

2025年07月01日

361度 (01361.HK)

投资评级：买入（首次）

——产品研发提升品牌专业属性，渠道革新夯实公司业绩增长

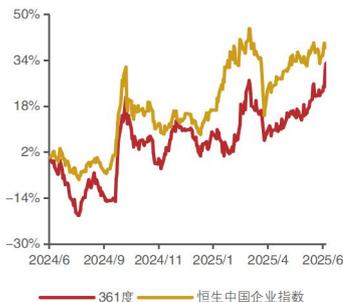
证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025年06月27日

收盘价 (港元)	4.99
一年内最高/最低 (港元)	5.02/3.15
总市值 (百万港元)	10,317.73
流通市值 (百万港元)	10,317.73
资产负债率 (%)	26.72

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **深耕行业二十余载，通过成为奥运合作伙伴等方式持续提升品牌形象。**品牌成立于2003年，于2009年在港交所上市，并于同年开启儿童品牌运营。2010年至今，公司分别成为广州亚运会、里约奥运会等大型国际赛事的合作伙伴，持续提升品牌在国内及海外的知名度及形象。产品方面，公司于近年发布竞速家族跑鞋矩阵及尼古拉·约基奇个人签名篮球鞋系列等核心产品，不断提升品牌力。
- **伴随公司渠道升级，位于商超百货店铺及小店占比提升。**公司近年持续推进渠道升级，据公司公告，公司持续鼓励分销商及零售商开小店，伴随第十代店于2024年落地，渠道形象持续提升，并推动公司业绩增长。**从渠道数量看**，2024年公司在全球保有店铺7115家，同比+1.73%，其中，2024年国内店铺数为5750家，同比+0.28%，海外店铺数为1365家，同比+8.33%，渠道数量同比持续提升；**从渠道变化趋势看**，2024年公司单店面积达149平方米，同比+7.97%，2024年公司商超百货店铺占比为32.66%，2019-2024年公司单店平均面积及商超店铺数量占比均持续增长。
- **公司注重产品研发迭代，多项独家科技提升产品专业度。**公司推出诸多材料科技推动产品提升专业性。**从跑鞋方面看**，2024年5月推出搭载CQT EXTREME科技的“飚速Future”竞速跑鞋、于2024年6月推出的搭载专业超轻碳板的“Miro NUDE 栗峰”碳板跑鞋等；**从篮球鞋方面看**，公司于2024年上半年先后发售“BIG3 5.0 QUICK”及“BIG3 5.0 QUICK PRO”篮球鞋，通过搭载全掌CQT超临界中底，回弹性超75%，进一步提升产品在实战中的表现，凸显品牌专业性。
- **盈利预测与评级：**361度作为国内头部运动服饰公司，伴随渠道升级及持续研发投入推动产品迭代，公司品牌力不断提升，且公司借多年深耕行业积累的体育资源及供应链资源不断提升品牌推广及运营效率，市场份额有进一步提升的潜力。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别13.15亿元/14.83亿元/16.70亿元，同比分别增长14.50%/12.75%/12.63%。我们选择与公司同属运动服饰行业的安踏体育、李宁及特步国际为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在运动服饰赛道的品牌形象、产品研发能力及营销能力位于上乘，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**零售环境修复不及预期风险；店铺拓展进度不及预期风险；部分垂类产品发展不及预期风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	8423.26	10073.51	11540.03	13113.23	14773.90
同比增长率 (%)	21.01%	19.59%	14.56%	13.63%	12.66%
归母净利润 (百万元)	961.43	1148.62	1315.14	1482.85	1670.10
同比增长率 (%)	28.68%	19.47%	14.50%	12.75%	12.63%
每股收益 (元/股)	0.47	0.56	0.64	0.72	0.81
ROE (%)	10.59%	12.25%	12.54%	12.39%	12.24%
市盈率 (P/E)	9.85	8.23	7.20	6.38	5.67

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

361 度作为国内头部运动服饰公司,伴随渠道升级及持续研发投入推动产品迭代,公司品牌力不断提升,且公司借多年深耕行业积累的体育资源及供应链资源不断提升品牌推广及运营效率,市场份额有进一步提升的潜力。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 13.15 亿元/14.83 亿元/16.70 亿元,同比分别增长 14.50%/12.75%/12.63%。我们选择与公司同属运动服饰行业的安踏体育、李宁及特步国际为可比公司。根据我们的盈利预测,公司估值对标可比公司平均估值相对偏低,考虑到公司在运动服饰赛道的品牌形象、产品研发能力及营销能力位于上乘,首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 销售费用率,公司深耕运动服饰赛道多年,品牌影响力较强且体育资源积累深厚,近年加强旗下各品牌推广,销售费率随广告及推广开支增加有增长趋势,但伴随公司业绩逐步向好,预期销售费用有所改善,因此预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 21.20%、21.15%、21.10%;
- 2) 管理费用率,公司通过优化升级管理体系不断降低管理费用率,因此预计 2025-2027 年管理费用率分别为 6.40%、6.30%、6.20%。

投资逻辑要点

- 1) 传统门店升级及“超品店”诞生有望助公司抢占新世代消费者心智,推动业绩增长;
- 2) 持续研发及宣传投入为品牌持续提升其在目标客群心中的专业度及知名度;
- 3) 严格的供应链筛选及供应链体系提升有望助公司提升运营效率。

核心风险提示

零售环境修复不及预期风险;店铺拓展进度不及预期风险;部分垂类产品发展不及预期风险。

内容目录

1. 运动服饰头部品牌，聚焦核心主业快速发展.....	6
1.1. 深耕运动服饰赛道多年，公司股权架构稳定.....	6
1.2. 财务摘要：聚焦跑步核心主业，营收毛利双增.....	7
2. 运动服饰市场持续发展，国内跑步赛道快速成长.....	9
2.1. 新兴市场快速发展驱动世界运动服饰行业快速增长.....	9
2.2. 政策端：利好政策频出推动体育产业发展.....	10
2.3. 中国跑步氛围浓厚驱动消费需求，国牌份额逐步提升.....	12
3. 公司端：渠道及产品升级提升品牌专业形象.....	14
3.1. 渠道升级助核心主业稳发展，儿童及线上业务为公司业绩增长赋能.....	14
3.2. 聚焦跑步核心主业，持续研发投入筑高竞争壁垒.....	17
4. 盈利预测与评级.....	20
4.1. 核心主业驱动公司业绩上行.....	20
4.2. 首次覆盖给予“买入”评级.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 361 度发展历程时间线	6
图表 2: 361 度股权结构 (截至 2024 年年报)	7
图表 3: 2019-2024 公司营收 CAGR 为 12.33%	7
图表 4: 2019-2024 公司毛利 CAGR 为 13.01%	7
图表 5: 2019-2024 公司归母净利 CAGR 为 21.58%	8
图表 6: 公司管理费率呈改善趋势	8
图表 7: 2024 年公司库存周转天数为 107 天	8
图表 8: 预计 2023-2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7% (单位: 十亿美元) ..	9
图表 9: 世界运动品市场未来增速或将主要来自亚太等运动新兴市场	9
图表 10: 2013-2022 年人均消费支出 CAGR 为 7.11%	10
图表 11: 21-25 年中国运动鞋服市场预期 CAGR 为 11.62%	10
图表 12: 中国户外运动产业国家支持政策梳理	11
图表 13: 预计 2035 年中国国家公园数量达 49 个	12
图表 14: 2018-2023 年体育场总数 CAGR 为 7.75%	12
图表 15: 2023 年国内线下马拉松赛事场次快速恢复	12
图表 16: 2023 年国内马拉松参与度快速修复	12
图表 17: 近年国内马拉松完赛人数恢复增长趋势	13
图表 18: 近年国内运动鞋履市场向头部品牌集中	13
图表 19: 2024 年公司店铺数为 7115 家	14
图表 20: 2024 年公司单店平均面积为 149 平方米	14
图表 21: 2024 年公司国内店铺数为 5750 家	14
图表 22: 2024 年公司海外店铺数为 1365 家	14
图表 23: 2018-2024 年公司国内商超百货店铺占比呈提升趋势	15
图表 24: 361 度超品店为自助选购模式	15
图表 25: 361 度超品店内产品 SKU 丰富	15
图表 26: 2024 年公司儿童业务营收占比达 23.20%	16
图表 27: 2024 年公司儿童店铺数达 2548 家	16
图表 28: 2024 年公司儿童店铺单店面积达 112 平米	16
图表 29: 2024 年公司儿童商超百货店铺数占比 60.48%	16

图表 30: 2024 年公司电商营收占比达 25.9%	17
图表 31: 2024 年公司国际业务营收为 1.85 亿元	17
图表 32: 2024 年公司海外店铺数为 1365 家	17
图表 33: 公司代言人近年主要成就	17
图表 34: 公司近期核心产品科技竞争优势	18
图表 35: 公司供应商筛选流程	19
图表 36: 361 度重点费率预测	20
图表 37: 361 度简易利润表预测 (金额单位: 亿元)	20
图表 38: 可比公司估值表	21

1. 运动服饰头部品牌，聚焦核心主业快速发展

1.1. 深耕运动服饰赛道多年，公司股权架构稳定

深耕行业二十余载，通过成为奥运合作伙伴等方式持续提升品牌形象。品牌成立于 2003 年，于 2009 年在港交所上市，并于同年开启儿童品牌运营。2010 年至今，公司分别成为广州亚运会、仁川亚运会、里约奥运会、雅加达亚运会、杭州亚运会等大型国际赛事的合作伙伴，持续提升品牌在国内及海外的知名度及形象。产品方面，公司于近年发布竞速家族跑鞋矩阵及尼古拉·约基奇个人签名篮球鞋系列等核心产品，不断提升品牌力。公司始终坚持“专业化、年轻化、国际化”的品牌定位，持续通过研发等方式推出高价值、多品类的体育运动产品。

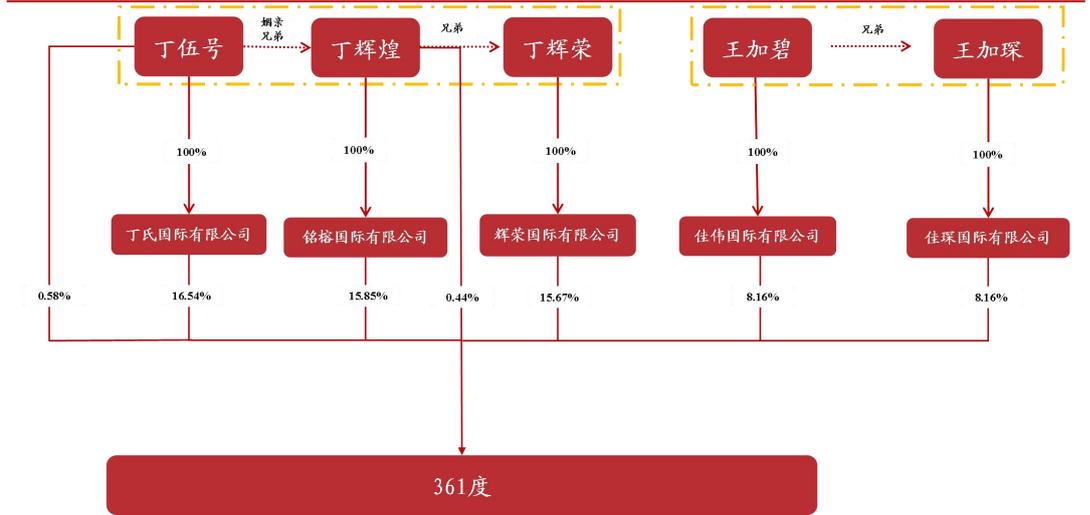
图表 1：361 度发展历程时间线



资料来源：361 度官网，华源证券研究所

截至 2024 年，丁氏家族合计持股 48.99%，股权结构稳定。公司总裁丁伍号为公司执行董事丁辉煌、丁辉荣的姻亲兄弟，其中，丁伍号直接持有及通过丁氏国际间接持有公司总计 17.03% 的股权，丁辉煌直接持有及通过铭榕国际间接持有公司总计 16.29% 的股权，丁辉荣通过辉荣国际间接持有公司 15.67% 的股权，丁氏家族分别通过直接或间接的方式持有公司 48.99% 的股份。此外，公司执行董事王加碧及其胞弟王加琛合计持有公司 16.32% 的股权。公司整体股权结构稳定。

图表 2：361 度股权结构（截至 2024 年年报）

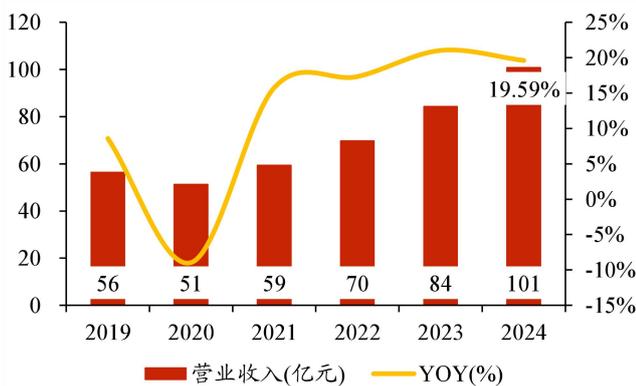


资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 财务摘要：聚焦跑步核心主业，营收毛利双增

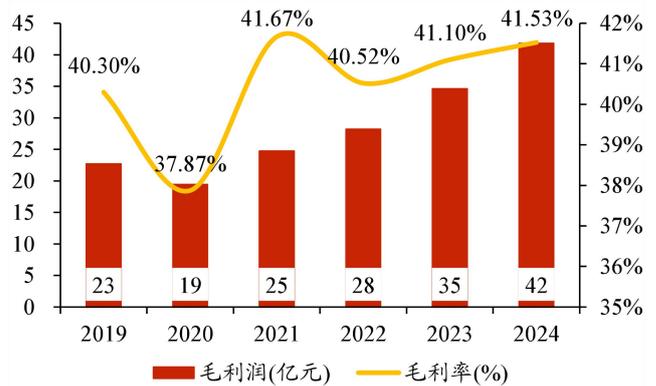
多项细分运动品类助公司业绩向好，营收毛利维持双增。公司为中国运动服饰头部企业，据公司公告，伴随 2024 年中国宏观经济回暖及公司赞助的跑步、篮球等多项线下赛事参与度较好，推动公司业绩维持快速增长。2024 年公司营收/毛利分别为 101 亿元/42 亿元，同比分别+19.59%/+20.83%，营收突破 100 亿元大关；2019–2024 年公司营收/毛利 CAGR 分别为 12.33%/13.01%，整体维持双位数的快速增长趋势。2024 年公司毛利率较 2019 增长 1.23pct 至 41.53%，自 2022 年后持续改善。

图表 3：2019–2024 公司营收 CAGR 为 12.33%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

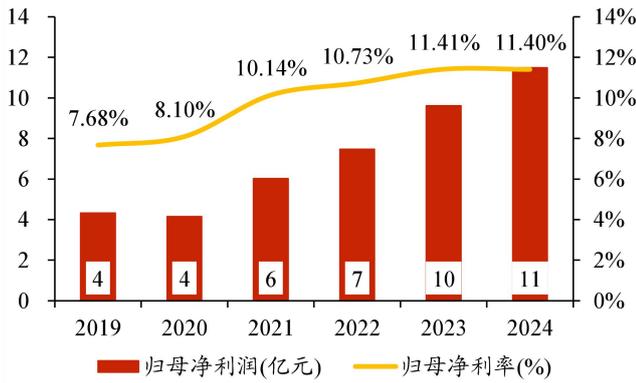
图表 4：2019–2024 公司毛利 CAGR 为 13.01%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

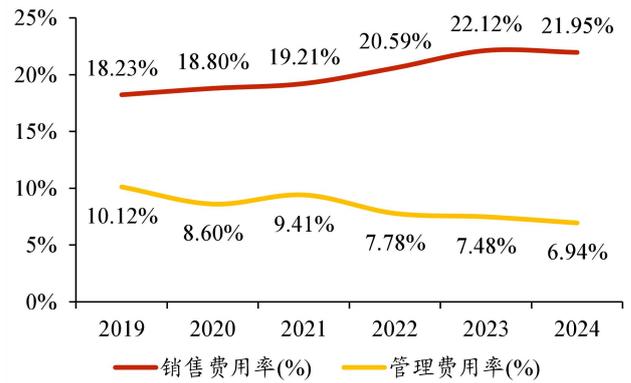
管理费率呈下降趋势，业绩向好推动归母净利润维持稳增长。从费用端看，2024 年销售费率同比下降 0.16pct 至 21.95%，而 2024 年管理费率下降 0.54pct 至 6.94%，自 2019 年后管理费率整体维持下降趋势，销售费用及管理费用绝对值增加分别系广告宣传相关开支及行政人员工资相关开支增加。从利润端看，伴随公司费用率较 2023 年有改善趋势及业绩持续快速增长，2024 年公司实现归母净利润 11.49 亿元，同比+19.47%，归母净利率达 11.40%，2019–2024 年间公司归母净利润 CAGR 为 21.58%，盈利能力不断提升。

图表 5: 2019-2024 公司归母净利润 CAGR 为 21.58%



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

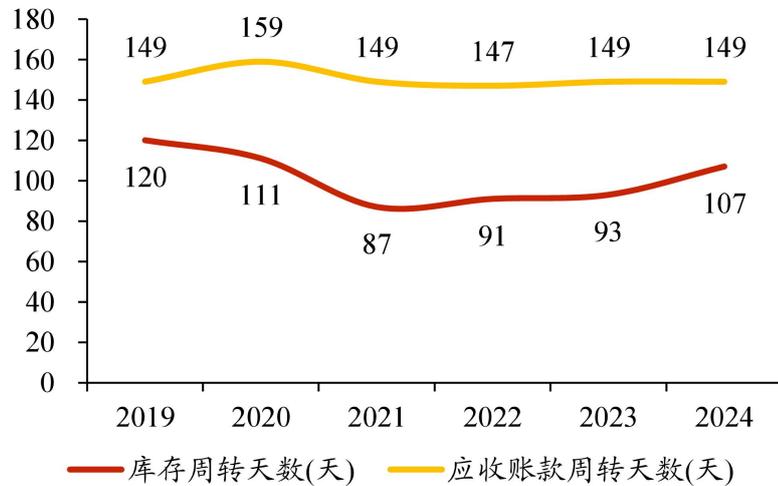
图表 6: 公司管理费率呈改善趋势



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

公司库存整体可控, 库龄结构同比改善。2024 年公司应收账款周转天数为 149 天, 整体与前期持平, 主要系公司销售收入增加及支持经销商扩大目标城市市场份额; 2024 年公司存货周转天数为 107 天, 存货增加主要系公司战略调整, 为提高对客户订单的反应速度, 公司增加制成品存货, 但从库龄结构看, 2024 年公司 90 天内库存占比同比增加 3.2 pct 至 62.5%, 而超 90 天但 180 天内及超 180 天但 360 天内库存占比分别下降 2.3 pct 及 0.9 pct, 长库龄库存占比下降凸显公司库存结构改善。

图表 7: 2024 年公司库存周转天数为 107 天



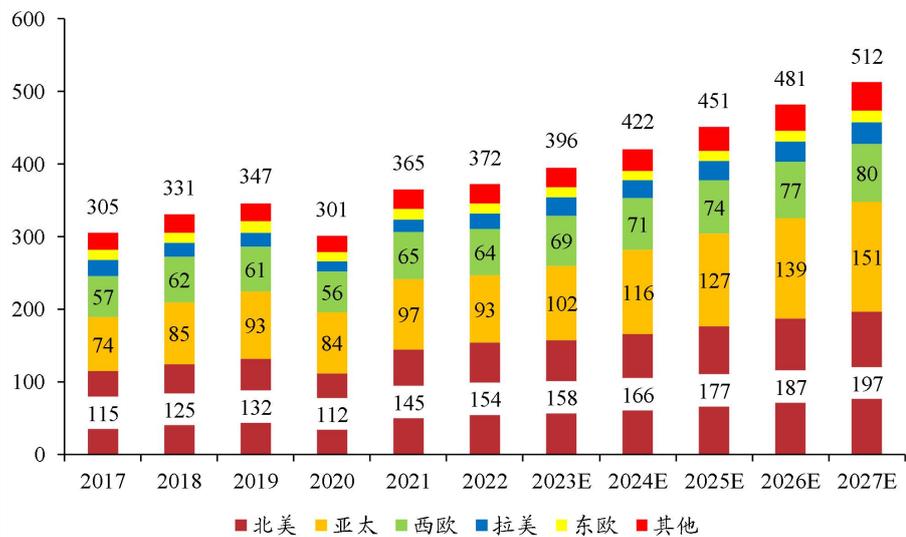
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

2. 运动服饰市场持续发展，国内跑步赛道快速成长

2.1. 新兴市场快速发展驱动世界运动服饰行业快速增长

新兴市场成为近年世界鞋服市场新增长极，驱动行业稳增长。世界运动服饰行业起源可回溯至一、二战后，伴随奥运会及时尚设计的融入，行业迅速发展。2023年，据WFSGI，运动品市场发展回暖，行业同比增速边际递增；同时，地区发展分化，形成成熟市场稳健、新兴市场快速发展的格局，其中，2022-2023年拉美及亚太增速分别为22%/11%，为增长较快区域。未来，伴随新兴市场区域经济发展及消费习惯改变，有望带动该地区运动鞋服市场保持高增长。

图表8：预计2023-2027年世界运动品市场年均复合增速为7%（单位：十亿美元）



资料来源：欧睿国际，WFSGI，华源证券研究所 注：数据更新至2023年10月

图表9：世界运动品市场未来增速或将主要来自亚太等运动新兴市场

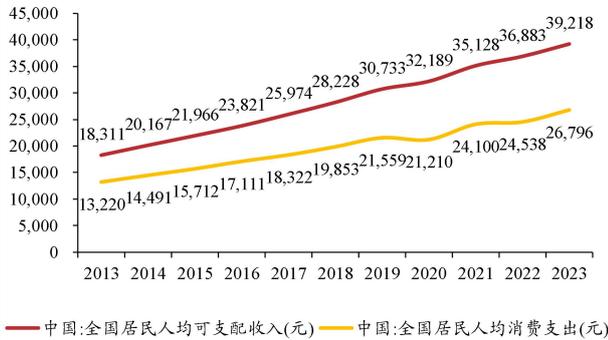
CAGR, %	2017-19	2021-22	2022-23E	2023E-27E
总计	7%	2%	6%	7%
其他地区	3%	6%	0%	9%
东欧	4%	-6%	-1%	4%
拉美	-4%	20%	22%	4%
西欧	3%	-3%	8%	4%
亚太	12%	-4%	11%	10%
北美	7%	6%	2%	6%

资料来源：欧睿国际，WFSGI，华源证券研究所 注：数据更新至2023年10月

经济发展带动国内居民人均支出提升，鞋服市场发展有望延续。2023年，我国居民人均可支配收入增至3.92万元，经济发展及健康观念转变带来运动参与人数提升推动居民运动服饰相关消费开支不断增长；据艾媒咨询、欧睿国际及科尔尼，我国运动服饰行业市场规模于2021年增至3858亿元，2015-2021年CAGR为14.99%。展望未来，据艾媒咨询预计，至

2025 年，中国运动鞋服行业市场规模有望增至 5989 亿元，2021-2025 年预期年化增速为 11.62%。

图表 10：2013-2022 年人均消费支出 CAGR 为 7.11%



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：21-25 年中国运动鞋服市场预期 CAGR 为 11.62%



资料来源：艾媒咨询，科尔尼，欧睿国际，华源证券研究所

2.2. 政策端：利好政策频出推动体育产业发展

鼓励政策频出为体育产业发展奠定基础。“十四五”以来，国家颁布多项政策以支持体育产业发展。其中覆盖：1) 产业及消费规模目标：根据国家“十四五”规划，截至“十四五”末，体育产业总规模达 5 万亿元，较 2019 年 CAGR 约为 9%，体育消费规模超 2.8 万亿元；2) 体育服务设施完善：通过规划、建设、完善户外运动场地，在“十四五”末人均体育场地面积较“十三五”末提升 0.4 平方米至 2.6 平方米；3) 增加旅游休闲需求：通过优化节假日时间分布及环城市休闲度假带、国家公园等方式，提振居民旅游休闲需求及相关消费。国家鼓励政策有望培养居民运动观念并促进运动消费，为运动鞋服行业打开增长空间。

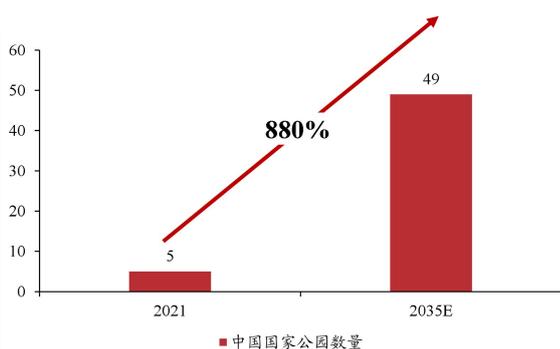
图表 12：中国户外运动产业国家支持政策梳理

产业政策	颁布机构	颁布时间	主要内容
《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案（2023—2025 年）》	发改委、体育总局等	2023.10	实施“户外运动活力山水”计划，增加户外优质供给、丰富消费场景、提升服务设施，以更丰富的赛事、更专业的人才队伍、更健全的监管体系扩大参与人群范围，推动户外运动产业总规模至 2025 年达 3 万亿。
《户外运动产业发展规划（2022-2025 年）》	体育总局、发改委	2022.10	我国户外运动产业主要目标为 2025 年产业总规模超过 3 万亿元，具体实施方法包含六大主要任务，通过开放郊野公园及加强露营配套基建等方式增加露营地供给；并通过技能培训、完善消费政策等方式释放消费潜力。
《国民旅游休闲发展纲要（2022—2030 年）》	发改委、文旅部	2022.07	优化全国年节和法定节假日时间分布格局、规划建设环城市休闲度假带、完善休闲服务设施、发展新兴休闲业态、实施旅游休闲高品质服务行动等一系列具体举措。
《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	国务院办公厅	2022.04	充分挖掘县乡消费潜力，提升乡村游、民宿经济、户外运动等服务品质；强化用地用房保障，适应户外运动营地及相关基建小规模用地需求。
《“十四五”旅游业发展规划》	发改委	2022.03	完善旅游产品供给体系；优化城乡旅游休闲空间；充分发挥国家公园教育、游憩功能，开展户外运动等项目；推进自驾车旅居车旅游，形成网络化营地服务体系及完善的自驾车旅居车产业链。
《“十四五”体育发展规划》	体育总局	2021.10	“十四五”末，体育产业总规模达 5 万亿元，体育消费规模超 2.8 万亿元，人均体育场地面积提升至 2.6 平方米，经常参与体育锻炼人数占比至 38.5%；优化节假日时间分布及旅游景区，提振相关消费。
《全民健身计划（2021-2025 年）》	国务院	2021.08	十四五期间，加大对冰雪、山地户外、航空、水上运动、马拉松、自行车等户外运动项目的推广，通过完善相关基础设施建设拓展户外运动品类及服务供给。
《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》	发改委、体育总局	2021.04	国家新增对户外体育公园、健康步道、户外运动公共服务设施的支持方向。

资料来源：体育总局，发改委等，华源证券研究所

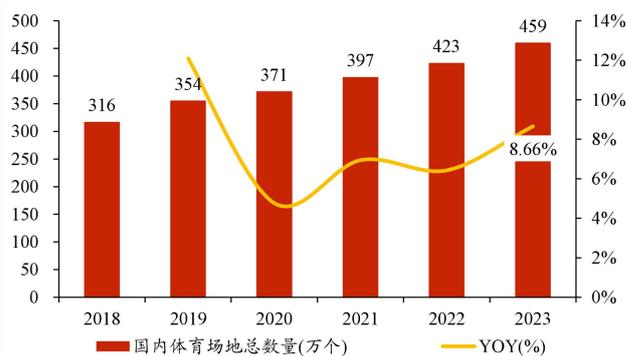
政策扶持完善体育设施建设。相较于欧美等户外产业发达国家，我国户外产业仍处于快速发展阶段：从国家公园看，据美国国家公园基金会及加拿大政府网站，美国/加拿大分别拥有 63/37 个国家公园，而据中国国家地理微信公众号，中国于 2021 年设立首批 5 个国家公园，据林草局，至 2035 年，中国国家公园数量预计提升至 49 个；从体育场馆看，近年我国发力体育基础设施建设，2018-2023 年，体育场地总数提升 143.07 万个至 459.27 万个，CAGR 为 7.75%。政策扶持下体育设施发展迅速，为居民参与户外活动提供先决条件。

图表 13: 预计 2035 年中国国家公园数量达 49 个



资料来源: 国家林草局, 中国政府网, 华源证券研究所

图表 14: 2018-2023 年体育场总数 CAGR 为 7.75%

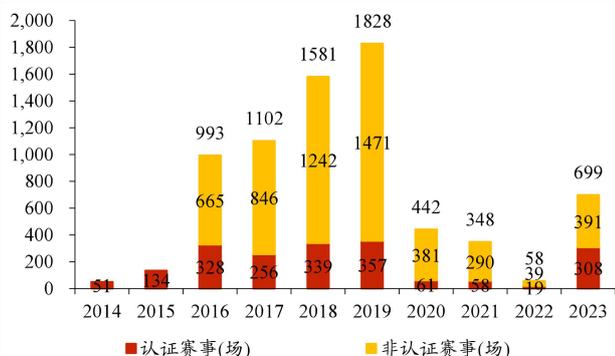


资料来源: 体育总局, 华源证券研究所

2.3. 中国跑步氛围浓厚驱动消费需求, 国牌份额逐步提升

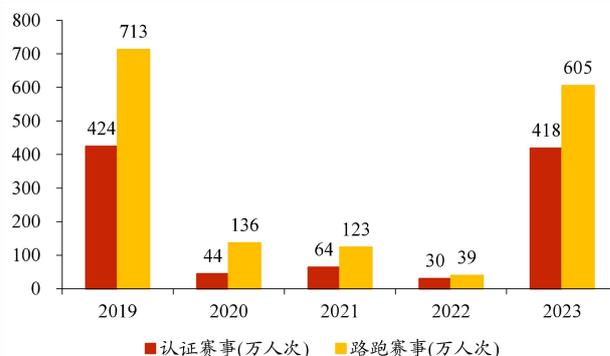
国内跑步氛围日趋浓厚, 线下马拉松赛事数量于 2023 年恢复增长。2014-2019 年, 线下马拉松在认证及非认证赛事蓬勃发展下数量快速增长, 于 2019 年达到 1828 场, 为近年峰值; 2023 年, 线下马拉松赛事于疫后快速修复, 全年赛事数量增至 699 场, 且参与人次已接近 2019 年。整体看, 国内各类跑步赛事数量恢复增长, 跑步人群不断壮大, 跑步相关产品(如跑步装备)需求不断上行, 因此国内跑鞋未来发展空间广阔。

图表 15: 2023 年国内线下马拉松赛事场次快速恢复



资料来源: 中国马拉松官网, 中国田径协会, 华源证券研究所

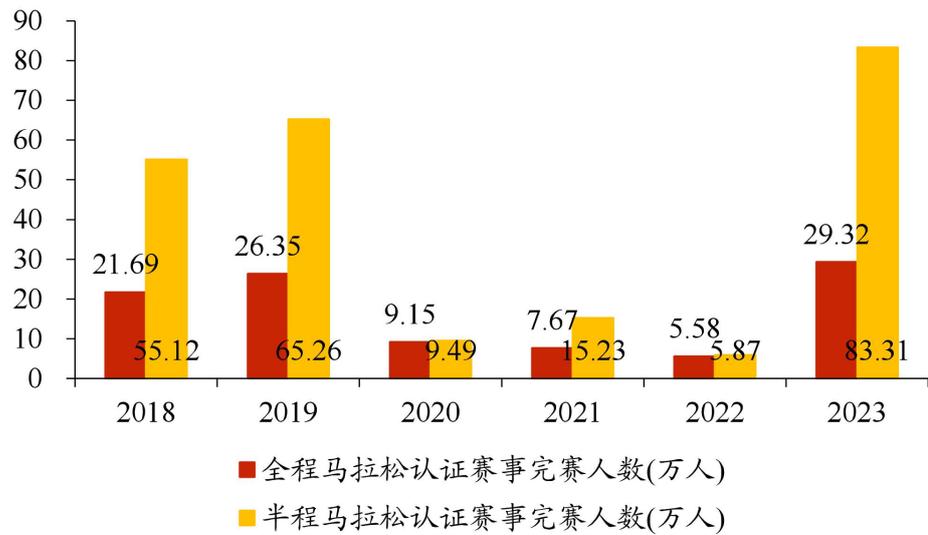
图表 16: 2023 年国内马拉松参与度快速修复



资料来源: 中国马拉松官网, 中国田径协会, 华源证券研究所

完赛人数持续增长, 凸显专业跑步人群基数持续扩大。马拉松项目完赛人数于 2023 年恢复此前增长趋势, 2023 年全程马拉松完赛人数较 2018 年增长 7.63 万人至 29.32 万人, 半程马拉松项目完赛人数较 2018 年增长 28.19 万人至 83.31 万人。完赛人数增长凸显我国参与跑步人群中较专业的跑者不断增长, 因此, 我们预计国内专业跑步装备的需求有望持续提升, 推动跑步装备持续迭代, 利好具备相关技术储备及持续重视产品研发的头部运动品牌。

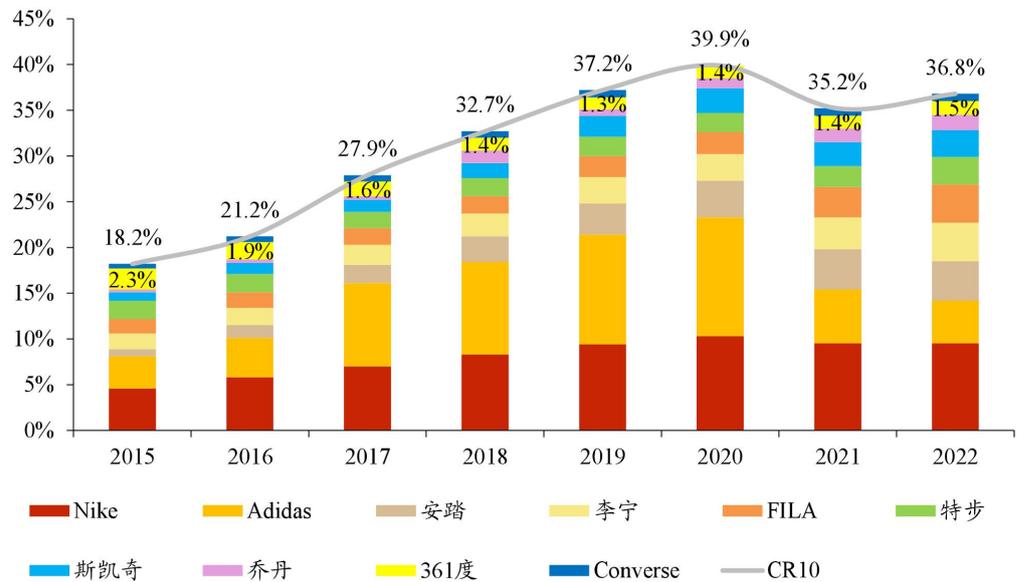
图表 17: 近年国内马拉松完赛人数恢复增长趋势



资料来源: 中国马拉松官网, 中国田径协会, 华源证券研究所

国牌强势崛起, 市场份额向头部集中。从市场看, 2022 年, 我国运动鞋履市场 CR10 较 2015 年增长 18.6 pct 至 36.8%, 市场份额向头部集中; **分品牌看**, 国际头部品牌受国内近年消费需求与偏好转变影响, 市场份额有所下滑, 而国牌在国潮风影响下快速发展, 如安踏、李宁、特步等头部国牌运动鞋履市场份额持续增长。整体看, 近年国内运动鞋履市场呈现国牌崛起以及市场份额持续向头部品牌集中的趋势。

图表 18: 近年国内运动鞋履市场向头部品牌集中



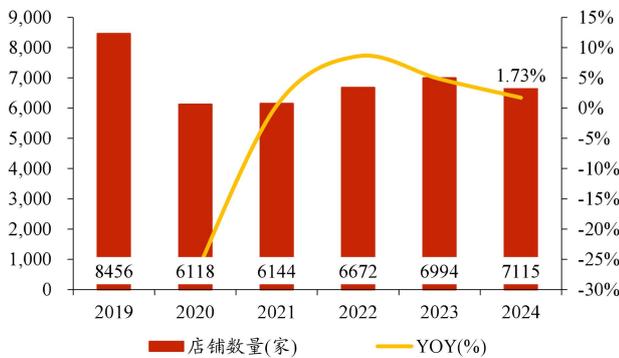
资料来源: 远川研究所微信公众号, 欧睿国际, 华源证券研究所

3. 公司端：渠道及产品升级提升品牌专业形象

3.1. 渠道升级助核心主业稳发展，儿童及线上业务为公司业绩增长赋能

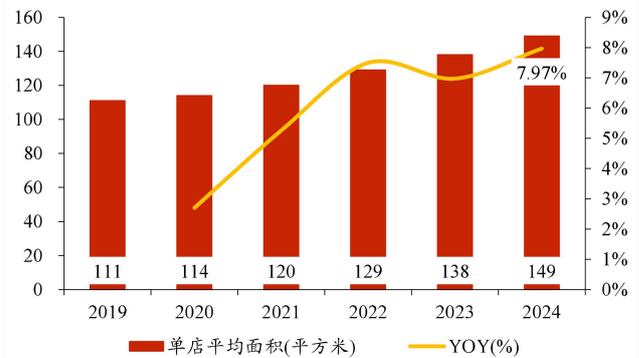
伴随公司渠道升级，位于商超百货店铺及大店占比提升。公司近年持续推进渠道升级，据公司公告，公司持续鼓励分销商及零售商开大店，伴随第十代店于2024年落地，渠道形象持续提升，并推动公司业绩增长。从渠道数量看，2024年公司在全球保有店铺7115家，同比+1.73%，其中，2024年国内店铺数为5750家，同比+0.28%，海外店铺数为1365家，同比+8.33%，渠道数量同比持续提升；从渠道变化趋势看，2024年公司单店面积达149平方米，同比+7.97%，2024年公司商超百货店铺占比为32.66%，2019-2024年公司单店平均面积及商超店铺数量占比均持续增长，渠道质量不断提升。

图表 19：2024 年公司店铺数为 7115 家



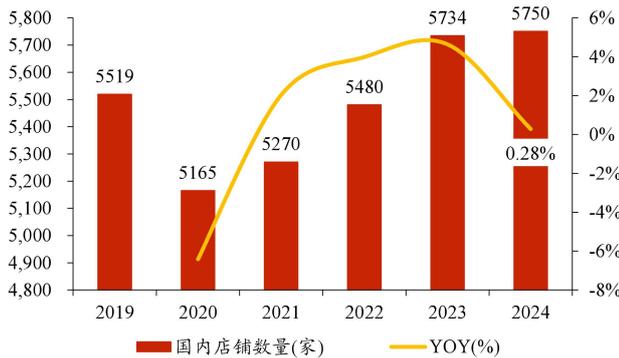
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 20：2024 年公司单店平均面积为 149 平方米



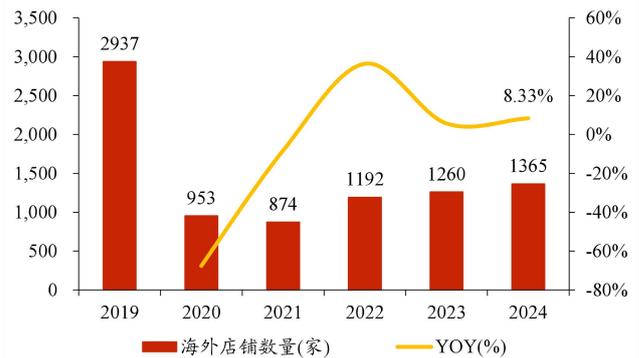
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 21：2024 年公司国内店铺数为 5750 家



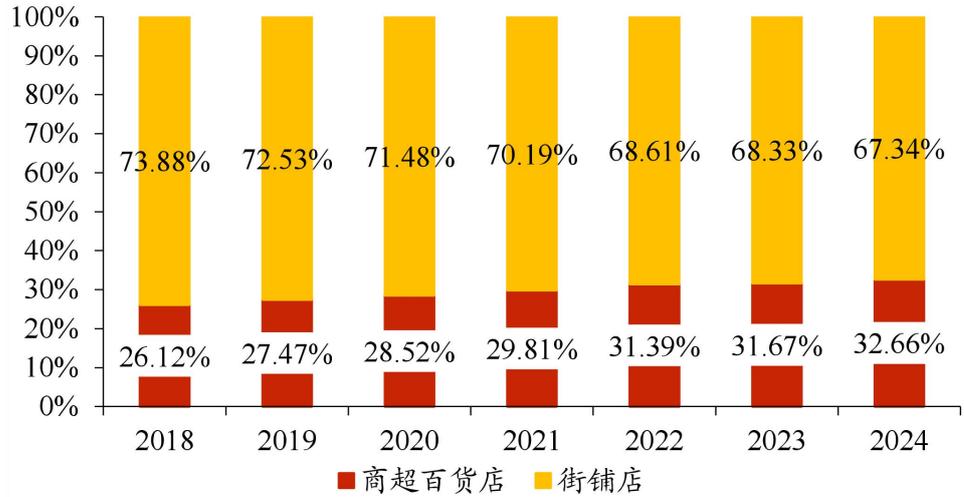
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 22：2024 年公司海外店铺数为 1365 家



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 23：2018-2024 年公司国内商超百货店铺占比呈提升趋势



资料来源：公司公告，华源证券研究所

24 年底推出新店型“超品店”，为大空间高质价比的一站式购物渠道。据公司公告，首家 361 度超品店于 2024 年 12 月落地河北省石家庄市，并随后于广东惠州、四川成都及广西南宁开设三家 361 度超品店，旨在通过新渠道模式及极致质价比捕捉零售市场新机遇。从该类店铺具备的优势看，据体育大生意微信公众号：1) **大空间的自助购物场景**，361 度超品店店铺面积近 1000 平方米，采用统一且具备高辨识度的色调，通常单店配备 10-12 名店员，以客户自助选购的方式提升门店运营效率；2) **提供高质价比的商品**，361 度超品店尖货产品的 SKU 数量更多更全，且在享受超品价折扣基础上享多件多折优惠；3) **一站式购物体验**，361 度超品店因其面积较大，陈列产品线丰富，以济南超品店为例，陈列商品包含成人及儿童的四季产品，且包含跑步、篮球及综训等多种垂类产品。超品店通过大空间高质价比的一站式购物体验，有望助公司吸引更多多样化的客群。

图表 24：361 度超品店为自助选购模式



资料来源：体育大生意微信公众号，华源证券研究所

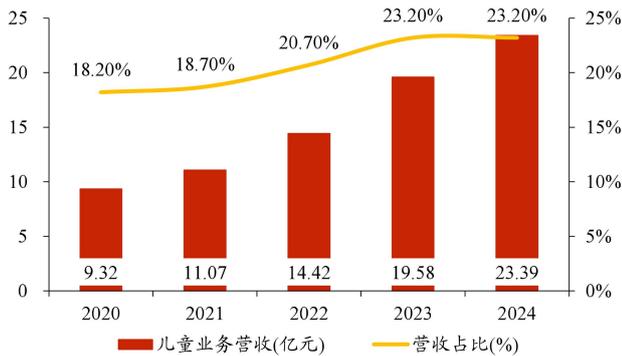
图表 25：361 度超品店内产品 SKU 丰富



资料来源：体育大生意微信公众号，华源证券研究所

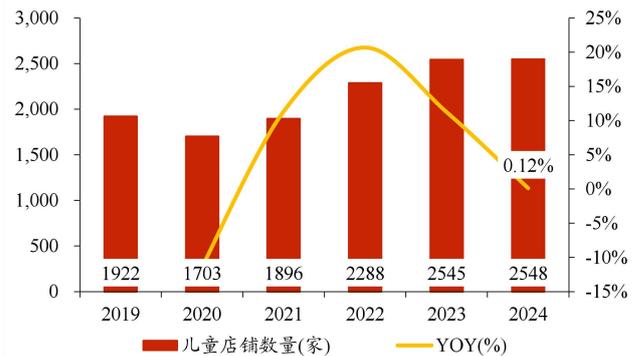
渠道持续升级推动儿童业务收入及营收占比持续提升。据公司公告，公司儿童业务近年维持快速增长，营收占比由2020年的18.20%升至2024年的23.20%，业务发展持续向好。**从渠道端看**，2024年公司儿童业务店铺数达2548家，其中，2024年单店平均面积达112平方米，自2019年来持续提升，2024年商超百货店铺占比达60.48%，渠道升级持续进行。此外，公司减持产品研发创新，通过“漂移”系列、“竞速”系列等各运动垂类鞋履持续通过专业性占领消费者心智，不断提升公司儿童业务板块的增长潜力。

图表 26：2024 年公司儿童业务营收占比达 23.20%



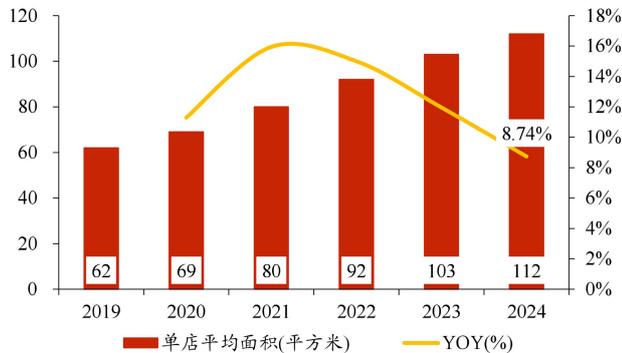
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 27：2024 年公司儿童店铺数达 2548 家



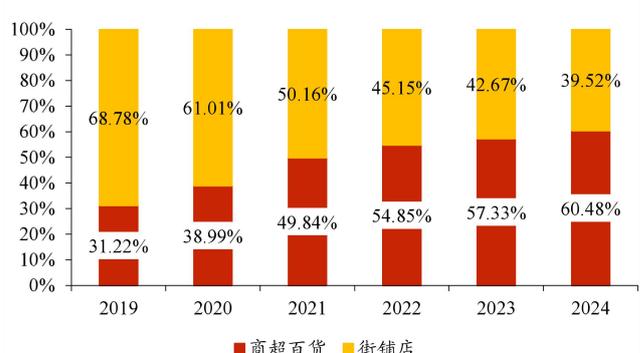
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 28：2024 年公司儿童店铺单店面积达 112 平米



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 29：2024 年公司儿童商超百货店铺占比 60.48%

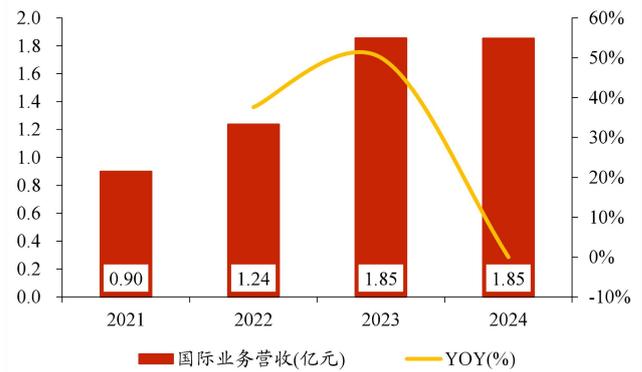


资料来源：公司公告，华源证券研究所

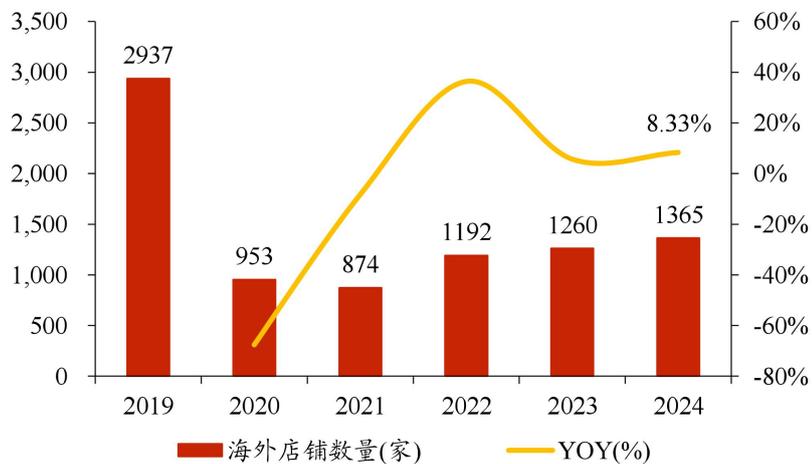
线上业务维持快速增长，加速海外扩张为公司业绩打开新增长极。据公司公告，从**线上渠道看**，2024年公司线上渠道实现营收26.09亿元，同比+12.21%，近年营收占比整体呈增长趋势，伴随公司近年持续强化电商渠道建设及推动品牌数字化升级，线上业务作为公司业绩增长核心驱动的地位持续提升；**从国际业务看**，自2020年以来，公司海外渠道数量恢复增长，驱动公司整体营收上行，伴随2024年4月公司海外电商独立网站上线运营及2025年1月公司于马来西亚吉隆坡开出海外首家直营店铺，国际业务未来有望成为公司新增长极。

图表 30：2024 年公司电商营收占比达 25.9%


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 31：2024 年公司国际业务营收为 1.85 亿元


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 32：2024 年公司海外店铺数为 1365 家


资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 聚焦跑步核心主业，持续研发投入筑高竞争壁垒

公司体育资源丰富，知名赛事及运动员有望提升品牌国际知名度。公司通过增加体育资源相关投入提升品牌专业度及认知度，在长期积累下体育资源较为丰富。从代言人看，公司拥有篮球、跑步、花样游泳、铁人三项等诸多细分运动领域的头部体育明星，如近年夺得过 NBA 总冠军的丹佛掘金队核心球员尼古拉·约基奇及阿隆·戈登等等；从赞助赛事看，公司于近年以赞助商、合作伙伴等身份先后赞助了利物浦半程马拉松、秦皇岛马拉松等国内外赛事，并预期在未来成为名古屋 2026 年亚运会官方合作伙伴。历经常年积累，公司体育资源丰富，有望助公司持续提升品牌知名度及专业度。

图表 33：公司代言人近年主要成就

代言人	体育运动	近年主要成就
阿隆·戈登 (Aaron GORDON)	篮球	国际篮球巨星 2022 - 2023 赛季职业篮球联赛总冠军球员
肯塔维奥斯·卡德威尔·波普 (Kentavious CALDWELL POPE)	篮球	国际篮球巨星 2019-2020、2022-2023 赛季职业篮球联赛总冠军球员

国际篮球巨星

尼古拉·约基奇 (Nikola JOKIĆ)

篮球

 2022 - 2023 赛季职业篮球联赛总冠军球员、FMVP
 2020 - 2021、2021 - 2022、2023 - 2024 赛季职业篮球
 联赛常规赛 MVP

蒋文文、蒋婷婷	花样游泳	花游世界冠军
高群翔	滑板	第十四届全运会滑板男子街式赛冠军
熊敦瀚	水球	第 19 届杭州亚运会女子水球冠军
Adam BOWDEN	跑步	2024 伦敦马拉松第二十一名 2024 贝尔法斯特马拉松第十名 2024 纽波特 10KM 赛第六名
Alessandro GIACOBAZZI	跑步	2022 年意大利马拉松冠军
Dan DIXON	铁人三项	铁人三项精英运动员

资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司注重产品研发迭代，多项独家科技提升产品专业度。据公司公告，2024 年研发费用率为 3.4%，公司重视研发的战略凸显。通过研发，公司推出诸多材料科技推动产品提升专业性，从跑鞋方面看，2024 年 5 月推出搭载 CQT EXTREME 科技的“飚速 Future”竞速跑鞋、于 2024 年 6 月推出的搭载专业超轻碳板的“Miro NUDE 栗蜂”碳板跑鞋等；从篮球鞋方面看，公司于 2024 年上半年先后发售“BIG3 5.0 QUICK”及“BIG3 5.0 QUICK PRO”篮球鞋，通过搭载全掌 CQT 超临界中底，回弹性超 75%，进一步提升产品在实战中的表现，凸显品牌专业性。

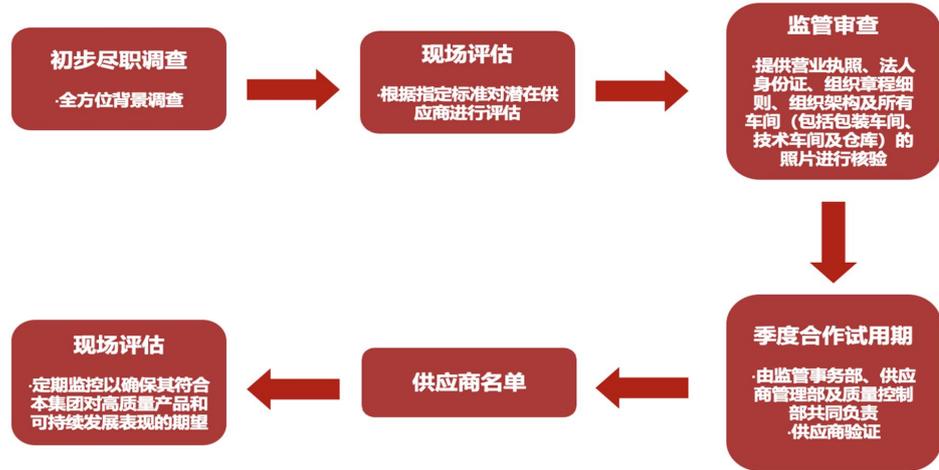
图表 34：公司近期核心产品科技竞争优势

产品	推出时间	竞争优势
BIG3 3.0	2022	该系列采用流光渐变 TPU 搭配通透网纱鞋面，延续系列高颜值特点，全面增强实战性能。全掌 ENRG-X，动能强劲回弹，带来前所未有的中底反馈，高性能回弹支持高水平比赛。
BIG3 4.0	2023	BIG3 4.0QUICK 版本使用更低的龙骨重心，更平的前后跟差，带来更轻薄块的场地感体验；SWITCH 版本前掌 CQT 碳临界材料是 361 度在球鞋上首次做填腹结构，用料更加扎实，通过鞋底尼龙片和侧墙、后跟两块 TPU 进行全方面的保护，平衡鞋底多区域的科技功能，可让穿着者在运动表现中，达到减震和稳定的最佳状态。
BIG3 5.0	2024	「BIG3 5.0 QUICK」在运动性及舒适性等方面进行全方位的升级，满足大部分后卫和轻型锋线需求，灵巧加速，堪称球场“暴力加速器”。「BIG3 5.0 QUICK PRO」采用全掌 CQT 超临界中底，回弹性超 75%，轻便穿着的同时更提供高效的回弹推进表现。
JOKER1	2024	与尼古拉·约基奇(Nikola JOKIĆ) 共同推出首款个人签名鞋款，使用全掌 CQT 超临界中底，回弹性高达 75%；内外侧和鞋后跟的双重 TPU 加持，加强运动保护性能；鞋底搭载 DIAMOND GRIP 耐磨科技，采用耐磨橡胶使抓地力和耐用性同步升级。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司拥有标准化供应商筛选流程，供应链体系提升提高快反能力。据公司公告，公司拥有标准化的供应商筛选流程，从初步尽调、现场评估，到监管审查及季度试用，进入供应商名单后仍会定期监控以确保其符合公司对产品的高质量要求及可持续发展的期望。从代工厂方面，据公司公告，2024 年公司 36.7%的鞋履及 19.5%的服饰为自有产能生产，并不断推动供应链体系升级以提高快反能力，为集团业务发展提供有力支持。

图表 35：公司供应商筛选流程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 核心主业驱动公司业绩上行

期间费率端：1) **销售费用率**，公司深耕运动服饰赛道多年，品牌影响力较强且体育资源积累深厚，近年加强旗下各品牌推广，销售费率随广告及推广开支增加有增长趋势，但伴随公司业绩逐步向好，预期销售费用有所改善，因此预计 2025–2027 年公司销售费用率分别为 21.20%、21.15%、21.10%；2) **管理费用率**，公司通过优化升级管理体系不断降低管理费用率，因此预计 2025–2027 年管理费用率分别为 6.40%、6.30%、6.20%。

图表 36：361 度重点费率预测

	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	21.95%	21.20%	21.15%	21.10%
管理费用率	6.94%	6.40%	6.30%	6.20%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

最终，我们预计公司 2025–2027 年营业收入分别 115.40 亿元/131.13 亿元/147.74 亿元，同比分别增长 14.56%/13.63%/12.66%；归母净利润分别 13.15 亿元/14.83 亿元/16.70 亿元，同比分别增长 14.50%/12.75%/12.63%。

图表 37：361 度简易利润表预测（金额单位：亿元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	100.74	115.40	131.13	147.74
YOY	19.59%	14.56%	13.63%	12.66%
营业成本	58.90	67.15	76.18	85.68
YOY	18.73%	14.00%	13.45%	12.47%
毛利率	41.53%	41.81%	41.90%	42.01%
归母净利润	11.49	13.15	14.83	16.70
YOY	19.47%	14.50%	12.75%	12.63%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 首次覆盖给予“买入”评级

从相对估值角度看：361 度作为国内头部运动服饰公司，伴随渠道升级及持续研发投入推动产品迭代，公司品牌力不断提升，且公司借多年深耕行业积累的体育资源及供应链资源不断提升品牌推广及运营效率，市场份额有进一步提升的潜力。我们选择与公司同属运动服饰行业的安踏体育、李宁及特步国际为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在运动服饰赛道的品牌形象、产品研发能力及营销能力位于上乘，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 38：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）		EPS			PE			
		2025-06-27	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
1361.HK	361 度	4.6	0.6	0.6	0.7	0.8	8.2	7.2	6.4	5.7
可比公司										
2020.HK	安踏体育	86.5	5.4	4.8	5.5	6.1	16.0	17.9	15.8	14.2
1368.HK	特步国际	5.2	0.5	0.5	0.6	0.6	11.1	10.4	9.5	8.6
2331.HK	李宁	15.3	1.2	1.0	1.1	1.2	13.1	15.0	13.5	12.4
可比公司 PE 均值							13.4	14.4	13.0	11.7

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司数据为 Wind 一致预期，361 度、特步国际、安踏体育、李宁收盘价调整为人民币计价，对应汇率取 1 人民币 1.09 港元

5. 风险提示

零售环境修复不及预期风险。公司所处可选消费行业受宏观经济及消费者消费意愿等因素影响较大，若零售环境修复不及预期，存在经营结果不及预期风险。

店铺拓展进度不及预期风险。公司虽具有差异化开店策略，但对新开店仍有一定要求，存在店铺数量拓展不及预期的风险。

部分垂类产品发展不及预期风险。近年跑步等运动细分市场热潮推动公司相应产品取得长足发展，热度下降等因素均有可能导致此类产品发展速度不及预期。

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,074	11,540	13,113	14,774	货币资金	4,254	5,316	6,311	7,505
增长率	19.6%	14.6%	13.6%	12.7%	应收款项	5,686	6,206	6,884	7,568
营业成本	5,890	6,715	7,618	8,568	存货	2,109	2,238	2,434	2,618
%销售收入	58.5%	58.2%	58.1%	58.0%	其他流动资产	9	12	13	15
毛利	4,183	4,825	5,495	6,206	流动资产	12,058	13,772	15,642	17,705
%销售收入	41.5%	41.8%	41.9%	42.0%	权益性投资	0	0	0	0
其他收入	0	0	0	0	固定资产	961	979	1,006	1,040
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	3	4	4	4
销售费用	2,211	2,446	2,773	3,117	非流动资产	1,355	1,371	1,395	1,426
%销售收入	22.0%	21.2%	21.2%	21.1%	资产总计	13,414	15,143	17,038	19,132
管理费用	699	739	826	916	应付款项	1,331	1,679	1,799	1,904
%销售收入	6.9%	6.4%	6.3%	6.2%	短期借款	47	35	24	14
研发费用	342	381	435	493	其他流动负债	1,985	2,216	2,465	2,733
%销售收入	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	流动负债	3,363	3,929	4,288	4,651
财务费用	13	-108	-138	-165	长期债务	215	215	215	215
%销售收入	0.1%	-0.9%	-1.0%	-1.1%	其他长期负债	7	7	7	7
息税前利润 (EBIT)	1,576	1,669	1,867	2,093	非流动负债	222	222	222	222
%销售收入	15.6%	14.5%	14.2%	14.2%	负债总计	3,584	4,151	4,509	4,873
投资收益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	9,375	10,490	11,972	13,641
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	454	502	556	619
除税前利润	1,563	1,777	2,004	2,258	负债股东权益合计	13,414	15,143	17,038	19,132
利润率	15.5%	15.4%	15.3%	15.3%	比率分析				
所得税	370	414	467	526		2024A	2025E	2026E	2027E
所得税率	23.7%	23.3%	23.3%	23.3%	每股指标				
净利润(含少数股东损益)	1,193	1,363	1,537	1,732	每股收益	0.56	0.64	0.72	0.81
少数股东损益	44	48	55	62	每股净资产	4.53	5.07	5.79	6.60
归属于母公司的净利润	1,149	1,315	1,483	1,670	每股经营现金净额	0.03	0.47	0.35	0.45
增长率	19.5%	14.5%	12.8%	12.6%	每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00
净利率	11.4%	11.4%	11.3%	11.3%	回报率				
现金流量表									
单位：人民币(百万)									
净利润	1,149	1,315	1,483	1,670	净资产收益率	12.25%	12.54%	12.39%	12.24%
少数股东损益	44	48	55	62	总资产收益率	8.56%	8.68%	8.70%	8.73%
营运资金变动	-1,308	-74	-506	-496	投入资本收益率	11.92%	11.39%	11.22%	11.08%
其他变动	185	-309	-304	-309	增长率				
经营活动现金流量净额	70	980	728	928	营业收入增长率	19.59%	14.56%	13.63%	12.66%
资本开支	-269	-110	-120	-130	EBIT增长率	21.25%	5.87%	11.85%	12.12%
投资	1,600	3	3	3	净利润增长率	19.47%	14.50%	12.75%	12.63%
其他	35	410	407	414	总资产增长率	2.67%	12.89%	12.51%	12.29%
投资活动现金流量净额	1,366	302	289	286	资产管理能力				
股权募资	0	0	0	0	应收账款周转天数	146.9	145.5	144.3	143.9
债权募资	-33	-12	-11	-10	存货周转天数	105.7	116.5	110.4	106.1
其他	-744	-207	-9	-8	应付账款周转天数	86.5	80.7	82.2	77.8
筹资活动现金流量净额	-777	-219	-20	-18	固定资产周转天数	30.8	30.3	27.3	24.9
现金净变动	658	1,061	995	1,194	偿债能力				
					流动比率	3.59	3.50	3.65	3.81
					速动比率	2.96	2.93	3.08	3.24
					净负债/股东权益	-40.62%	-46.09%	-48.47%	-51.03%
					EBIT利息保障倍数	117.1	185.7	216.4	252.1
					资产负债率	26.72%	27.41%	26.47%	25.47%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。