一贯以来的诚信表现让供应商一起答应给予他们 12 个月的放账，使得爱马仕平稳渡过危机。一战后崛起的官场新贵和工业新贵为爱马仕带来源源不断的需求。随后几年，爱马仕零售网络开遍了戛纳和多维尔（Deauville）等法国时尚旅游区。作为当时的高档奢侈品生产兼零售公司，爱马仕的旅行袋系列、服装及配饰吸引了无数热爱旅游的人士。世界各地的游客来到法国都必定要光临爱马仕，欣赏店内集传统与创新于一体的产品系列。

1930 年代对于爱马仕的多元产品发展至关重要，此时推出的一系列产品后来都成为了爱马仕的经典。1937 年，即爱马仕品牌创建 100 周年，第一条爱马仕丝巾发售——它来自于 Émile Hermès 的女婿 Robert Dumas 受 19 世纪 30 年代的游戏盘“白衣女士和公共马车”启发产生的创作灵感，由此也拉开了爱马仕向丝巾产品领域拓展的序幕。另外在这个时期，公司在包袋和首饰方面也推出了一系列经典产品，如后来更名为 kelly 包的 sac à main pour dame “女士手袋”，还有 1935 年的 Sac a depeches 公文包和 1938 年的 Chaîne d' ancre 船锚手链等。

图 12 左：1937 年第一条爱马仕丝巾

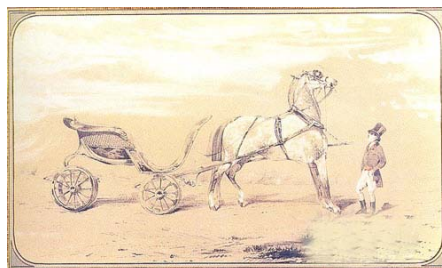
右：SAC À MAIN POUR DAME(女用手袋)



资料来源：www.hermes.com，东方证券研究所整理

经过从 1918 年开始近二十年多元化产品战略带领下的现在企业式快速拓展，到第二次世界大战期间，公司已经拥有了 5 个制衣厂，与时俱进的爱马仕还推出了适合女士骑自行车的衣服和背包等产品。由于物资匮乏，颜料和丝绸供应不足，爱马仕也采用了纱线、羊毛等原材料来替代丝绸。为了度过困难时期，爱马仕推出的产品充满幽默，如推出一条绘制了丰富食物的丝巾，充满了人们美好的愿望。战后，爱马仕品牌选择了橙色作为包装色，并推出了印有 Hermès 马车商标的包装带。包装带的不同颜色代表着不同的产品部类。此时爱马仕的品牌标识开始初步建立。

图 13 爱马仕品牌 logo 来源于 Émile Hermès 收藏的水粉画



资料来源：www.hermes.com，东方证券研究所整理

1950 年代 Robert Dumas 正式接替 Émile Hermès 管理公司。上任后，他继续坚定丰富公司的产品线，同时开始了国际化扩张的步伐。产品方面新增了香水（1951）和领带（1949），渠道扩张方面从六七十年代开始，爱马仕的专卖店在欧洲、日本和美国各地相继开立。随后业务发展到亚洲其他地区。1969 年，爱马仕的产品首次在香港发售，顾客可以在连卡佛百货选购爱马仕的丝巾和领带。而 1975 年，爱马仕在九龙开设香港第一间专卖店。

1976 年爱马仕成立控股公司。在 Robert Dumas 管理公司约 30 年后，爱马仕已从一个家庭工厂成功发展为制作和销售顶级奢侈品的跨国公司。此后，Robert Dumas 精力充沛的四儿子 Jean-Louis 接管了公司，把公司进一步建设成为今天这个强大的奢侈品品牌公司。

3、稳固世界顶级奢侈品品牌地位：丰富产品组合+吸收全球文化精髓（1978-1992）

1978 年，40 岁的 Jean-Louis Dumas 被任命为公司 CEO 和创意总监，成为爱马仕第五代掌门人。他不仅为品牌注入了蓬勃生气，更为爱马仕稳固世界顶级奢侈品品牌地位作出了贡献。随着国际销售网络和生产规模不断扩大，1992 年公司总部的制作工场和设计部迁移到邻近巴黎的庞坦（Pantin）的一座大楼内。至 1992 年公司职工人数达 2524，营业额 4.65 亿美元，职工人均实际销售额达 18.4 万欧元。净利润为 0.33 亿美元，毛利率为 54.8%。

Jean-Louis Dumas 倡导将现代生活创意融入传统工艺。一方面，他在表兄弟 Patrick Guerrand 和 Bertrand Puech 的帮助下，重新演绎了丝织品、皮革制品和时装系列，再次展现了爱马仕手工艺与艺术结合的独特风格。另一方面，他推动了爱马仕在珐琅工艺和陶瓷制造，手表，水晶珠宝和银器等手工艺的发展，真正把公司变成了拥有多元化产品的世界顶级公司。

通过前期与瑞士的江诗丹顿、伯爵等知名钟表制造商的合作，至 1978 年，爱马仕已经可以自制机芯。因此，爱马仕于 1978 年在瑞士比尔成立了自己的第一家腕表生产工坊。1982 年，公司收购了制作皮鞋的 John Lobb，进一步提升了手工制鞋能力。1983 年，闻名于世的 Birkin 包诞生。当年 Jean-Louis Dumas 在飞机上和初为人母的英国女演员 Jane Birkin 不期而遇。在交谈的过程中，Jane 抱怨包的袋身较窄，让她无法把婴儿的尿布、奶瓶等杂物同时都放进去。为此，杜迈先生灵机一动请 Jane 到巴黎的工作室来，为其设计容量较大、方便携带的 Birkin 包。就这样，这款适合旅行登机使用的手提包成为了当时女士的新宠并一直风靡至今。

图 14 贝克汉姆夫人的 Birkin 包



资料来源：www.zhiyin.cn，东方证券研究所整理

这个时期的爱马仕不仅继续丰富其产品组合，在产品开发上也更加注重对全球文化艺术精髓的吸收和利用，进一步体现其作为全球顶级奢侈品品牌的风范。1984 年爱马仕推出第一个餐瓷系列，时隔两年之后其第二个餐瓷系列诞生，并且融入了亚洲艺术之风。1986 年，爱马仕引入 Pippa 家具系列，由 Jean-Louis Dumas 希腊籍妻子 Rena Dumas 和 RDAI 设计公司的 Peter Coles 共同设计。

图 15 左：1986 年餐瓷第二亚洲风系列；右：1986 年 Pippa 家具系列



资料来源：hermes 网站, 东方证券研究所整理

4、上市后进入快速发展期：主营产品齐头并进+业绩稳步增长（1993-至今）

1993 年公司登陆巴黎股票交易所，约 40 个爱马仕家族成员共持有 73% 的股票，并由 6 位成员代表决策。

上市后，Jean-Louis Dumas 继续担任着公司 CEO 和艺术总监直至 2005 年 9 月。在 Jean-Louis Dumas 担任 CEO 期间，爱马仕不断壮大。爱马仕先后买下了法国的多个历史悠久的手工坊，将产品线拓展到银器及水晶。1993 年公司收购水晶工坊 Saint-Louis，而后推出了水晶餐具和水晶吊灯等。1996 年，收购银器工坊 Puiforcat，公司通过对这两个老牌手工坊的收购，进一步丰富了爱马仕餐具（Tablewear）的产品系列。1999 年，新的制表工厂在原厂不远处落成，三层的建筑物总面积 3,800 平方米，比旧址大 3 倍多，成为现今爱马仕钟表的基地。

图 16 2005 年的爱马仕餐瓷、水晶、银器系列



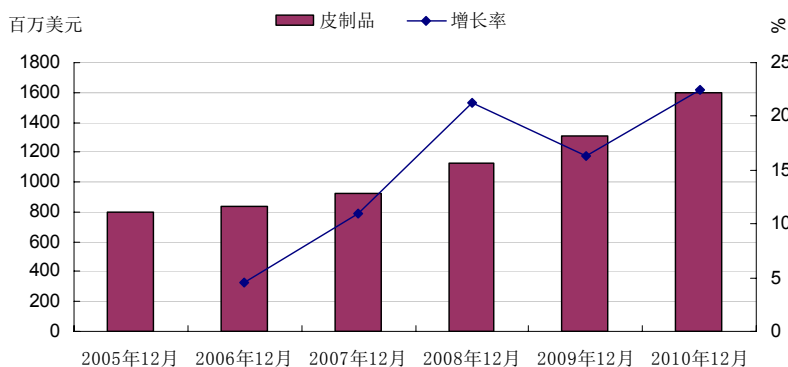
资料来源：www.hermes.com, 东方证券研究所整理

2006 年 Jean-Louis Dumas 去世，爱马仕的第六代接班人 Patrick Thomas 和 Pierre-Alexis Dumas 正式接班，他们秉承了家族 100 多年来的经营理念，继续发扬爱马仕的品牌精神。

上市和新一带接班人的接任进一步推动了公司的快速发展，公司皮具、服饰、丝巾、腕表、生活艺术品、香水等主营产品齐头并进，推动公司经营业绩稳步增长。1992——2010 年公司销售额从 4.65 亿美元增长到 31.85 亿美元，职工人均实际销售额从 1992 年的 18.4 万美元增至 2010 年的 38.1 万美元。

爱马仕的皮包等皮制品一直是爱马仕的明星产品，近五年平均增长率为 15%，皮具部门对公司总销售额的贡献率在 50% 左右。其最高端的两大皮包 Kelly 和 Birkin 一直拥有着长达几年的客户等待名单。而 2008 年之前 Pierre 任命 Couli 为皮具部门的创意总监后，相继推出一系列新的包袋，比如 2007 年推出的 Lindy 包、2008 年的 Jypsiere 包和 2010 年新推出秋冬新款 Toolbox 手袋等，都颇具爱马仕一贯的经典气质，并带来了皮包部门新的增长点。

图 17 爱马仕皮制品产品销售和增长



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所整理

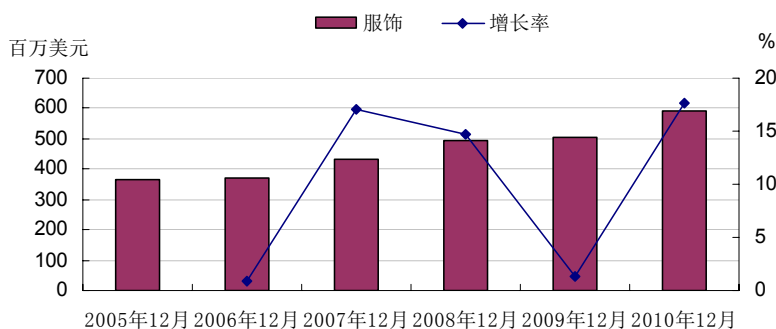
图 18 2007 年新出 Lindy 包、2008 Jypsiere 28 寸包 和 2010 年的 Toolbox 包



资料来源：hermes 网站, hers.cn, 东方证券研究所整理

爱马仕的服饰产品始于 20 世纪初的骑士装，经过了 100 多年的发展，已经在公司销售中位居第二，2010 年对销售收入贡献率达到 19%，近五年平均增长率为 10%。1998 年比利时籍设计师 Martin Margiela 出任女装设计师。2004 年 Jean-Louis Dumas 聘请了大胆前卫的法国设计师 Jean Paul Gaultier 为爱马仕设计女装。前卫的 Jean Paul Gaultier 和保守的 Jean-Louis Dumas 出乎意料地合作愉快。七年后其告别作（2011 春夏系列）再现了其 Hermès 处女作（2004 秋冬系列）风格，都以骑马装为设计概念，呼应 Hermès 以马具起家的历史根源，并由头到尾贯彻着 Hermès 的经典设计象征，包括皮革、色调、Birkin & Kelly 包的皮带锁扣细节等。2010 年，Pierre 任命 Christophe Lemaire 为女装设计总监，基于实用、优雅、不受时间限制的设计理念，新总监将带来爱马仕着装的新体验。

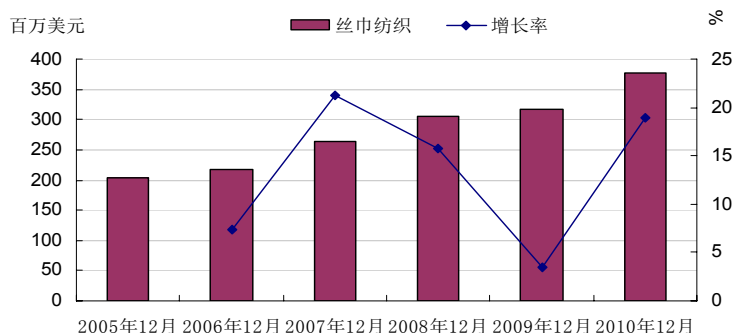
图 19 爱马仕服饰产品销售额增长趋势（2005-2010）



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所整理

爱马仕的丝巾可谓与其皮包和成衣齐名，都是爱马仕最早涉足的领域，也是在皮包和成衣之后的第三大重要的领域。2010 年丝巾纺织占爱马仕销售的 12%，年均增长率为 13%。爱马仕每年推出 12 款设计，至今已经有超过 100 多个款式的丝巾呈现在世人眼前。

图 21 爱马仕丝巾纺织产品销售额增长趋势（2005-2010）



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所整理

爱马仕腕表的发展在 21 世纪进入黄金期，从 2005 年的部门销售额 1.3 亿美元增长到 2010 年的 1.5 亿美元，2010 年该产品年产量约 8 万块，销售额占公司销售收入的 5%。曾经，爱马仕腕表常被钟表鉴赏家们归到“外表派”。2003 后，爱马仕和瑞士机芯和零件生产商 Vaucher Manufacture Fleurier 达成合作，推出搭载 Vaucher 机芯的 Dressage 腕表。此后的 2006 年，爱马仕向 Vaucher Manufacture Fleurier 注资 2,500 万瑞士法郎，占 25% 的股份，藉此来掌握复杂机械机芯的生产技术。2008 年首枚由 Vaucher 和 Hermès 携手创制的 H1 机芯正式装进了 Cape Cod 系列的身躯，同年瑞士高级钟表基金会 (Fondation de la Haute Horlogerie, 即 FHH) 接纳爱马仕为旗下会员，这标志着公司腕表业务在瑞士高级制表行业的地位得到了认可和巩固。2008 年起，爱马仕推出独特风格的限量版珐琅腕表，由瑞士顶尖珐琅艺术大师安妮塔·波切 (Anita Porchet) 女士手工制作，表盘上采用了传统的珐琅绘画工艺。2010 推出的采用点金珐琅工艺制作的“传奇之马”珐琅腕表约售 100 万元人民币，在全球仅有几枚，再次体现公司作为顶级奢侈品品牌在专业和艺术方面的完美结合。

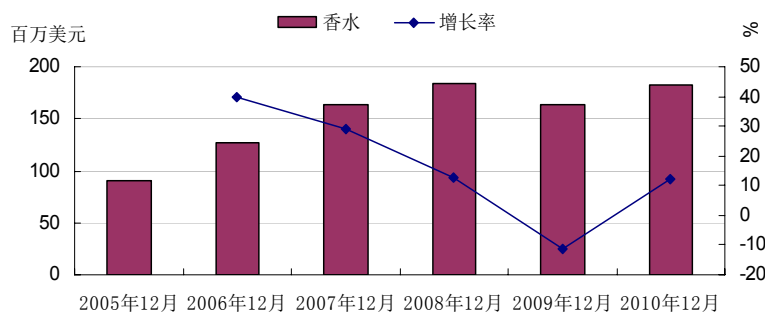
图 22 2008Cape Cod 表，2010 年 Cape Cod Quadrige 和 Cape Cod “Galloping H”



资料来源：hermes 网站,东方证券研究所整理

自 50 多年前，第一款香水推出之后，爱马仕香水就以其让人无法抗拒的芳香和魅力受到高端消费者的喜爱。2010 年爱马仕香水部门占到总收入的 6%。香水产品销售额从 2005 年的 90 百万美元增长到 2010 年的 183，增长了 2 倍，年复合增长率为 14.9%。

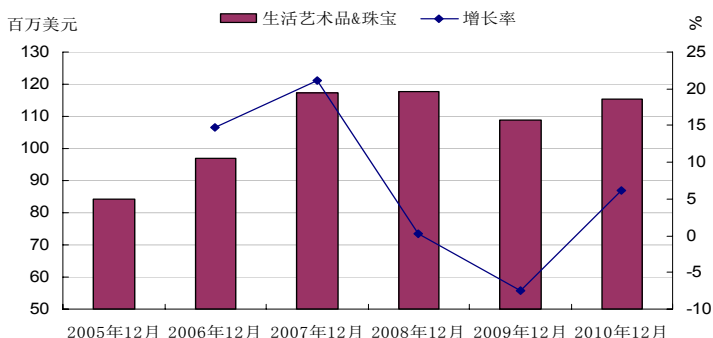
图 23 爱马仕香水销售和增长趋势（2005-2010）



资料来源：hermes 网站,东方证券研究所整理

2010 年爱马仕的生活艺术品和珠宝只占到销售收入的约 3%。Pierre 全面接管所有创意工作成为唯一的艺术总监后，极力推动了爱马仕在生活艺术品方面的发展。他开拓了爱马仕的家具、家纺以及其他家居用品。最近爱马仕与意大利纺织品公司 Deda 合作成立一家子公司 Faubourg Italia，这家子公司将专门致力于家纺和壁纸的生产和销售。Deda 与爱马仕合作的第一个产品系列于 2011 年米兰家具展展出。这些产品将在爱马仕指定专卖店和 Deda 的销售网络销售。爱马仕还在米兰展出其与当代多位杰出设计师合作的家具系列。从 2011 年 9 月起，这些家具系列将在爱马仕全球指定专卖店进行销售。

图 24 爱马仕生活艺术品类销售额增长趋势（2005-2010）



资料来源：hermes 网站, 东方证券研究所整理

图 25 2011 米兰家具展上爱马仕与 Dedar 合作的家纺系列



资料来源：cpp-luxury.com, 百度图片, 东方证券研究所整理

近年来公司除了进一步贯彻多元化产品的经营策略外，在多品牌方面也迈出了尝试的步伐。2010 年爱马仕的中国品牌“上下”在上海开了第一家门店，推出了第一套产品系列。“上下”作为专门定位于中国市场的子品牌，旨在将中国传统手工艺、尊贵原材料与现代生活艺术相结合，去推动中国消费者对传统手工艺的重新关注，去培养中国手工艺转化为艺术实用品的能力。“上下”品牌的创立极好地吻合了爱马仕品牌精神，同时又可以更好地贴近并服务于中国这个全球增长最快的奢侈品消费市场。

图 26 左：「上下」"桥"系列白瓷茶具； 右：「上下」的羊绒毡服



资料来源：Yoka.com, 东方证券研究所整理

值得一提的是，上市后爱马仕除了积极贯彻新产品和新品牌的开发建设外，也致力于国际销售网络

的扩张。进入 90 年代后，东南亚、中国、拉丁美洲、大洋洲及中东地区，都陆续列入爱马仕的专门店地址簿中。2001 之后的 10 年间，爱马仕专卖店从 206 家发展到到 2010 年的 317 家，以年均添 10 家新店的速度保持着渠道的扩张。

爱马仕国际公司以其丰富的产品系列，精湛的工艺和独特的艺术气质成为了奢侈品行业皇冠上最亮的一颗宝石，也成为资本青睐的潜在并购对象。当 2010 年 10 月 23 日，LVMH 宣布其通过股权互换，花费 214.5 亿美元，拥有了爱马仕 17.1 的股权时，爱马仕的股价升至 176 欧元的高点，并在往后的日子里不断被推高。对于 LV 抛出的橄榄枝，爱马仕的态度十分明确——不愿意被收购。为了应对 LV 公司收购，2010 年 1 月 6 日，爱马仕成立了集合爱马仕公司超过 50% 股份的非上市的家族控股公司并获得了法国金融监管机构的同意。**爱马仕不愿意被 LV 收购，关键之一在于两个公司完全不同的经营理念和品牌内涵。**爱马仕讲合作，不喜欢收购。爱马仕惯用参股模式也符合爱马仕家族经营的一贯宗旨：爱好和平，尊重自有机制，不购买品牌，买的是知识和生产能力。而 LV 是一个通过并购多类品牌后整合而成的巨无霸。爱马仕不愿意成为庞大的 LV 集团的一员。它将通过各种手段来保持自身的独立性和坚持其品牌的独特精神。**正如公司现任 CEO Patrick Thomas 所说，“爱马仕和 LV 对于爱马仕股权的争夺战不是一场经济战争，而是一场文化战争。爱马仕尝试着绘制完美的诗篇，同时取得了出色的经济效益。我们必须保护这一完美结合。”**

三、爱马仕成功之道解析

在新奢侈主义消费理念横行的世界里，爱马仕却能始终如一立足传统精英定位而大获成功，其本身就是一个传奇。在一个充斥着“流水线作业”和“中国制造”的世界，爱马仕仍然坚持聘用法国手工匠来缝制一个又一个闻名世界的 Birkin 和 Kelly 包。在一个通过庞大的营销活动创造品牌后，大肆授权“品牌”来扩充产品线的世界，爱马仕却自己精耕细作，推出一个又一个令人惊叹的新产品系列。在一个大集团不断兼并收购各类品牌建筑品牌金字塔的时代，爱马仕却独善其身，坚守奢侈品牌塔尖地位。这种对产品细节的关注，对产品链每一环节的严格控制，对品牌形象一致性的坚定维护使得爱马仕获得了可持续的成功。我们认为爱马仕的成功主要体现在以下方面：

1、强调品牌内涵的一贯性和一致性

爱马仕从创立开始，一直强调其品牌定位的一贯性和传承，在产品组合开发方面也是始终突出其品牌内涵的一致性，这也是公司能够获得持续发展的重要基石。

（1）清晰定位于“顶尖品牌”

爱马仕品牌从创建开始就定位传统精英群体，通过产品的稀缺、难以获得和高价位来保证其将客户聚焦于高端群体。90 年代始，新奢侈主义推行大众化奢侈品（ACCESSIBLE LUXURY）的风气日盛，许多大牌推出了面向新兴市场的新富和中产阶级的价廉奢侈品，迅速占领了新型市场，并获得了高速增长。在新兴市场——如过去 30 年推动奢侈品行业发展的日本和充满消费潜力的中国，奢侈品消费者的年龄普遍比欧美要年轻 10 岁，因而新奢侈主义获得了热烈追捧。但爱马仕坚持传统品牌定位，其价格让新兴市场年轻奢侈品消费者绕道而行，没有入门级产品，也拒绝向奢侈品消费年轻化作出妥协。公司 CEO 托马斯曾表示：“我们对这部分年轻消费者不感兴趣，那些喜欢浮华、炫耀型商品的消费者不是我们的目标客户。”爱马仕产品消费群体年纪大多在 40-45 岁之间，他们已经拥有财富一定的时间，已经过了靠名牌和随处可见的 logo 来证实自己身份的阶段，

对于他人认同的需求也不再强烈，转而意识到满足自我需求才是个人物品选择的终极标准。

（2）产品开发始终强调品牌内涵的一致性

回顾全球品牌消费品公司的品牌扩张历史，无外乎两种途径，一种是通过多品牌发展，另一种是单品牌多系列发展。爱马仕的成长历程中主要实行的是单品牌多系列发展策略，在同一个“Hermès”品牌下，不断适应消费需求的变化推出新的产品，目前公司的产品系列已经涵盖皮具、丝巾、服饰、香水、手表、生活艺术品、餐具和珠宝等 14 类。随着全球化的发展，爱马仕也在重新审视它的品牌策略，并开始在多品牌战略上进行谨慎的尝试。2010 年推出的 petitH 更像是为新的内饰产品服务而另立的产品名称。而 2010 年在中国推出的子品牌“上下”则完全像 John Lobb 一样，是与爱马仕完全独立运营的子品牌，拥有自己的专卖店网络。回顾公司的发展历史，无论是单品牌多系列还是谨慎推行的多品牌尝试——John Lobb 品牌和“上下”品牌都符合爱马仕公司的品牌精神，即把手工技术和当代生活艺术完美结合，最终体现为卓越的品质、一流的设计和高超的工艺。因而，产品的不断丰富多元和子品牌的加入不仅没有破坏“Hermès”品牌的一致性，反而进一步推动了爱马仕品牌精神在全球范围的深入传播。

图 27 左：John Lobb 专卖店形象 右：2010 上下于上海的专卖店



资料来源：www.yoka.com，东方证券研究所整理

2、始终保持产品的高品质和高定价

好的产品是一切品牌的基础，而坏的产品反而会因品牌的快速传播将让品牌迅速灭亡。爱马仕顶尖品牌的基础正是其品质精良又充满独特气质的产品。

（1）纯手工制作保证产品品质和差异化

进入 90 年代后，在新奢侈主义创造大众奢侈品的背景下，以 LV 和 PPR 为代表的奢侈品集团逐渐地减少手工艺，而采取更为流水化的生产工艺来降低生产成本。但是爱马仕一直强调纯手工制作和高端定制服务以保证产品的高品质和差异化。以包袋为例，爱马仕的每一只手袋由同一个工匠，带着皮围巾，拿着锥子，和浸蜡的麻线，采用祖传的马鞍缝制针法，用 15 个小时完成。爱马仕包的制造从皮匠手工检查和剪切每一块皮开始，质量好坏取决于工匠的眼力和手艺。每天大量的皮革被送到巴黎近郊庞坦的工坊，工匠们根据客户的要求，去挑选所要的皮种和色泽来缝制。如爱马仕

birkin 包的有四种尺寸，90 种不同素材和颜色的皮质可供选择。Birkin 包根据皮质的不同价格各异。其天价皮包一方面来自于珍稀原材料—除了鳄鱼皮、鸵鸟皮外，在选择牛皮、羊皮时，标准也更加苛刻。另外通过定制服务，产品的个性化和差异化也得到了体现。由于每块皮都不同，每一个颜色都有微小差异，每个工匠皮种的搭配不同，因而，有些手袋的色泽和皮纹搭配实属可遇不可求。爱马仕所用皮革只占有好皮料的 10%，并擅长利用皮质的纹路来体现不同风格。再以丝巾为例，一般品牌的丝巾以计算机绘图、自动化生产，最多套十五色。而爱马仕丝巾却以手工绢版套色，最多套四十二色，且丝巾车边均以手工卷边缝制，工序繁复。

除了包袋、丝巾外，爱马仕其他成衣、香水、腕表和生活艺术品等，大都以手工进行小量生产，公司全部产品的自产率高达 80%以上。爱马仕苦心捍卫生产过程中来自原材料和手工工艺的排他价值。可以说“手工”所体现出的复杂性和人性是爱马仕产品的核心价值。即使机器能够做出同样品质，也无法代替手工，因为前者的价值可以量化，后者则有无限演绎空间。

（2）垂直一体化的运营模式充分保证产品质量

爱马仕产品品质保证的关键在于对原材料的严格控制。为了做到坚持传统工艺，保证产品的高质量，爱马仕采取垂直一体化的运营模式，覆盖了产业链的每一个环节，从原材料，设计、生产到零售。原材料方面，当所有的竞争者都从中国购买斜纹丝绸来印制丝巾时，爱马仕却自己在巴西养蚕丝，并在里昂织造丝绸。为了保证原材料的质量和稳定供应，也为了自身工艺（know how）的保密，爱马仕拥有鳄鱼皮生鞣制公司 SOFICUIR49.6%的股权，并于 2007 年收购了 SOFICUIR 的剩余股权，将其变成全资子公司。在控股 SOFICUIR 之前，爱马仕已全资控股擅长处理珍稀皮革的 Gordon-Choisy。爱马仕一年约生产 3000 个皮包，一个包需要 3 个鳄鱼的头皮，而有伤的皮将不被采用，因此，珍贵优质皮革的稳定供应是公司产品质量和业绩稳定增长的前提。

设计是爱马仕创造力的灵魂。当所有的竞争者都在将香水的研发外包给既做食品香料又试验清洁剂香料的大实验室时，爱马仕却在法国南部格拉斯附近通过自己的实验室和香水气味鉴别师来设计每一款香水的味道。

生产工艺更是爱马仕品质的核心。爱马仕皮包采用独特的马鞍缝制针法，才使其达到如此精湛的品质。皮包在生产过程中，更是严格控制皮的质量，即使外行人看不出来的有伤的鳄鱼皮也将不会被采用。每一个包由一个工匠全程制作，如 Birkin 包正面右边的金属扣背面凹下去的框内的英文字母显示着生产日期和工匠的代号。爱马仕追求产品的一流品质还体现在其 2006 年入股瑞士 Vaucher 机芯公司实现自己造复杂机械机芯的能力上。

（3）超高定价保证其顶级奢侈品品牌地位

作为世界顶级的奢侈品品牌，爱马仕的定价策略是一直保持在奢侈品行业的顶峰——从其最受欢迎 Kelly（起价\$8450）和 Birkin（\$8850）就可见一斑。然而尽管价格昂贵，爱马仕手袋仍备受追捧，很多产品更是被用来收藏。

爱马仕的定价策略无疑是成功的。在保证产品极高品质和供应数量相对有限甚至部分产品需要排队等候的前提下，维持高价格就是维持其品牌地位。一方面高价格可以保证其脱离大众消费市场，形成排他性价值，另一方面高价格又能保证其在扣除了从原料、设计到生产等各个环节高要求带来的成本负担后仍能维持较高的盈利能力。当然高定价也并不是一成不变的价格，随着通货膨胀和世界消费能力的提升，为了不失去奢侈品特有光环，沦为大众消费品，奢侈品牌每年数次涨价是铁律。爱马仕也不例外，在爱马仕产品这一供方市场上，原材料、人工和流通环节等成本上涨必然要转嫁给其高端消费者。

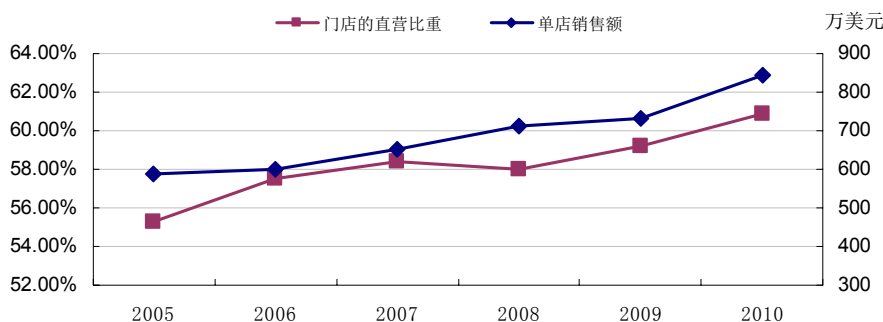
3、高直营比重和等候定制保障渠道控制力和品牌忠诚度

（1）以高直营比重保证对品牌和渠道的控制力

爱马仕对于销售终端的探索源远流长。早在上个世纪 20 年代，爱马仕的巴黎店就已经成为专营各品牌高端奢侈品的零售商。在大约十年后的三十年代，爱马仕做出了自己发展史上的另一项意义深远的决定：首当其冲开创单一品牌专卖店。单一品牌专卖店对于品牌文化的宣传和形象塑造有着长远深厚的意义。至 2010 年底，爱马仕在全球拥有 317 家门店，其中 193 家为自营店，直营占店铺数量的 60% 以上，其余为特许经销商店。为了维持一贯保有的爱马仕品味与形象，爱马仕全球所有的专卖店和零售专柜的格局都是专门设计的，甚至连陈列柜都是在法国原厂定制后才空运至世界各地。

近年来在渠道不断扩张的过程中，爱马仕也在逐渐收回授权，直营的比重在逐渐加大。2010 年爱马仕新增 12 家店几乎全为直营店。2011 年上半年爱马仕又收购了莫斯科的一家特许经营店。从总体趋势上看爱马仕正通过逐步提高直营比重的方式来加强对渠道的控制力。在渠道外延扩张的同时，爱马仕门店的单店销售额也在持续稳定增长，2005-2010 年的年复合增长率为 7.5%。爱马仕 2010 年统计的全球专门店网络的销售总额达 2680.8 百万美元，占其全部销售额的 84%，共有 317 家专门店，平均单店年销售额达 846 万美元（公司报表数据为 2010 年 2012 百万欧元，单店额为 635 万欧元）。

图 28 爱马仕门店的直营比重和单店销售额不断增长（2005-2010）



资料来源：bloomberg，东方证券研究所整理

（2）高端产品“等候+定制”的销售模式保障品牌忠诚度

今天爱马仕的 birkin 包虽然在专卖店可以见到，但是想要买到它，就必须定制。由于有些皮革种类稀有，而需求广泛，顾客常常需要在爱马仕的“客户等候名单”上等候几年，才能取到产品。通过采取“等候+定制”的皮制品销售模式，其经典手袋 birkin 和 Kelly 的需求量远在供给量之上。这一方面是由于爱马仕经典手工皮革的缝制不可能像机器一样批量化大生产，另一方面也由于爱马仕坚持使用昂贵稀缺的天然上乘的原材料，原材料供给有限。爱马仕的“定制”历史由来已久。通过定制产品，客户可以免费获得一些设计上额外的服务，并且可以根据自己喜好来选择细微差别的产品。通过定制，爱马仕还与客户建立了一对一的沟通。而对爱马仕产品的等候，就像准时的订单一样，

平滑了占爱马仕收入约 50% 的皮制品的需求，减少了爱马仕经营的波动。

4、坚持口碑营销为主的奢侈品推广模式

相对于其他知名奢侈品牌而言，爱马仕的营销力度一直要低调得多。回顾公司近 200 年的发展历史，爱马仕主要还是以口碑营销为主，辅之以其他的传统营销方式。爱马仕每年都投放一些广告或举办一些展览来对品牌和当期产品和设计主题进行宣传，但它不找明星代言，从 2002-2010 年，广告费占营收比重基本保持在约 5% 左右。

（1）强调口碑营销 突出产品和门店本身的宣传作用

爱马仕没有像其他奢侈品牌一样，请大牌明星来投放产品广告。而是通过本身原材料和工艺的严格控制，通过出色的产品本身来形成顶级的口碑，形成最低调反而最有效的高端品牌营销。高端品营销强调一对一的专属服务与沟通过程，不像大众产品，需要对上百万的消费者做广告。因此，爱马仕将投资花在客户会直接接触到的产品、门店和员工身上。每年爱马仕都会重新装修几十家门店。全球各地的爱马仕门店都像一个家，可谓内外兼修，通过专卖店的服务和装修给客户带来独特的购物体验。

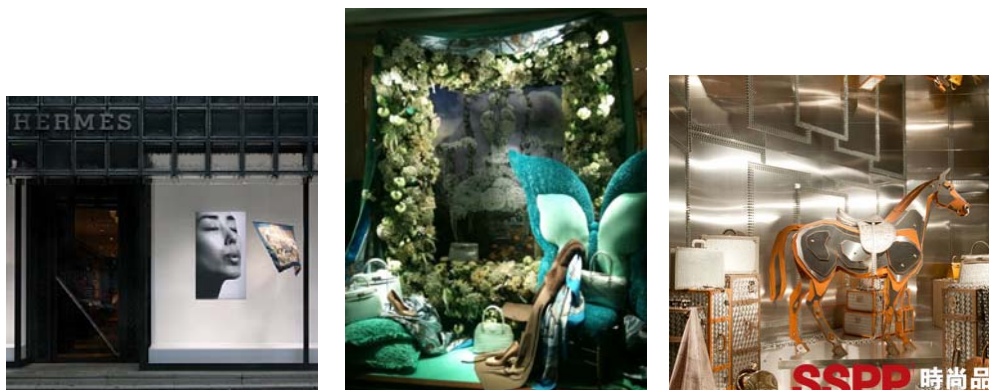
图 29 爱马仕专卖店内部



资料来源：百度图片，东方证券研究所整理

除了产品和店铺陈列外，爱马仕更是开创了橱窗艺术对品牌宣传的先河。爱马仕的橱窗设计起源于上个世纪廿年代末，当时众多品牌还都倾向于单纯直接的方式在橱窗摆设商品时，爱马仕发现了一种更能引人入胜的方式来设计橱窗。公司首任橱窗设计师是 Annie Bomel，由她负责巴黎总店的历年橱窗设计。1977 年起，Bomel 的弟子 Leila Menchari 担任爱马仕橱窗设计工作至今。爱马仕的橱窗打破了狭义上的贩卖功能，而且往往具有本土特色，会根据季度和年度做不同主题变换。2009 年爱马仕东京旗舰店由设计师吉冈德仁操刀全新橱窗设计。主打的丝巾是此番创意的主角。他请来女优轻吹入镜，配合微风手法漂移丝巾，极具创意。

图 30 左：2009 东京旗舰店橱窗；中：2009 年圣诞巴黎总店橱窗；右：2011 春夏巴黎总店橱窗



资料来源：百度图片，东方证券研究所整理

（2）适度推行广告宣传 体现精致内涵

以精致到无可挑剔著称的顶级奢侈品牌爱马仕，一直是以对品质要求尽善尽美而享誉全球。这些年来，爱马仕在广告的诠释上也凸显卓越工艺。动物是爱马仕广告大片中经常出现的角色，尤其是品牌最钟爱的各种马常常成为主角。2009 年广告是用丝巾拼凑出来的雪屋，在皑皑大雪中凸显特别之气，花样百出的爱马仕丝巾常常是广告的重头戏，风格梦幻而温馨。

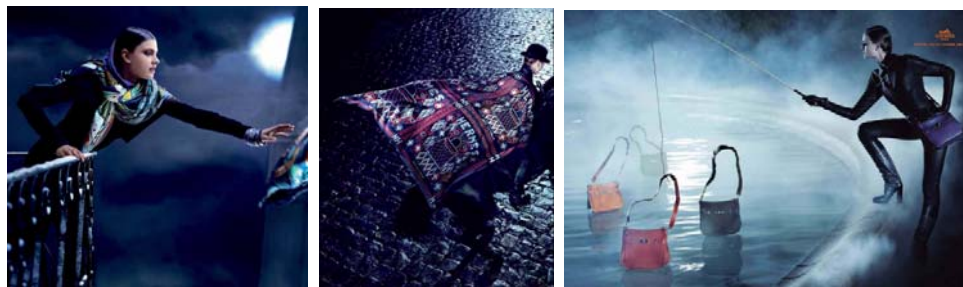
爱马仕（Hermès）的广告几乎每一季都能给我们带来惊喜。2010 春夏，爱马仕呈现了梦幻般的童话世界，灰姑娘辛德瑞拉，人鱼公主，豌豆公主，在名模 Karlie Kloss 的诠释下自然而清新，洋溢着春天的感觉。2010 秋冬依旧不例外，爱马仕将艺术与商业完美融合在这方寸之间，这回以福尔摩斯为故事蓝本，带来了一组充满着动感的广告。

图 31 左 1：2009 年广告；右 3：2010 春夏广告



资料来源：百度图片，东方证券研究所整理

图 32 2010 年福尔摩斯主题秋冬广告



资料来源：百度图片，东方证券研究所整理

（3）持续推广大型主题活动 深入宣传品牌文化

1978 年，爱马仕开始推行年度主题，作为设计师们的灵感出发点。如，2008 年是印度主题，2010 年主题是“现代艺匠--爱马仕”。同时，授权各区域市场自行设计系列活动。正如汤姆士所言，“我们期待每家分店以所在地的观点和创意阐述年度主题，因为爱马仕从来不说相同的故事，永远要让客人惊艳！”2011 年爱马仕主题为“美丽的逃逸（Beautiful Escape）”，法国爱马仕总公司选在清晨三点，带记者到巴黎近郊的批发市场体验主题精神，因为那里聚集了来自世界各地的食材。而爱马仕台湾分公司每年十月固定办主题派对，并经常邀请 VIP 客人去巴黎参加赛马会、安排顶级酒庄之旅、古堡住宿、乡间骑脚踏车等特殊行程。

展览本身是一种教育，爱马仕常通过当地展览和持续多年的世界巡展来宣传手工艺等爱马仕文化。1997 年 10 月，爱马仕于香港大学举行「千里马」展览，汇集了八十多件与马有关的来自北京故宫等的文物及画作。2007 年是爱马仕进入中国十周年，为纪念此事，爱马仕将在上海举办名为“锦绣梦想”的丝巾展。2010 年 9 月至 10 月，爱马仕在上海举办“缝制时间”皮具展，由来自巴黎总部的手工匠 Celine 在上海恒隆店向媒体和顾客现场展示了爱马仕独特的手工艺。另外爱马仕与马术有着不解的渊源。自 1985 年开始，爱马仕在沙田马场举行「爱马仕杯」赛马项目。而 2010 年 4 月，举行的巴黎一年一度的 CSI 国际赛马比赛由爱马仕来举办。通过丰富多彩的年度主题活动、大型展览和赛事赞助等公司更好地实现了品牌文化的进一步宣传和深化。

图 33 2008 年印度主题下设计出的靴子和餐瓷；2010 年巴黎一年一度的 CSI 国际赛马比赛



资料来源：iloveuse.com，百度图片，东方证券研究所整理

5、延续家族治理保证品牌文化的良好传承

爱马仕国际集团 1993 年上市后，创立者爱马仕家族仍持有 73% 股权，拥有对公司的绝对控制权，这很好地保护了爱马仕品牌，使其经营更注重长期发展，而非短期增长带来的财务收益。而爱马仕家族之所能历代传承这份家族事业与其价值文化的传承和对家族事业的热爱息息相关。

自爱马仕创立以来，家族已传承了六代，人丁兴旺，光持股的家族成员就有 60 人。2006 年去世的让·路易·杜迈在领导爱马仕 28 年间，非常注重随时与所有家族成员沟通分享家族事业的点滴进展。每当公司在海外举办重大活动时，杜迈都会把所有亲友组成旅游团亲临现场考察体验，让更多不参与公司日常经营管理的亲戚股东能充分了解爱马仕的发展和近况。如此，熟悉、亲切、自豪乃至认同的感情在他们心中油然而生，由此缔结的情感纽带自然把股东和公司牢牢地黏在了一起。

“对设计和手工艺的热爱”这一共同价值观是把爱马仕家族与家族事业紧密结合至今的真正奥秘。从 1837 年在巴黎开设马鞍马具作坊的第一代创始人蒂埃里·爱马仕（Thierry Hermes）到第五代传人让·路易·杜迈，这股热爱转化为一种经历百年不变的使命：视发扬光大设计和手工艺为己任。在爱马仕的世界里，创意高于生意。爱马仕对待设计和手工艺，是用尊重传统、追求创意和高品质的态度和方式，而且极尽完美。

与其他奢侈品品牌不同的是，爱马仕的艺术总监一直由家族成员担任，并以历史业绩证明了对品牌文化和内涵的良好延续和发扬光大。我们认为这与爱马仕家族百年来重视艺术教育熏陶有关。首先，爱马仕把自己的生意和产品当作艺术品来做，公司和家族内部洋溢着浓浓的艺术氛围，参与经营管理的几代人无不在艺术设计和鉴赏上颇有造诣，现任艺术总监皮埃尔·亚历克斯·杜迈的爷爷、家族第四代罗伯特·杜迈（Robert Dumas）设计发明了经典的丝巾和凯莉包，而他本人从小学习艺术，进入家族企业前曾是一名自由画家。其次，正是凭着家族的荣誉、责任和熏陶，爱马仕的品牌精神、创意设计、工艺品质和经营诀窍通过精心培养的家族成员从第一代传到第六代，使得这一百年老店始终发展顺利、少有挫折，在上世纪末奢侈品业收购兼并狂潮中独善其身、置身事外。坚持家族对企业的控制与管理，能够维护既定的经营模式，同时通过优秀的家族成员实现了对品牌的良好传承，这也许就是爱马仕从一个家庭作坊成长为世界顶级奢侈品品牌的奥秘之一。

四、爱马仕的成功对国内品牌服饰企业的启示

1、奢侈品牌产生的前提是当地经济文化的基础和世界认同度

从全球范围看，目前欧洲仍是各行业奢侈品品牌最集中的地方之一，除了高度发达的经济基数水平之外、长期积累的文化艺术水准和在世界范围内的认同度也是十分重要的原因。我们认为只有在当地经济文化发展到一定阶段并获得较高的世界认知度时才能产生本土奢侈品企业，并且在本地市场获得认同后逐步向全球范围扩张。从爱马仕的发展历史看，19 世纪的法国具备这样的经济文化基础，而且爱马仕从诞生之日起就因为服务于皇室贵族因而具备高贵的血统，并在后续的业务拓展中始终定位于少数精英人群。

从目前来看，我国的经济文化基础和全球地位离产生真正本土的奢侈品品牌还有不小距离，但是随着中国国力的日益提高和中国文化在全球范围内认同度的不断提升，以及企业运营更为成熟专业，

再依托中国 5000 年的历史文化积淀，我们相信未来中国会产生自己的奢侈品品牌，而服饰作为我国的传统优势产业其可能性相对更高。

2、对品质的完美追求是奢侈品品牌的立身之本

回顾爱马仕从一家家庭作坊成长为全球顶级奢侈品品牌的过程，我们发现公司对产品品质的不懈追求始终如一，纯手工制造、80%以上的自产率，以及从原材料开始直接通过种植或养殖等方式来控制品质的高度垂直一体化的业务模式等，无不体现出公司对影响品质的每个细节的完美追求。当公司遇到自身非擅长的技术时，则宁愿合资、也不外包，以严控质量，例如爱马仕入股瑞士的 Vaucher 手表机芯公司。爱马仕还成立特别订制部门，为客户量身订做皮件、水晶灯，甚至游艇、居家室内设计，提供差异化高端服务。高端定制的推出了体现了公司对品质的执着追求。我们认为优良品质是奢侈品品牌的立身之本，也是品牌获得长久的客户忠诚度从而实现可持续发展的必要条件。对于国内本土品牌服饰企业而言，尽管目前还没有达到奢侈品的高度，但坚持并保证品质是由大众消费品向中高档消费品甚至想奢侈品品牌提升的必要途径。

3、高直营比重是维护奢侈品品牌的必要条件

对于所有消费品品牌而言，直营/加盟始终是两个需要抉择的方向，而且两者各自的利弊也十分明显。从爱马仕的发展经历看，我们认为对奢侈品品牌而言，保持较高的直营比重十分重要。因为对于奢侈品而言，品牌宣传的一致性和形象的提升、对客户的服务与互动（服务的质量、更及时了解客户的需求等）、产品价格管理等显得尤为重要，而在这些方面直营相对加盟的优势十分突出。另外高直营比重对公司的盈利能力也是一个重要的促进。这也是爱马仕一直保持比较高的直营店比重（60%以上）的重要原因。

对于国内本土品牌服饰企业而言，历史上的快速成长主要来自于加盟商或者代理商合作带来的外延扩张，直营因为初始投入高、见效慢等原因普遍不强。但是我们认为随着国内流通环节的日益规范、同时企业粗放式外延扩张由于基数、加盟商动力等原因逐步放缓，适度培育直营力量提高盈利能力并提升品牌影响力将成为本土品牌，特别是有志于发展为中高档品牌企业的中长期战略选择。

4、内涵一致性是多品牌或单品牌多系列成功的前提

我们在上文就指出，回顾全球品牌消费品公司的品牌扩张历史，无外乎两种途径，一种是通过多品牌发展，另一种是单品牌多系列发展。回顾爱马仕的成长历史，绝大部分时间是采取了谨慎的单品牌多系列发展策略，即在同一个“Hermès”品牌下，不断根据社会消费需求的变化推出新的产品，目前公司的产品系列已经涵盖皮具、丝巾、服饰、香水、手表、生活艺术品、餐具和珠宝等 14 类。公司真正意义上尝试多品牌应该是 2010 年在中国推出的子品牌“上下”。

我们认为公司能有今天的成功，与其始终坚持品牌策略的内涵一致性息息相关。无论是“Hermès”品牌下的 14 类产品系列还是 2010 年新推出的针对中国市场的子品牌“上下”，所有产品和品牌的内涵是完全一致的，即把手工技术和当代生活艺术完美结合，最终体现为卓越的品质、一流的设

计和高超的工艺。因此尽管不同品类产品看似关联度不大，但不同品类的不断加入不仅没有破坏“Hermès”品牌的形象，反而进一步推动了爱马仕品牌精神在全球范围的深入传播。

反观国内的本土品牌企业在经历了 15——20 年单一品牌下的粗放式发展后，不少优秀的企业也在尝试单品牌多系列或多品牌的发展以打破规模天花板的瓶颈，但不少品牌核心内涵或品牌精神本身还没有确立或完善是一大不足，即使在品牌内涵明确的前提下，如何保持单品牌多系列或多品牌产品的内涵一致性也是一大关键，否则反而可能影响了原有品牌的市场定位和品牌影响力。

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，目前还没有一家与爱马仕接近或有希望接近的公司，但爱马仕的成功经验可以为本土品牌服饰企业特别是有志于发展为中高端品牌的企业具有重要的学习意义。毕竟我们身处全球增长最快最具活力的服饰消费市场，同时面临国家经济增长结构向消费转型的大背景，毕竟我们的本土品牌服饰企业经过 15—20 年左右的时间已经积累了良好的品牌基础、渠道资源和市场经验，而资本市场又为他们提供了更广阔的发展平台。我们坚定看好国内品牌服饰企业，相信随着综合国力的提高和中国文化的国际认同度日益提升，中国本土未来会产生高端甚至奢侈品品牌，以其高盈利能力和持续增长为投资者提供可观的投资收益率。

表 1 纺织服装行业重点公司盈利预测与评级

股票名称	2010 年 EPS	2011H1 增速	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	5%	1.15	1.52	16.74	14.41	10.90	25%	买入
报喜鸟	0.41	65%	0.60	0.80	32.22	22.02	16.51	35%	增持
七匹狼	1.00	41%	1.38	1.77	35.09	25.43	19.82	30%	买入
美邦服饰	0.75	833%	1.22	1.65	36.29	22.31	16.50	42%	买入
森马服饰	1.67	29%	2.04	2.78	30.22	24.74	18.15	35%	买入
鲁泰	0.74	34%	0.95	1.13	13.34	10.39	8.73	22%	买入
瑞贝卡	0.23	46%	0.36	0.48	37.30	23.83	17.88	43%	增持
富安娜	0.95	79%	1.51	2.08	49.56	31.18	22.63	43%	买入
梦洁家纺	0.61	47%	0.93	1.30	46.54	30.53	21.84	43%	增持
星期六	0.28	0%	0.33	0.44	31.25	26.52	19.89	30%	增持
嘉麟杰	0.30	45%	0.41	0.57	34.17	25.00	17.98	33%	中性
探路者	0.20	85%	0.36	0.58	84.20	46.78	29.03	65%	增持
上海家化	0.65	30%	0.95	1.35	46.83	32.04	22.55	42%	买入
九牧王	0.63	42%	0.91	1.22	38.29	26.51	19.77	30%	买入

资料来源：东方证券研究所（估值对应股价为 2011 年 9 月 30 日收盘价）

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