

361 度 (01361)

证券研究报告
2022 年 08 月 19 日

品牌焕新产品升级，多一度热爱深入人心

二十年积累，品牌战略升级初见成效

361° 成立于 2003 年，是一家集品牌管理、研发、设计、生产、国内外经销为一体的综合体育服装企业，包括 361° 主品牌、361° 儿童品牌、361° 国际线。目前中国及全球逾 7000 家零售店，于中国大众市场建立领先地位。

2012-2021 年公司营收由 49.51 亿增至 59.33 亿。2021 年疫情好转下宏观经济回暖，国潮崛起拉动国产体育用品需求增长；叠加公司升级产品组合，产品平均批发售价上调至疫情前水平，收入实现较快增长。2021 年归母净利润 6.0 亿同增 45.0%，2017-2021 年 CAGR 为 7.1%，快于收入复合年均增长率（3.6%）。22H1 公司业绩持续改善，归母净利润同比增速超 30%。

差异化定位结合性价比优势巩固大众市场

361° 深度参与体育赛事不仅提升品牌知名度、美誉度、客户忠诚度，同时向外界集中展现品牌态度、理念、文化及产品力。作为亚洲奥林匹克理事会官方合作伙伴，连续四次与亚运会携手。充分发挥连续多年支持国际大型体育赛事经验，以及产品技术创新层面优势的同时，也助推 361° 成为亚运会独特的文化符号。

依据清晰的品牌定位，围绕跑步、篮球、综训和运动生活等核心产品品类，实施专业运动与运动潮流双驱动发展策略。提升产品功能性、潮流时尚性、整合营销能力，持续优化和丰富品牌资源矩阵，为广大消费者提供专业化、年轻化、国际化的运动产品。

聚焦大众市场，差异化定位结合性价比优势发力。截止 2021 年 12 月，361° 共有 5270 间 361° 核心品牌门店，其中约 77.19% 门店位于中国三线及以下城市；361° 在三线城市逐年稳步提升，定位大众市场，通过高性价比优势抢占市场份额。

国牌崛起大众市场扩容，童装与女子赛道或成新增长点

政策支持大众体育运动，持续推动大众市场扩容。近年来，国家陆续出台多项政策，驱动国民运动健身意识进一步增强，促进体育运动消费需求。据《全民健身计划（2021 年-2025 年）》，预计到 2025 年全国体育产业总规模将突破 5 万亿元大关，更高水平的全民建设配套措施将进一步完善。

童装市场持续双位数增长，运动品牌渗透率提升。根据欧睿国际，2021 年中国童装市场规模达 2564 亿；预计 2022 年童装市场持续向好，规模将达 2880 亿。

女性健身热情高涨，“她经济”带动女子运动消费需求。女性健身需求已不仅局限于减脂瘦身，投资自我、需求多元、追求力量等成为女性健身新趋势，有望带动女子运动相关产品消费需求增长。

首次覆盖，给予买入评级

我们预计 FY22-24 收入分别为 68.4 亿、78.0 亿、87.9 亿元人民币，归母净利润分别为 6.9 亿、7.9 亿、9.0 亿元人民币，EPS 分别为 0.33、0.38、0.44 元人民币/股，PE 分别为 10.3、8.9、7.9x。

我们采取相对估值法对公司进行估值分析，选取港股标的李宁、安踏体育、特步国际进行对比分析，在运动行业 2022 年平均 PE26.93X 的基础上，考虑到 361° 为国内第四大体育品牌，在国牌竞争较为激烈的前提下巩固大众市场份额，所以对 361° 2022 年估值保守给予 15XP/E，对应目标价格为 4.95 元人民币/股，5.76 元港币/股，市值 102.37 亿元人民币，119.10 亿港

投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 4.05 港元

目标价格 5.76 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	2,067.60
港股总市值(百万港元)	8,373.79
每股净资产(港元)	4.21
资产负债率(%)	23.87
一年内最高/最低(港元)	4.88/3.00

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

币。

风险提示：市场竞争加剧、新品市场接受度不及预期、疫情影响线下销售等

内容目录

1. 二十年积累，品牌战略升级初见成效.....	5
1.1. 国内头部体育品牌，品牌矩阵多维发力	5
1.2. 公司股权结构，管理团队稳定多年	6
1.3. 重点品类量价齐增，运营优化带动盈利改善	7
2. 国牌崛起大众市场扩容，童装与女子成新增长点.....	12
2.1. 国牌加速崛起，全民健身大众市场扩容	12
2.2. 儿童与女子升温，成运动新增长点	15
3. 差异化定位结合性价比优势巩固大众市场	16
3.1. 品牌端：坚定大赛营销，专业+潮流双轮驱动品牌升级	16
3.1.1. 绑定亚运会，助力民族品牌提升国际影响力	16
3.1.2. 专业+潮流双驱动品牌年轻化转型	17
3.1.3. 深耕童装赛道，精准定位细分赛道	19
3.2. 产品端：科技迭代+国风设计赋能产品升级	20
3.3. 渠道端：持续线下渠道升级，完善电商体系建设	23
3.3.1. 线下：深耕大众市场	23
3.3.2. 线上：完善电商体系建设，多平台合力优化消费者体验	25
4. 盈利预测与估值	27
5. 风险提示.....	28

图表目录

图 1：361°品牌矩阵	5
图 2：361 股权结构（截至 2021 年 12 月 31 日）	6
图 3：2012-2021 年公司营业收入（亿元）及增速	7
图 4：2012-2021 年公司分品类收入占比	8
图 5：2012-2021 年鞋类/服饰销量（万双/件）及单价（元）	8
图 6：2012-2021 年 361°儿童销量（万双/件）及单价（元）	8
图 7：2016-2021 年公司分渠道营收（亿元）	9
图 8：2016-2021 年公司分地区营收（亿元）	9
图 9：2012-2021 年公司归母净利润（亿元）及增速	9
图 10：2012-2021 年公司毛利率及归母净利率	10
图 11：2017-2021 年公司分品类毛利率情况	10
图 12：2012-2021 年公司各项费率	10
图 13：2017-2021 年公司存货规模（亿人民币）	11
图 14：2017-2021 年公司存货周转天数（天）	11
图 15：2012-2021 年公司主品牌/儿童门店数（间）	11
图 16：2014-2022E 中国运动鞋服市场规模（亿元）及 YOY	12
图 17：2015-2021 年中国运动鞋服市场渗透率	12
图 18：2012-21 中国运动品牌 Top 20 中，国内外品牌占比（%）	13

图 19: 国产四大运动鞋服品牌差异化定位, 覆盖各类消费人群	13
图 20: 2015-2022E 中国童装市场规模 (亿元) 及 YOY	15
图 21: 2014-2021 运动品牌在童装市场渗透率 (%)	15
图 22: 2022 年杭州女性健身占比	15
图 23: 361°为亚运会官方合作伙伴	16
图 24: 361°官宣中国国家铁人三项队与中国国家女子水球队成为运动装备合作伙伴	17
图 25: 官宣 Aaron Gordon 为品牌代言人; 触地既燃活动现场	18
图 26: 361°赞助徐州马拉松	18
图 27: 361°代言人李子成、何引丽	18
图 28: 361°与知名 IP 高达联名海报	19
图 29: 361°官方代言人龚俊	19
图 30: 361°赞助中国跳绳国家队海报	20
图 31: 2016-2021 研发费用及收入占比	20
图 32: 361°竞速家族	22
图 33: 361° “AG1” 和 “AG2X” 科技配置	22
图 34: “AG1 Pro” 汉服、杭罗配色	22
图 35: 叁众创新沙龙	22
图 36: 2012-2021 年 361°主品牌店铺数	23
图 37: 361°2016-2021 年成人装店铺城市占比	23
图 38: 361° 第九代形象店	24
图 39: 2012-2021 361°儿童门店数	24
图 40: 361°儿童第四代形象店	24
图 41: 2016-2021 年电商收入及 YOY	25
图 42: 电商收入占比稳步提升	25
图 43: 361°618 直播预告; 361°淘宝官方直播间	25
表 1: 公司发展历程大事记	5
表 2: 公司部分高管情况 (截至 2021 年 12 月 31 日)	7
表 3: 2021-2022 多项政策支持大众体育运动	14
表 4: 361°科技概况	21
表 5: 2021-2024E 公司收入拆分	27
表 6: 对比估值分析 (截止到 2022 年 8 月 8 日)	28

1. 二十年积累，品牌战略升级初见成效

1.1. 国内头部体育品牌，品牌矩阵多维发力

361° 成立于 2003 年，是一家集品牌管理、研发、设计、生产、国内外经销为一体的综合体育服装企业，包括 361° 主品牌、361° 儿童品牌、361° 国际线。公司采用批发特许分销的业务模式，透过一级独家分销商及二级特许零售商管理于中国及全球逾 7000 家零售店销售点组成的庞大分销网络，于中国大众市场建立领先地位。目前公司收入规模为中国本土运动鞋服行业第四，2021 年公司市占率 2.6%，为本土第四大体育品牌。

361° 主品牌：定位于跑步、篮球、综训、运动生活等品类专业及高性能鞋类、服装及配件。自成立以来，主攻大众市场，满足运动及休闲生活的需求。品牌多次赞助奥运会、残奥会、亚运会等大型体育赛事，凸显专业运动品牌属性，同时通过跨界联名、赞助影视明星积极寻求年轻化转型，突破不同圈层的消费者。

361° 儿童：童装业务成立于 2009 年，主要为幼童至十四岁儿童提供运动服装、鞋类及配件产品。深化“科技新国潮”产品定位，持续丰富产品系列，加强产品创新，满足多元化运动需求。

361° 国际线：于 2014 年以林炳煌为核心的 361° 国际业务部成立，在中国台湾设立设计中心，组建研发团队，先后进入欧洲、美国和巴西市场。后疫情时代更加注重海外市场的稳健发展，积极巩固美国、欧洲、一带一路等国家和地区的市场，进一步增强 361° 在海外市场的影响力。自 2015 年至今在国际上荣获诸多奖项，多款产品获得《跑者世界》大奖。

图 1：361° 品牌矩阵



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2003 年福建 361° 体育用品有限公司正式成立，以高起点全球化视野开启品牌拓展和延伸。品牌先后赞助 2010 年广州亚运会，2014 年仁川亚运会，2018 年雅加达亚运会，2022 年杭州亚运会，与亚洲顶级体育盛会深度绑定。2021 年正式宣布成为徐州马拉松赛事的顶级合作伙伴，推动跑步品类的发展。2022 年与国家体育总局社会体育指导中心全国跳绳推广委员会签约，成为中国跳绳国家队官方合作伙伴。目前，361° 以“专业化、年轻化、国际化”为核心基因，主攻大众市场，以“专业+潮流”双向驱动，同时差异化品牌资源布局，多维度升级童装业务，依托于电商平台于科研创新能力，蓄势待发。

表 1：公司发展历程大事记

时间	事件
2003 年	三六一度（福建）体育用品有限公司成立，创立 361° 品牌。
2006 年	全面赞助 2006-2008 厦门马拉松赛，成为厦门国际马拉松赛全球顶级合作伙伴及唯一指定运动装备。

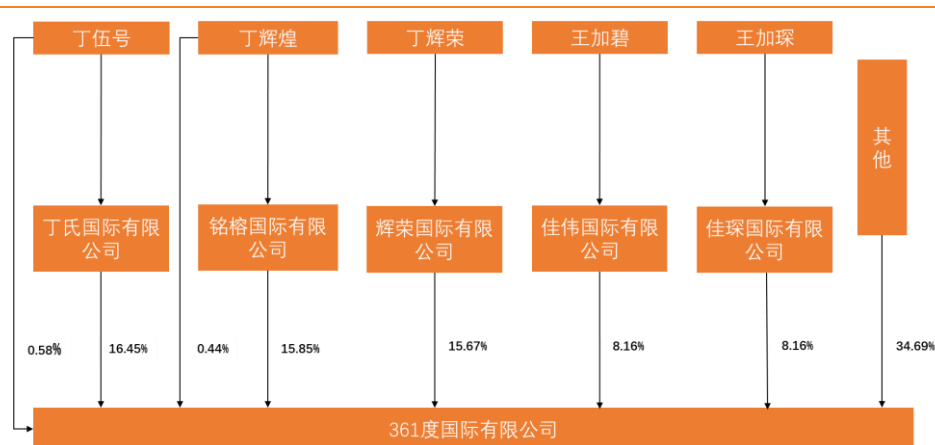
2007 年	与中国国家羽毛球队缔结 TOP 合作伙伴关系，共同征战世界赛场。
2008 年	宣布成为广州 2010 年亚运会高级合作伙伴，成就中国民族体育品牌赞助亚洲顶级体育盛会的光辉时刻。
2009 年	在香港联交所主板正式挂牌，股份代码为 01361 · HK。 361° 童装事业启动，迈出自主多品牌战略经营的第一步。
2012 年	361° 童装与央视少儿频道达成战略合作，为中国 3 亿儿童的未来全力奉献，关注儿童快乐成长多一度。
2013 年	361° 以“多一度热爱”成功携手中国国家游泳队，建立合作伙伴关系。
2014 年	361° 再次携手亚运会相聚韩国仁川，作为第 17 届亚洲运动会高级合作伙伴 361° 再一次唤醒全亚运人民对运动的热爱。
2016 年	361° 作为 2016 年夏季奥运会及残奥会的官方合作伙伴，赞助中国游泳队、自行车队以及希腊、南非代表团。
2017 年	361° 研发中心正式对外发布，致力于通过数据采集与分析，为消费者提供科技与设计兼备的高性价比运动装备
2018 年	361° 正式公布集团电竞战略规划，成为首个开始电竞战略系统化运作的中国体育品牌。 由 361° 赞助的 2018 雅加达亚运会于印尼首都雅加达举办。
2020 年	正式宣布成为杭州 2022 年第 19 届亚运会官方体育服饰合作伙伴。
2021 年	361° 作为赛事顶级合作伙伴赞助 2021 徐州马拉松赛。
2022 年	361° 与国家体育总局社会体育指导中心全国跳绳推广委员会签约，成为中国跳绳国家队官方合作伙伴。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 公司股权结构，管理团队稳定多年

集团股权结构稳定，丁氏家族持股比例达 48.99%，集中度高。截至 2021 年 12 月 31 日，公司实控人为丁伍号先生，直接持股 0.58%，通过丁氏国际有限公司间接持股 16.45%，合计持股 17.03%。丁伍号、丁辉煌、丁辉荣（丁辉煌和丁辉荣先生为丁伍号先生姻亲兄弟）通过相关国际有限公司合计持股 48.99%，王佳碧和王佳琛（王佳琛先生为王加碧先生胞弟）合计持有股份 16.32%。

图 2：361 股权结构（截至 2021 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司高级管理人员较为稳定，均具有较高学历和丰富的运动服饰行业从业经历。丁伍号、丁辉煌、丁辉荣和王加碧先生分别负责集团的整体策略规划，营运生产，财务基建和人力资源、对外公共关系工作。此外，集团还引入外部经验丰富的高级人才。例如，首席财务

官李苑辉先生拥有逾 30 年财务相关经验，曾任河北省承德市政府经济顾问。品牌管理中心郑业欣先生拥有 10 年以上多家国际 4A 及本土广告公司任职经验。

表 2: 公司部分高管情况 (截至 2021 年 12 月 31 日)

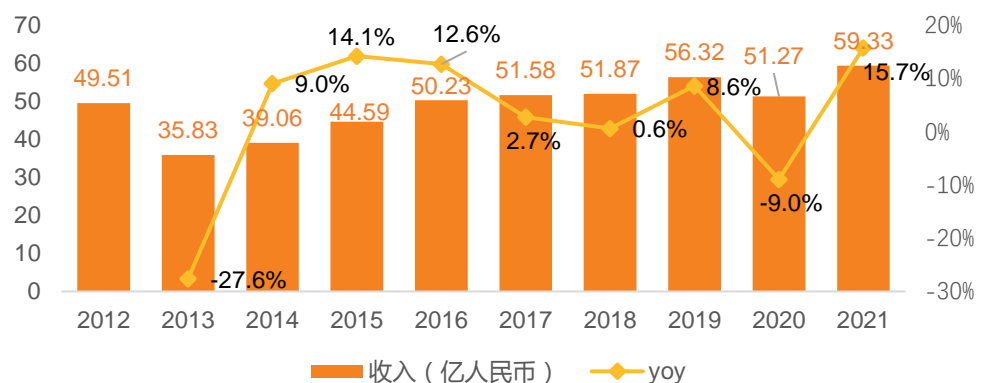
姓名	年龄	集团职位	负责工作
丁伍号	56 岁	总裁	主要负责本集团的整体策略、规划及业务发展。
丁辉煌	56 岁	执行董事及主席	主要负责整体策略、营运规划及鞋类生产。
丁辉荣	50 岁	执行董事及为副总裁	主要负责本公司的财务管理及基础设施建设管理。
王加碧	64 岁	执行董事及为副总裁	主要负责人力资源及对外公共关系。
陈永灵	48 岁	董事副总裁	主要负责本集团的策略计划及资本运营业务。
李苑辉	61 岁	首席财务官, 授权代表及公司秘书	负责本集团的整体财务管理及公司秘书工作。
詹潇潇	40 岁	投资者关系副总裁	主要负责本集团的投资者关系工作。
郑业欣	48 岁	品牌管理中心总经理	主要负责品牌策略的制定与实施。

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.3. 重点品类量价齐增，运营优化带动盈利改善

2012-2021 年公司营收由 49.51 亿元波动增长至 59.33 亿元，21 年营收创十年来新高。2011-2013 年公司收入受消费疲软、国际品牌渗透二三线城市加大运动品牌竞争的影响，收入有所减少，2014 年起逐步回升。2021 年疫情好转下宏观经济回暖，国潮崛起拉动国产体育用品需求增长；叠加公司升级产品组合，产品平均批发售价上调至疫情前水平，公司整体收入实现较快增长，同增 15.7% 超过疫前水平。

图 3: 2012-2021 年公司营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分业务看，成人鞋服品类贡献约 8 成收入，该业务板块包括 361° 核心品牌、国际业务及

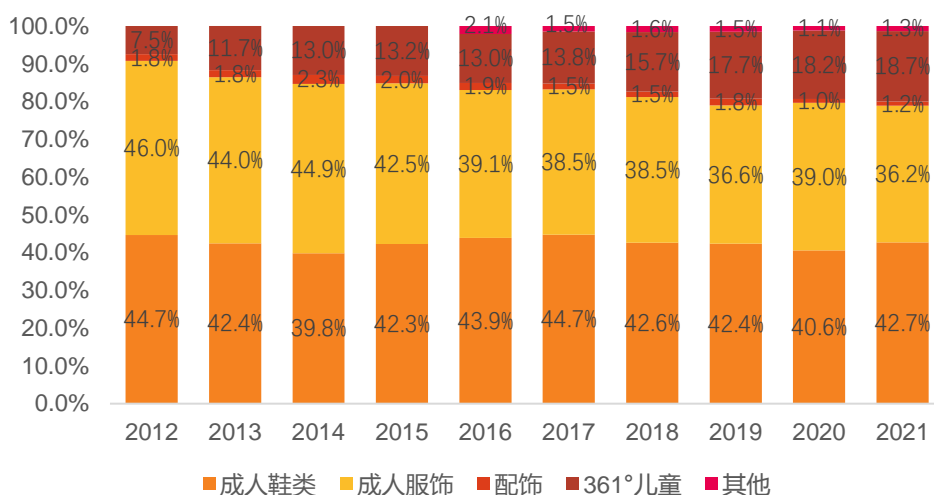
电商业务收入，2021年成人鞋服收入47.48亿元，同增14.8%，占总80.0%。该部分业务收入与总收入趋势相似，由于儿童品类收入持续增长，成人鞋服收入占比自2012年的92.5%减少至近3年的80%左右。

成人鞋服中，鞋类贡献收入最多，2021年收入25.32亿元同增21.7%，占总42.7%，2012-2021年单价及销量整体有小幅增长；其次收入贡献最多的是服饰销售，21年收入21.47亿元同增7.3%，整体增长相对稳健；配饰21年收入0.69亿元同增30.3%，占总1.2%。

儿童品牌销售持续增长，有望继续成为主要增长动力之一。近10年来，361°儿童收入自2012年的3.70亿元增长至2021年的11.07亿元，期间复合增长率为12.9%，量价均有明显增长，2021年收入占总18.7%，伴随三孩政策及为提高出生率而推出的后续激励政策，儿童业务有望继续增长。

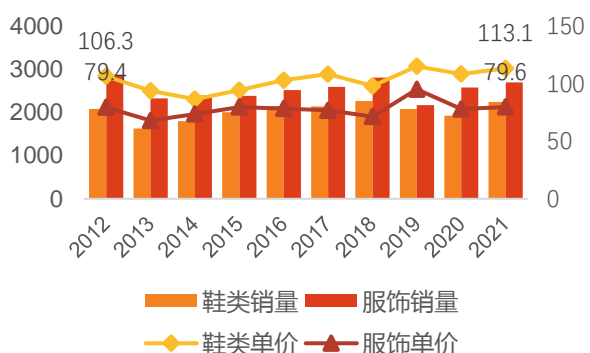
22Q2公司各品牌延续较好增长趋势，361°主品牌零售额同增低双位数，361°童装零售额同增20%~25%，电商平台流水同增约40%。

图4：2012-2021年公司分品类收入占比



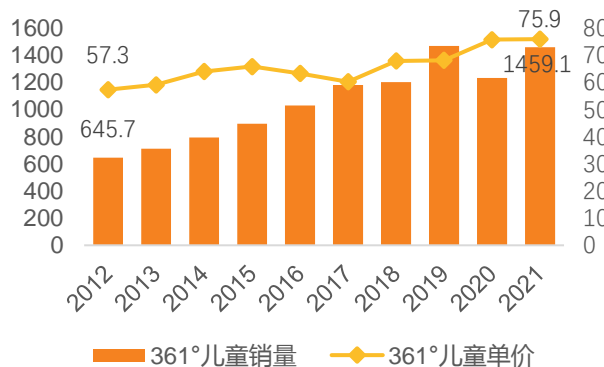
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图5：2012-2021年鞋类/服饰销量（万双/件）及单价（元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图6：2012-2021年361°儿童销量（万双/件）及单价（元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分渠道看，近年电商平台销售收入快速增长。由于公司电商业务发展迅速，线上收入占比

自 2016 年的 1.4% 增长至 2021 年的 20.7%，期间收入额复合增长率为 76.8%；2021 年公司实现电商收益 12.27 亿元，同比增长 55.1%。伴随消费趋势由线下转为线上，我们预计公司未来或投入更多资金完善电商系统，推动电商业务发展，作为公司增长引擎之一。

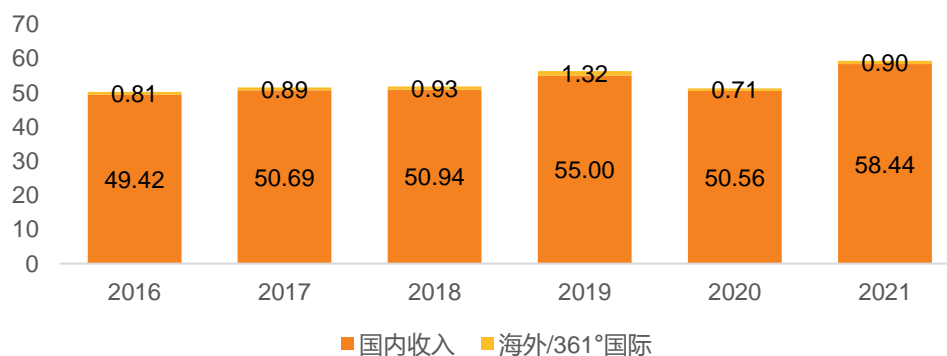
图 7：2016-2021 年公司分渠道营收（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分地区看，公司销售收入大多来自国内。2021 年公司国内营收 58.44 亿元同增 15.6%，占总 98.5%；公司自 2015 年起布局国际市场，截至 2021 年末，公司在海外市场共有销售网点 874 个，21 年海外收入 0.90 亿元同增 25.7%，占总 1.5%，近年收入占比基本保持稳定。

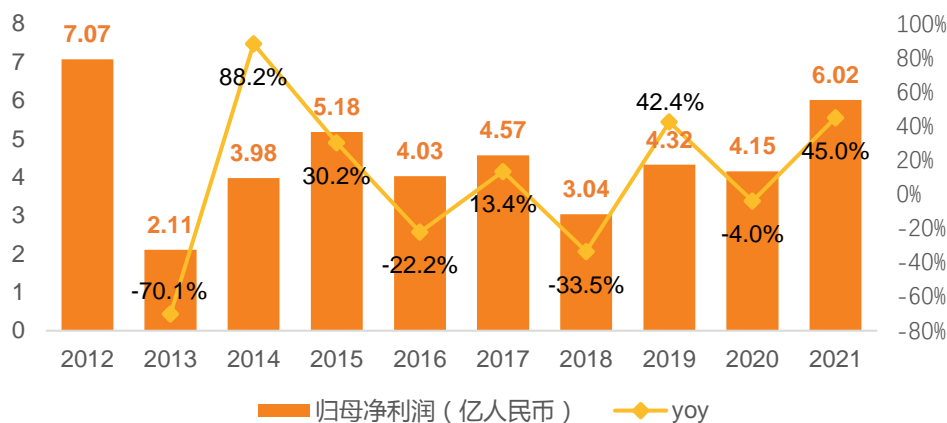
图 8：2016-2021 年公司分地区营收（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

近 5 年归母净利润整体增速快于收入。2021 年公司归母净利润 6.02 亿元同增 45.0%，2017-2021 年 CAGR 为 7.1%，快于收入复合年均增长率（3.6%），主要受益于各项费用管控有效。22H1 公司业绩持续改善，归母净利润同比增速超 30%，增长主要系：1）公司改良创新及推出更多高功能性、高溢价新产品带动销售增长；2）精细化数字管理进一步改善成本控制；3）公司赎回优先票据而减少了利息及相关税项支出。

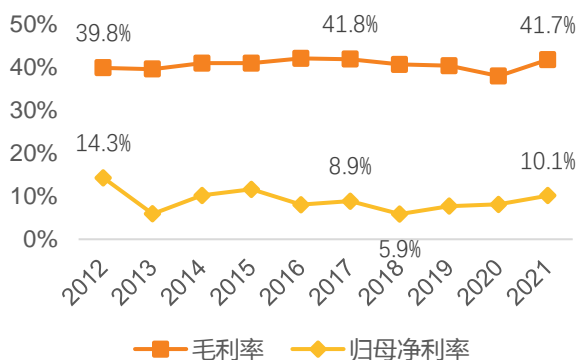
图 9：2012-2021 年公司归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

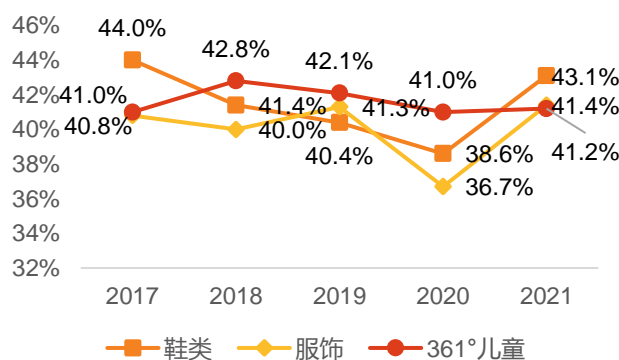
公司毛利率近 10 年呈波动提升趋势。2021 年公司整体毛利率为 41.7%，同增 3.8pct，增长主要系：1) 国内市场环境改善，批发售价回调至疫前水平；2) 生产效率提升；3) 成本控制更加严格；4) 产品组合变化，利润率高的产品生产更多。具体来看，鞋类、服饰类、配饰类及儿童业务毛利率 2021 年分别为 43.1% (+4.5pct)、41.4% (+4.7pct)、38.4% (+10.0pct)、41.2% (+0.2pct)。

图 10: 2012-2021 年公司毛利率及归母净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

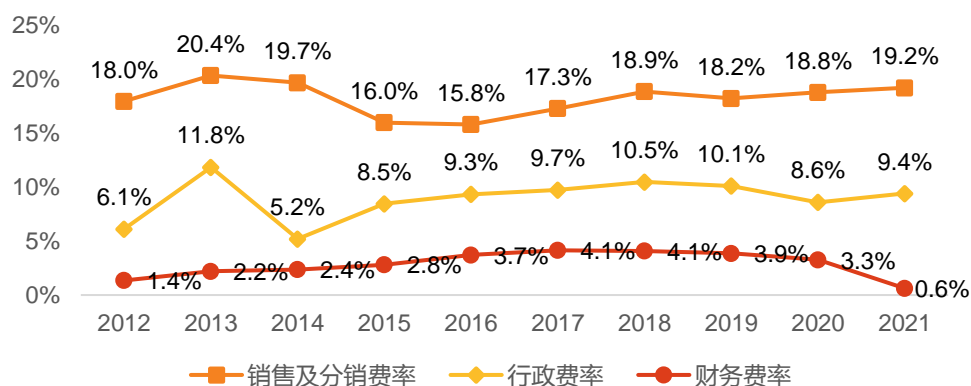
图 11: 2017-2021 年公司分品类毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

近 5 年公司费率整体小幅减少，带动盈利能力提升。2021 年公司销售及分销费率同比增长 0.4pct 至 19.2%，主要系公司在广告及促销活动投入增多以提升品牌知名度；行政费率同增 0.8pct 至 9.4%，其中研发费率同增 0.2pct 至 4.2%，公司持续投入大量资金以推动研发活动，提高产品市场竞争力；21 年财务费率同减 2.6pct 至 0.6%。**2021 年公司归母净利率 10.1%，同比增长 2.0pct。**

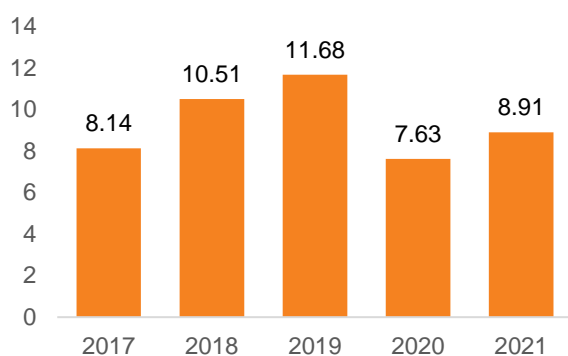
图 12: 2012-2021 年公司各项费率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

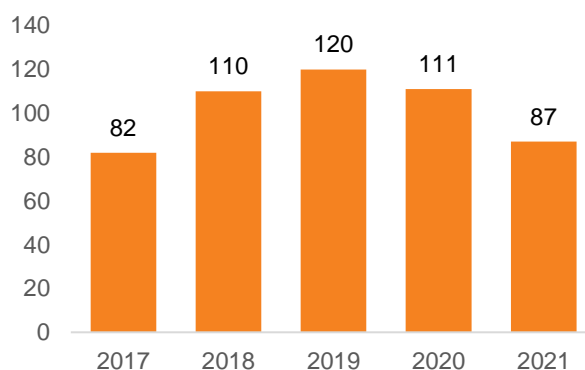
存货周转改善。2021 年公司存货规模为 8.91 亿元，同比增长 16.8%，主要系增加原材料及制成品以满足销售订单；存货周转周期缩短至 87 天，同比减少 24 天，好于疫前水平，主要系国内市场消费复苏，分销商按预定时间提货以满足市场需求，未来存货管理或将进一步改善。

图 13：2017-2021 年公司存货规模（亿人民币）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：2017-2021 年公司存货周转天数（天）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

精简门店优化运营，提升渠道质量。公司采取分销业务模式，自 2015 年起开始精简门店，将授权门店总数自 9500 家左右减少至目前的 7000 家左右，鼓励经销商关小店，同时在商场及百货等地开设规模更大的门店，优化渠道结构。截至 2021 年末，公司共有 7166 家授权门店，其中 361° 核心品牌门店、361° 儿童门店数分别为 5270、1896 家，其中最新 361° 第九代形象店、361° 儿童第四代形象店对应主品牌店铺数和儿童店铺数的占比分别为 28.2%、45.4%，升级形象店覆盖度持续提升。

图 15：2012-2021 年公司主品牌/儿童门店数（间）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

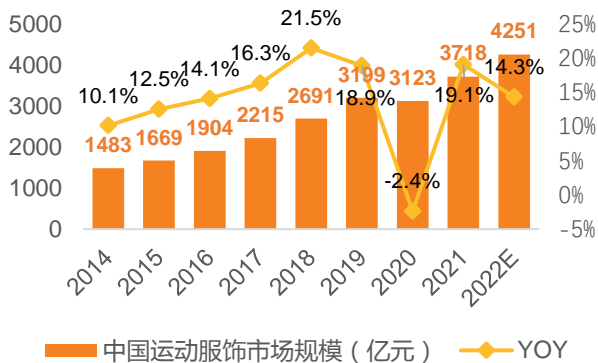
门店主要分布于华北地区，发力大众市场。从分布来看，公司 361° 核心品牌与儿童品牌地区分布情况相似，所有门店中，共 3481 家分布在北部地区，占总 48.6%，其次为西部地区，有 1680 家，占总 23.4%。361° 核心品牌及儿童品牌三线及以下城市门店占比均在 70% 以上，且近年占比呈小幅提升趋势，361° 儿童一二线城市门店占比 28.4%，略高于主品牌的 22.8%。

2. 国牌崛起大众市场扩容，童装与女子成新增长点

2.1. 国牌加速崛起，全民健身大众市场扩容

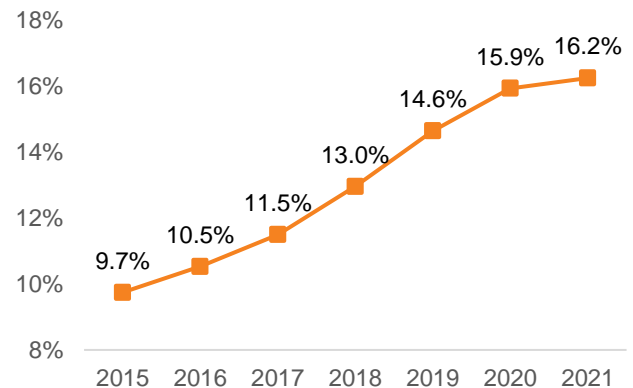
运动鞋服持续渗透，疫后复苏继续高增。受益于消费者健康意识提升，运动爱好人群不断扩大，带动中国运动鞋服行业快速发展，近年来中国运动鞋服行业零售额增速高于服装行业整体零售额增速。根据欧睿国际，2021 年中国运动鞋服零售规模达 3718 亿，同比增长 19.1%，增速始终高于中国整体服饰市场增速；预计 2022 年将继续保持双位数增长，零售规模将达 4251 亿元，同比增长 14.3%。2015-2021 年，中国运动鞋服市场渗透率持续增长，由 9.7% 增长至 16.2%，未来中国运动鞋服行业仍有较大成长空间。

图 16：2014-2022E 中国运动鞋服市场规模（亿元）及 YOY



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 17：2015-2021 年中国运动鞋服市场渗透率

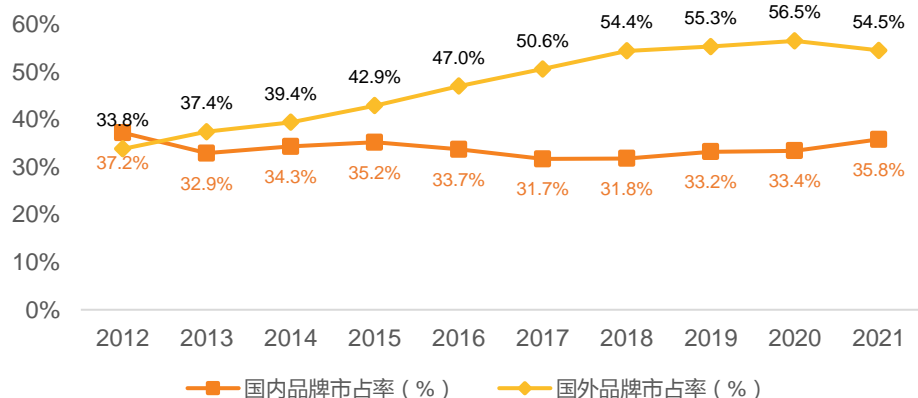


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

海外品牌份额萎缩，国产品牌加速崛起。随着“Z 世代”人群逐渐成为消费主力，国民的

民族凝聚力与认同感进一步增强。2021年3月“新疆棉”事件爆发，国外品牌的无理抵制激发国民爱国情怀，国产运动品牌普遍快速崛起。根据欧睿国际，从中国市场运动品牌Top20看，海外品牌近年份额萎缩，国内品牌市占率呈稳步上升趋势，2018-2021年国牌份额由31.8%增长至35.8%。

图 18：2012-21 中国运动品牌 Top 20 中，国内外品牌占比 (%)

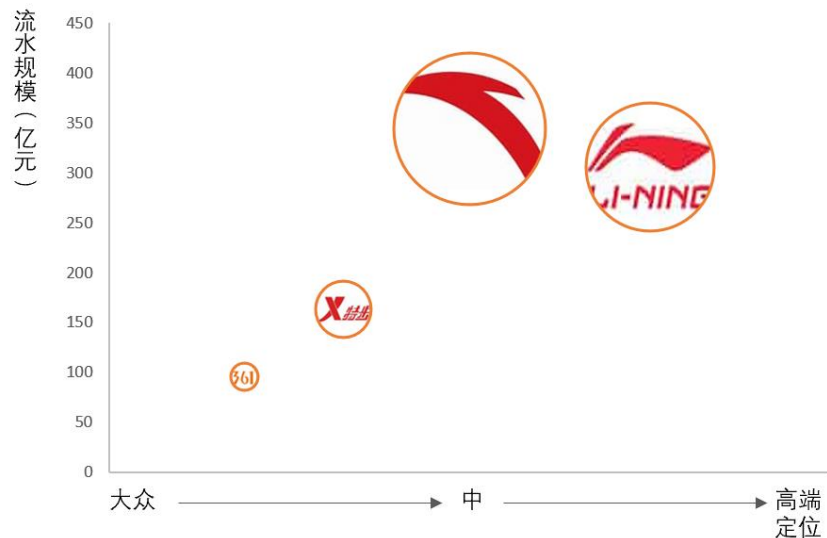


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

赛事激发国内体育消费热情，国产运动市场需求旺盛持续。2021年起多项国际大赛复办，欧洲杯、东京奥运会、北京冬奥会等世界级体育赛事相继圆满举行，EDG在英雄联盟S11全球总决赛夺冠，赛事均进一步激发中国国内体育消费需求，提振体育行业景气度。2022-2023年，继冬奥会后，亚运会等多项世界级体育赛事将陆续落地中国，对中国国内运动行业产生积极推动作用，驱动国产运动加速发展。受国潮崛起有力拉动，国产运动市场需求有望持续旺盛，步入黄金发展时期。

国产四大运动鞋服品牌差异化定位，覆盖各类消费人群。国产品牌定位清晰，各有侧重。李宁主打一二线城市中高端消费者，对标NIKE、Adidas等国际知名品牌，主要价格带分布于500-1300元；安踏亦瞄准中高端消费者，主要价格带分布于400-900元；特步卡位专业跑步领域，大众跑鞋价格带分布于300-700元；361°以其高性价比特性定位大众消费者，价格带分布于200-500元。四大国牌差异化定位错位竞争，广泛覆盖全国各层级消费人群与各类消费场景，增强国牌市场竞争力。

图 19：国产四大运动鞋服品牌差异化定位，覆盖各类消费人群



*注：气泡大小为上市公司市值

资料来源：Wind，欧睿国际，天风证券研究所

政策支持大众体育运动，持续推动大众市场扩容。近年来，国家陆续出台多项政策，驱动国民运动健身意识进一步增强，促进体育运动消费需求。据《全民健身计划（2021-2025年）》，预计到2025年，全国体育产业总规模将突破5万亿元大关，更高水平的全民建设配套措施将进一步完善。多维环境政策利好，有力支持大众运动与全民健身，有望推动大众市场持续渗透扩容，为运动鞋服行业发展注入强心剂。

表 3：2021-2022 多项政策支持大众体育运动

时间	部门	政策	主要内容
2021 年 4 月	国家发改委、国家体育总局	《十四五时期全民健身设施补短板工程实施方案》	到 2025 年，全国人均体育场地面积达到 2.6 平方米以上，每万人拥有足球场地数量达到 0.9 块以上，形成供给丰富、布局合理、功能完善的健身设施网络。
2021 年 7 月	国务院	《全民健身计划（2021-2025 年）》	到 2025 年，使经常参加锻炼体育锻炼人数比例提升至 38.5%，带动全国体育产业总规模达到人民币 5 万亿元。
2021 年 10 月	国家体育总局	《十四五体育发展规划》	全面部署「十四五」时期全国体育事业的发展，进而更好推动体育产业成为国民经济支柱性产业。
2021 年 10 月	国家发改委、体育总局等 7 部门	《关于推进体育公园建设的指导意见》	到 2025 年，全国新建或改扩建 1000 个左右体育公园，逐步形成覆盖面广、类型多样、特色鲜明、普惠性强的体育公园体系，成为全民健身的全新载体。
2021 年 12 月	国家体育总局等 5 部门	《全民健身基本公共服务标准（2021 年版）》	助力推进更高水平的全民健身公共服务体系建设，进一步满足人民群众的基本体育健身需求。
2022 年 3 月	国家体育总局	《2022 年群众体育工作要点》	在 2022 年，推动形成构建更高水平的全民健身公共服务体系新格局；巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果；提升公共健身设施供给和公共体育场馆开放水平；建设和完善全国全民健身赛事活动体系。
2022 年 7 月	国家体育总局办公厅、教育部办公厅与国家发改委	《关于提升学校体育课后服务水平、促进中小学生学习健康成长的通知》	引导支持体校、体育俱乐部等专业力量进入校园开展课后体育服务，促进“双减”政策落到实处，通过多方聚力促进青少年健康成长。

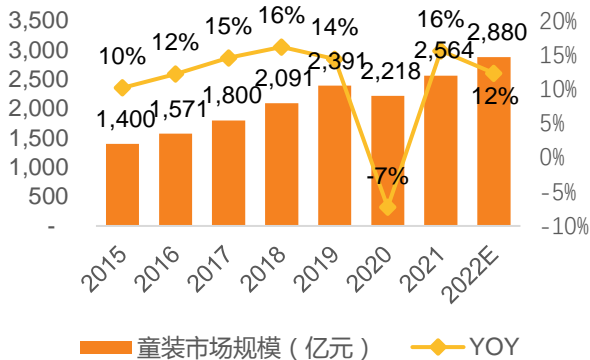
资料来源：国家发改委网站，国家妇女儿童工作委员会网站，国家体育总局网站，国务院官网，国家林业和草原局官网，天风证券研究所

2.2. 儿童与女子升温，成运动新增长点

童装市场持续双位数增长，运动品牌渗透率提升。根据欧睿国际，2021 年中国童装市场规模达 2564 亿元，同比增长 16%；预计 2022 年童装市场持续向好，规模将达 2880 亿元，同比增长 12%。其中，运动品牌在童装市场渗透率不断提升，2021 年，安踏、阿迪、耐克、Fila、李宁、361° 等运动品牌在童装市场占比达 5.1%。

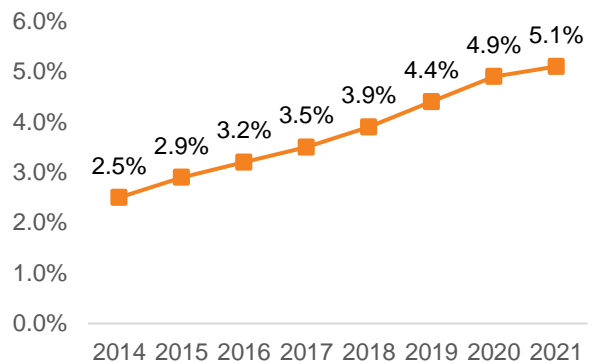
放宽生育政策，倡导素质教育，为儿童体育行业带来更大发展潜力。继二孩政策全面落地实施之后，国家出台三孩生育政策及相关配套措施，为中国童装市场维持高景气度提供有力支持。根据欧睿国际预计，2021 年至 2025 年中国童装市场规模的复合增长率达到 10.63% 以上。此外，2021 年 7 月，国家出台“双减”政策，提出要合理利用学生的课余时间，开展适宜的体育锻炼，促使青少年体育需求升温，有助于形成体育用品消费的新增长点。

图 20：2015-2022E 中国童装市场规模（亿元）及 YOY



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 21：2014-2021 运动品牌在童装市场渗透率 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

大型国际赛事女性运动员比例提升，鼓励女性平等参赛。北京冬奥会女性运动员参赛比例达 45.4%，全部 109 个小项中有女性运动员参与的项目占比 53%，是迄今女性参赛比例最高、参与项目最多的冬奥会。《奥林匹克 2020 议程》中提出“推动运动中的性别平等”理念，鼓励更多女性运动员参与，推动性别平等，是国际奥委会重要战略。

女性健身热情高涨，“她经济”带动女子运动消费需求。根据乐刻健身《当代女性健身洞察报告》，女性健身热情大于男性，2022 年杭州乐刻平台女性会员占比达 54%，在“请私教”方面女性占比是男性用户的 2 倍以上，“她经济”潜力可见一斑。女性健身需求已不仅局限于减脂瘦身，投资自我、需求多元、追求力量等成为女性健身新趋势，有望带动女子运动相关产品消费需求增长。

图 22：2022 年杭州女性健身占比

牌与国家、民族之间的强关联，也着重突出 361° 在亚运会这个亚洲最大型体育赛事中一直代表着中国运动品牌的新高度，为品牌赋予更高层次精神属性的同时，也在无形中加深了时下最具民族自豪感的新生代消费者对品牌的全新认知。

持续赞助国家运动队彰显运动品牌专业属性，树立具象化形象。2021 年发布会上，凭借专业性产品和资深行业经验，361° 官宣中国国家铁人三项队与中国国家女子水球队成为运动装备合作伙伴，全面助力中国体育事业发展。展现一个民族运动品牌应有的责任与担当，将 361° 一直深耕运动领域并始终代表专业运动品牌的实力展露无遗，让 361° 在消费者心中积极向上的品牌形象更为具象化。

图 24：361° 官宣中国国家铁人三项队与中国国家女子水球队成为运动装备合作伙伴



资料来源：懒熊体育，天风证券研究所

赞助大型体育赛事是 361° 面向国际市场的重要渠道。截止到 2021 年 12 月 31 日，361° 在海外共有 874 个多品牌体育用品销售网点。361° 国际线跑鞋也受到了海外专业路跑人士的认可，拿过多项国际大奖。我们认为国际大赛的赞助也给 361° 带来了不少收获：1) 提升品牌价值；2) 提升品牌运动专业形象，及其在亚洲地区乃至国际上的影响力；3) 从公司自身运营的角度，大赛的赞助加速了品牌海外业务的布局，同时提升了商品的设计、供应链快速反应、消费者服务等“硬功夫”。

3.1.2. 专业+潮流双驱动品牌年轻化转型

依据清晰的品牌定位，围绕篮球、跑步、综训和运动生活等核心产品品类，实施专业运动与运动潮流双驱动发展策略。提升产品功能性、潮流时尚性、整合营销能力，持续优化和丰富品牌资源矩阵，为广大消费者提供专业化、年轻化、国际化的运动产品。核心的篮球品类通过签约体育明星、举办自建 IP 赛事等举措突破核心消费群体；跑步品类通过赞助大型马拉松赛事和签约明星跑者达到垂类客户的直接覆盖，持续强化品牌专业属性；在运动潮流方面，公司签约多位国内知名青年演员作为代言人，同时推出潮流 IP 的联名的产品，凸显潮流标签，驱动品牌年轻化升级。

1)专业运动：核心品类通过签约国内外明星、赞助大型赛事精准覆盖垂类消费群体

篮球：签约国际篮球巨星阿隆·戈登及中国职业篮球名将 可兰白克·马坎，更在二零二

二年一月十日，宣布签约国际 篮球巨星斯宾瑟·丁威迪（Spencer Dinwiddie）。同时积极推广品牌自有篮球赛事「燃球局计划」、「触地即燃」，激活广大的草根球员和球队，产生运动社群影响力，积累大众运动人群中品牌篮球品类美誉度。

图 25：官宣 Aaron Gordon 为品牌代言人；触地既燃活动现场



资料来源：361° 微信公众号，KIKS 微信公众号，天风证券研究所

跑步：361° 赞助 2021 徐州马拉松、枣庄马拉松等精品赛事，赞助中国及亚洲马拉松大满贯获得者李子成、女子马拉松健将何引丽、马拉松菁英选手关思杨、马亮武、赵娜等；推广品牌自有赛事「三号赛道」落地国内各大城市，跑团人数激增，在跑者圈持续放大品牌声量。

图 26：361° 赞助徐州马拉松



资料来源：徐州马拉松微信公众号，天风证券研究所

图 27：361° 代言人李子成、何引丽



资料来源：跑野大爆炸微信公众号，悦跑圈 APP 公众号，天风证券研究所

2)潮流领域：品牌年轻化升级，叩开 Z 世代大门

持续推出知名 IP 联名合作和签约青年明星代言，强化年轻化潮流标签。361° 联名运作模式成熟，2021 年相继推出三体、圣斗士、小黄人、高达、头文字 D、KAKAO FRIENDS、

乐事、三星堆等丰富联名产品，并取得强劲销售表现，联乘系列的收入贡献在 2021 年达到整体收入的约 5%。在 IP 跨界合作的方式上，361° 不断尝试创新性拓展，品牌、IP、与设计师的多方携手，为产品设计注入更多创造性和可能性。

图 28：361° 与知名 IP 高达联名海报



资料来源：UTAM 微信公众号，天风证券研究所

361° 积极洞察 Z 世代消费心理，迅速运用代言人的影响力，开启品牌年轻化之路。361° 积极甄选明星代言人，深度开发代言资源。2021 年，361° 先后签约中国青年演员龚俊、王安宇为品牌代言人，进一步助力 361° 打开年轻市场，更好的触达年轻用户，以彰显品牌潮流态度。

图 29：361° 官方代言人龚俊



资料来源：体育产业生态圈，天风证券研究所

3.1.3. 深耕童装赛道，精准定位细分赛道

切入跳绳细分赛道，“一轴双翼”双驱助力青少年“跳出新天地”。2022 年，361° 儿童宣布与国家体育总局社会体育指导中心全国跳绳推广委员会签约，成为中国跳绳国家队官方合作伙伴。这次签约帮助 361° 儿童打通了校园内外两大场景，实现了“一轴两翼”的跳绳产业生态闭环——以中国跳绳国家队为轴，在校内，与国内众多体能机构和线上跳绳 APP

平台合作，面向在校学生开展跳绳赛事和跳绳活动；在校外，以 361° 儿童 1800 多家门店和社交媒体为矩阵，发起冠军跳绳课、跳绳训练营、跳绳挑战赛，面向全国青少年推广跳绳运动。

361° 儿童将全面整合跳绳国家队、校园线上跳绳平台、跳绳冠军等跳绳优势资源，形成合力，共同开展“悦跳计划”。未来 4 年，预计服务 1 千万跳绳人群，举办 1000 场跳绳比赛，覆盖 500 万人次，打造“全民参与 - 进阶学习 - 比赛竞技”的跳绳产业金字塔，切实提升全民健康素养，夯实专业运动品牌基因。

图 30：361° 赞助中国跳绳国家队海报

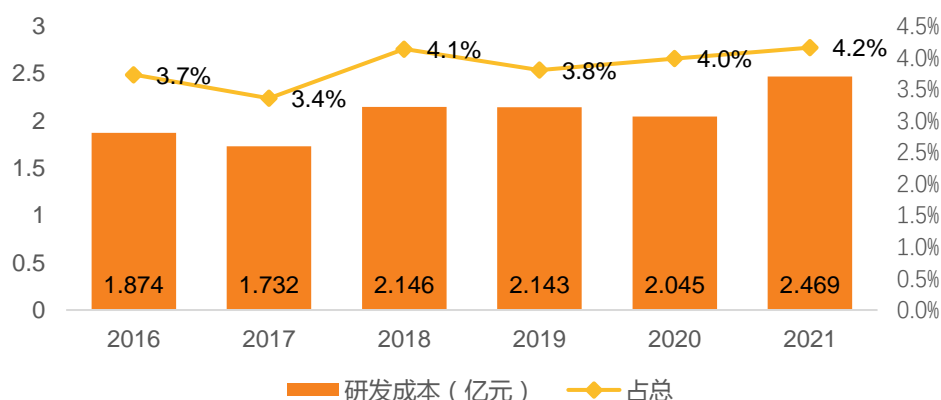


资料来源：361° 儿童微信公众号，天风证券研究所

3.2. 产品端：科技迭代+国风设计赋能产品升级

持续加码科技研发投入，科技迭代赋能产品升级。2021 年研发开支达 2.47 亿，占收入的 4.2%。361° 于总部生产基地设立研发中心，于 2017 年正式投产，围绕专业运动的 5 个职能部门专注于核心技术研发，包含运动装备人因工效学研究中心、功能性运动装备研发中心、鞋/服技术中心、物理化学检测中心等。截至 2021 年 12 月 31 日，已取得 271 项专利，共有 702 名技术人员参与产品研发。

图 31：2016-2021 研发费用及收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

依托于研发中心，361° 产品研发以人因工效学为理论基础，以运动人体科学实验方法为测试手段，以主干功能研发为目标，不断提升产品的舒适性、功能性和科技含量，以更好地提升运动爱好者的运动表现。在多个研发部门的高效协作和探索下，361° 自主开发了如 SAC-air、NFO、QU!KFOAM 等跑鞋科技，2021 年重磅推出了全新 ENRG-X (E 韧) 科技材料，ENRG-X 博采众长，兼容了 361° 两大核心中底的优点：QU!KFOAM 的运动表现和 NFO 科技的舒适体验。

表 4：361° 科技概况

	科技名称	科技介绍
缓震科技	气悬浮科技	全新第 3 代气悬浮减震结构，其充气气垫具备能量转换减震功能，结构避震与气垫避震的优化整合系统。
	减震芯	气舱嵌入于鞋底受力部位中，更紧致的气舱结构带来快速灵敏的回弹反应。
	双悬浮科技	全新 2 代悬浮缓震科技，是使用两种不同硬度及弹性的发泡材料组合中底，靠脚面使用软弹材料，具有缓震效果，入脚穿着舒适；接地面使用较硬材料，提升反馈力。
	邦弹科技	50 度以下低硬度高弹 EVA 材质，回弹达到 53% 以上，相比普通配方中底更具减震性、快速回弹的性能，降低运动中带来的损伤。
运动控制	磁悬浮科技	全新第 4 代磁悬浮科技，含有一体成型的弹力胶磁悬浮模块的运动鞋底。磁悬浮技术，置入独有的磁力稳定器，两组强磁同向相斥，磁列阵让双脚在跑步时起压缩缓震，并瞬间提供反馈力，运动更省力。
	弹网科技	弧形支撑片为后跟提供更为平衡和均匀的减震、缓冲、反弹，并具有良好可视性。
	脉冲控制系统	具有稳定支撑的鞋底减震结构。
	碳速科技	鞋面关键受力位置使用碳纤维片，结合高弹减震大底，提供更好的弹性及强度，具有不易变形，延长产品使用年限。
智能科技	智能芯	361 智能芯片嵌入鞋底，手机下载“361 运动”APP 即可，智能芯片可防潮、防防水，清洗鞋子时请将芯片取出。
	QU!KWARM	快速加热科技
材料科技	材料科技	全方位透气科技
	零感针织	体式织造，超轻贴脚穿着舒适，热熔纱混织其中，可水洗阴干不变形。
	HAPERLIGHT	产品轻质设计，使用透气面料，在运动体验中感受到舒适与超轻量感。
	雨屏科技	网布面料经过防泼水特殊处理，面料定型时加入 DWR 耐久拨水涂层处理，可以让低落到鞋子上的水分凝聚成珠，从面料表层上滚落，这样，面料表面会保持光洁，汗气和身体热量能顺畅从里侧朝外散，防水涂层也会让面料表面更干爽，防止油污污染，让鞋子更轻量更舒适。
三态科技系统	NFO	这是 361° 发布比较早的一款中底泡棉，已经大范围用到了中低端鞋款上，特点就是脚感很软，但回弹性能要差一些。
	QU!KFOAM	以 EVA 为基材发泡而成，将中底表面包裹一层特殊并具有延展性的薄膜，可以将空气锁住，并因为外部的温度与压力产生不稳定作用，进而提供更好更持久的缓震和加速能力。
	QU!KFLAME	以 peba 为基材进行发泡的泡棉，在重量、缓震、能量回弹等性能上与李宁、特步等顶级中底科技看齐。
三态科技系统 2.0	QU!KFOAM [∞]	创新的粗孔发泡科技，特点是弹性极佳。
	Enrg-x E 韧科技	根据 QU!KFOAM [∞] 升级而来，兼顾柔韧，提升缓震迹象，快速动能反馈。
	QU!KDRIVE	刀锋式镂空 TPU 板设计，有效力传导，提供向前驱动力，助推跑者向前。

资料来源：公司官网，运动尖货微信公众号，劲滔体育微信公众号，天风证券研究所

构建完善产品矩阵，满足消费者差异化需求。2021年，361°研发团队携手亚洲及中国马拉松大满贯李子成花费两年时间研发的“飞燃”专业马拉松竞速碳板鞋，成为国际田联参赛认证碳板跑鞋；2022年3月，361°跑步新主张暨竞速家族产品发布会，相继推出飞飙、飞燃st共同组成361°竞速家族，满足不同水平跑者的竞速需求。2020年9月推出可兰白克首双签名战靴“克制一代”，2020年12月推出阿隆·戈登初代签名战靴“AG1”，2021年推出搭载全新E韧科技的系列产品“AG2X”，获得了国内外专业媒体、篮球爱好者的广泛关注。

图 32：361° 竞速家族



资料来源：361° 官微，天风证券研究所

图 33：361° “AG1” 和 “AG2X” 科技配置



资料来源：361 官方淘宝，天风证券研究所

深度融和中国传统文化，打造全新中国球鞋风潮。361° 开始向产品和品牌注入更多文化基因，从之前广受好评的“一元复始”、“人民银行”等配色，到现在的“良渚、杭罗和汉服”，深挖中国文化，向消费者展现中国风的独特一面。361° 的国风设计避免了简单堆砌，而是对中华文化的精准把握和表达，将配色设计提上了一个新的高度。

主动拥抱客户，开创粉丝共创模式，以更平等、积极的方式与消费者沟通，强化消费者认知。361° 的共创模式从 2020 年开始实行，大约 1 年 4 次，每次 361° 的设计团队会到场参与，现场自由问答，粉丝可以提任何问题与设计团队互动。一方面，361° 采取用交朋友的态度去面对消费者而非强硬的概念灌输；另一方面，品牌在于消费者的直接沟通中深度了解消费者需求，有望形成较强的消费者粘性，强化消费者认知。

图 34：“AG1 Pro” 汉服、杭罗配色

图 35：叁众创新沙龙



资料来源：懒熊体育，天风证券研究所



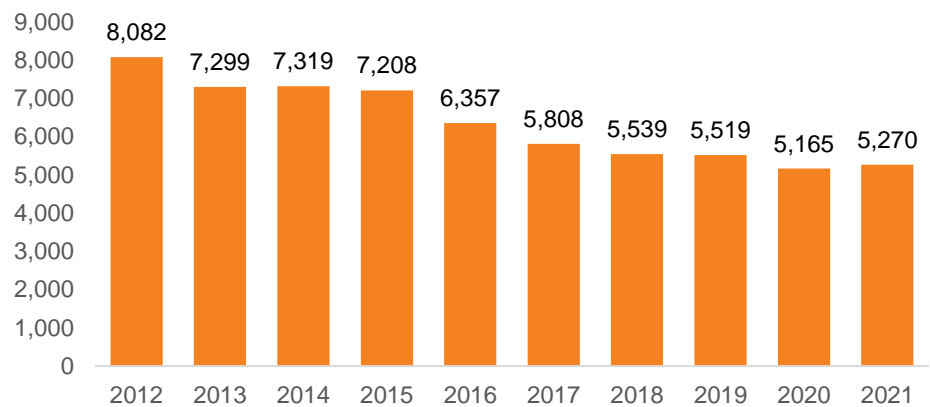
资料来源：懒熊体育，天风证券研究所

3.3. 渠道端：持续线下渠道升级，完善电商体系建设

3.3.1. 线下：深耕大众市场

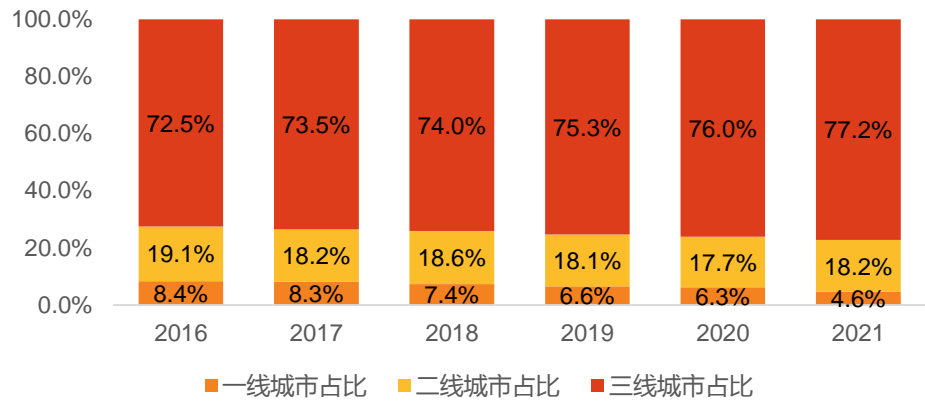
主品牌：聚焦大众市场，差异化定位结合性价比优势持续发力。截止 2021 年 12 月，361° 共有 5,270 间 361° 核心品牌门店，按区域划分，约 77.19% 的门店位于中国三线及以下城市，而 4.63% 及 18.18% 的门店分别位于中国一线及二线城市。361° 在三线城市逐年稳步提升，定位大众市场，通过高性价比优势抢占市场份额。同时，面对疫情防控风险时，低线城市所受影响较小。2021 年实现店铺净开的正增长，较 2020 年净开店 105 家，持续优化线下渠道，助力流水增长。

图 36：2012-2021 年 361° 主品牌店铺数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：361° 2016-2021 年成人装店铺城市占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

持续优化线下渠道，加速门店形象升级。361° 持续鼓励分销商及授权零售商在关闭较小门店以精简零售门店的同时，在商场及百货等地方开设规模更大的门店，优化渠道结构。在后疫情时代，在线线下联动，全渠道营销，不断升级立体化购物体验。截至 2021 年 12 月，最新的第九代形象店数量已增加至 1,486 家，占比为 28.2%。在提升门店形象的同时降低装修成本、丰富购物体验以及有效提升店铺效益。

图 38：361° 第九代形象店

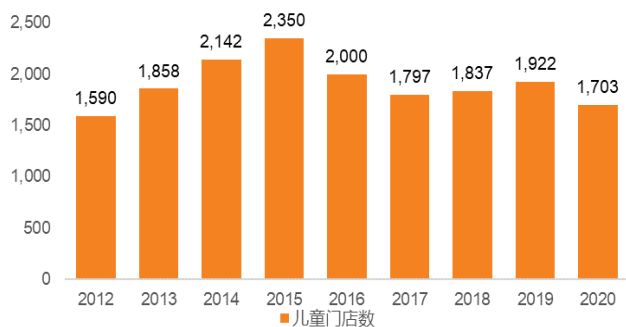


资料来源：公司年报，天风证券研究所

361° 儿童：持续提升第四代形象店占比，提升消费者购物体验。截至 2021 年 12 月 31 日，361° 共有 1,896 个销售网点提供 361° 儿童产品，其中 393 个位于 361° 品牌授权零售店铺内，同时销售 361° 核心品牌及 361° 儿童产品。按区域划分，约 71.62% 位于中国三线或以下城市，而 6.49% 及 21.89% 分别位于中国一线及二线城市。截至 2021 年 12 月 31 日，361° 儿童最新的第四代形象店已达 860 家，占比为 45.4%。第四代形象店的整体设计更符合当下流行趋势且品牌识别度更高，更加鲜明的主题性陈列与合理的行走动线规划提升消费者舒适愉悦的购物体验。

图 39：2012-2021 361° 儿童门店数

图 40：361° 儿童第四代形象店



资料来源：公司公告，天风证券研究所

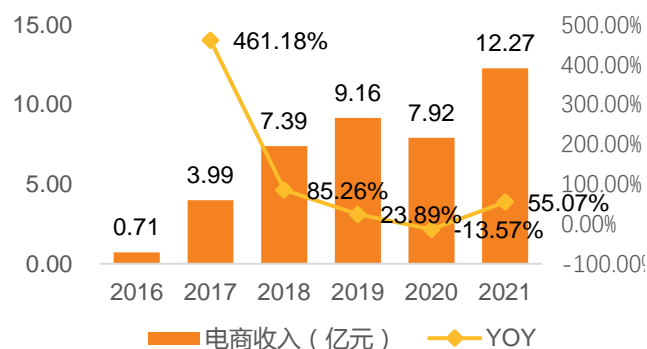


资料来源：体育大生意，天风证券研究所

3.3.2. 线上：完善电商体系建设，多平台合力优化消费者体验

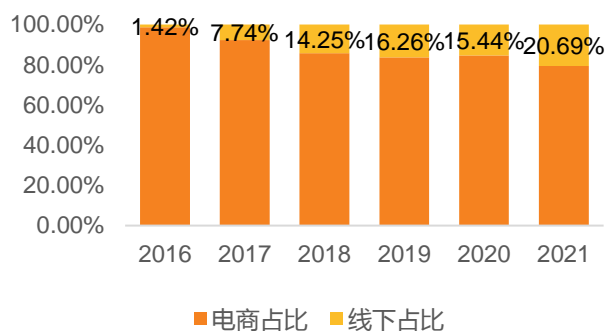
电子商务发展迅猛，产品迅速有效覆盖全国版图。2021 年 361°电商平台销售额达 12.27 亿元，同增 55.1%，占比 20.7%，同增 5.3pct。2022H1 电商整体流水同比录得约 40%，增长势头延续。与传统门店相比，电商渠道全天候开放，不断向消费者推广产品，并迅速将业务版图辐射全国所有区域。

图 41：2016-2021 年电商收入及 YOY



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42：电商收入占比稳步提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

多平台合力发展代电商渠道，快速触及核心消费群体。顺应市场直播带货热潮，先后于天猫直播间、快手、抖音、哔哩哔哩、支付宝体育直播间等国内知名直播平台开展多场内容丰富的主题直播，同时不断提升电商平台效能，使其成为新品以及联名产品的首发平台。2021 年，361° 已形成于天猫等主流平台每日常态化直播模式，有效提升直播引流效能。在线直播的推行，将 361° 品牌兼具时尚属性的专业运动产品快速触及核心消费人群，以趣味性营销方式带动销售流量增长，同时发挥良好的品牌推广效能。

图 43：361° 618 直播预告；361° 淘宝官方直播间



资料来源：361 官方淘宝店，361sport 微信公众号，天风证券研究所

优化消费者线上购物体验，电商专供品提升消费者黏度。361° 微商城尝试“千店千面”、24 小时不打烊的渠道生态，助力提升销售转化率，推出自主开发的微信小程序“有颜有度”，实现渠道扩充并帮助增强获客引流。此外在线平台获授权出售网上专供品，与实体店出售的产品形成差异化营销，随着更多高溢价、热销联名产品在电商平台推出，使电商的发展更具持续性和潜力。

4. 盈利预测与估值

关于公司估值及盈利预测我们提出以下假设：

361° 终坚持“以消费者为核心”的经营理念，深化“专业化、年轻化、国际化”的品牌定位；1) 专业+潮流双驱动，聚焦资源提升核心竞争力；2) 差异化布局多维度升级童装业务；3) 电商平台与科研创新齐发力，大力推升品牌势能

361° 各品牌增长假设：

主品牌：我们假设主品牌门店 2022-2024 年同比增加 120 家、90 家、60 家门店，店效同比提升 5%、5%、5%。

童装：我们假设加盟门店 2022-2024 年同比增加 180 家、144 家、100 家门店，店效同比提升 6.7%、6.0%、5.8%。

电商渠道：我们假设电商 2022-2024 年仍将保持高速增长，增速分别达到 35%、30%、25.35%。

国际市场：我们假设国际市场 2022-2024 年收入稳定增长，增速分别达到 26.0%、19.5%、20.0%。

其他：我们假设其他 2022-2024 年增速分别达到 21%，18%，15%。

表 5：2021-2024E 公司收入拆分

	2021	2022E	2023E	2024E
主品牌 (百万元)	3431	3685	3933	4175
YOY	4.83%	7.39%	6.75%	6.15%
占比	57.83%	53.84%	50.42%	47.51%
店数 (中国内地)	5270	5390	5480	5540
净开店	105	120	90	60
年店效 (百万元)	0.65	0.68	0.72	0.75
YOY	2.74%	5.00%	5.00%	5.00%
童装 (百万元)	1107	1293.305	1465.995	1620.889
YOY	18.78%	16.83%	13.35%	10.57%
占比	18.66%	18.90%	18.79%	18.44%
店数	1896	2076	2220	2320
净开店	193	180	144	100
店效 (百万元)	0.58	0.62	0.66	0.70
YOY	6.69%	6.70%	6.00%	5.80%
电商 (百万元)	1227	1656.45	2153.385	2699.268
YOY	54.92%	35.00%	30.00%	25.35%
占比	20.68%	24.21%	27.60%	30.72%
国际线 (百万元)	90	113.4	135.513	162.6156
YOY	26.76%	26.00%	19.50%	20.00%
占比	1.52%	1.66%	1.74%	1.85%
其他(百万元)	79	95.59	112.7962	129.7156
YOY	33.9%	21.0%	18.0%	15.0%
占比	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次覆盖，给予买入评级。我们预计 FY22-24 收入分别为 68.4 亿、78.0 亿、87.9 亿元人民币，归母净利分别为 6.9 亿、7.9 亿、9.0 亿元人民币，EPS 分别为 0.33、0.38、0.44 元人民币/股，PE 分别为 10.3、8.9、7.9x。

表 6: 对比估值分析 (截止到 2022 年 8 月 8 日)

	2022E	2023E
李宁	31.02	24.80
安踏体育	25.09	19.79
特步国际	24.65	19.45
平均 P/E	26.93	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

李宁、安踏体育、特步国际来自 wind 一致预期

我们采取相对估值法对公司进行估值分析，选取港股标的李宁、安踏体育、特步国际进行对比分析，在运动行业 2022 年平均 PE26.93X 的基础上，考虑到 361° 为国内第四大体育品牌，在国牌竞争较为激烈的前提下巩固大众市场份额，所以对 361° 2022 年估值保守给予 15XP/E，对应目标价格为 4.95 元人民币/股，5.76 元港币/股，市值 102.37 亿元人民币，119.10 亿港元。

5. 风险提示

1) 市场竞争加剧

竞品品牌发力影响市场份额，鞋服行业竞争加剧。国内竞品品牌产品力稳步提升，相继推出新品；国际竞品品牌随着 BCI 事件平息逐渐恢复市场竞争力，市场份额竞争激烈。

2) 新品市场接受度不及预期

产品设计较为主观，如推广不及时覆盖不了垂直消费客群、导致销售不及预期。

3) 疫情影响线下零售等风险

疫情反复导致线下门店营业暂停，客流量大幅减少，导致库存积压，收入不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com