361 度 (1361 HK)

电商及超品店亮眼，现金流改善

华泰研究 中报点评
2025 年 8 月 13 日 | 中国香港 服装

361 度公布上半年业绩：收入 57.0 亿元，同比+11.0%；归母净利润 8.6 亿元，同比+8.6%。公司中期派息 20.4 港仙/股，分红率维持 45.0%。我们认为公司质价比心智不断巩固，产品力升级（跑步/篮球科技鞋款驱动增长）、渠道优化（线下超品店新店型提效+电商领跑）及多引擎布局（童装/海外/Oneway）共筑增长韧性，叠加分红比率稳定、经营性现金流逐步改善，维持“买入”评级。

营销赋能鞋类增长，线上专供品高增、线下超品店开店加速提振店效

分品类看，跑步与篮球品类通过科技赋能产品升级（如“飞燃 4X4”跑鞋、“DVD3”签名鞋），叠加赛事营销（赞助马拉松、“触地即燃”篮球赛），驱动成人鞋类收入同比+12.8%至 25.7 亿元。儿童品牌定位“青少年运动专家”，深化跳绳、篮球细分场景，营收同比+11.4%至 12.6 亿元（占总收入 22.1%），主要受益于教育政策对体育运动的重视度加强以及校园体考产品线拓展（如新增羽毛球品类）。分渠道看，线上电商营收同比+45.0%至 18.2 亿元（占比 31.8%），主因 IP 联名款（海绵宝宝等）及“618”大促尖货拉动销售。线下方面，1H25 国内门店净减少 81 家至 5669 家，但通过“超品店”业态升级推动店效提升，截至 1H25 国内共有 49 家超品店，我们预计全年有望突破 100 家。

鞋类推动毛利率改善，盈利能力整体保持稳健

期内毛利率同比+0.2pct 至 41.5%，成人各品类及童装鞋类毛利率均有增长，成人鞋类/服装毛利率分别+0.5pct/+1.1pct 至 43.3%/41.3%，儿童鞋类/服装毛利率+0.3pct/-0.8pct，鞋类技术溢价优势凸显。费用方面，广告费率-0.4pct 至 10.1%，主因精准投放（618 电商节）及国际赛事赞助（世界泳联合作）降低单位曝光成本；员工成本率+0.5pct 至 6.7%，系研发人员扩编至 832 人及薪资上调所致；研发费率持平 2.8%，预计全年将因深化材料创新升至 3-4%。整体来看，期内公司归母净利率微降 0.4pct 至 15.0%，保持稳健。

经营性现金流明显改善，运营效率稳健向好

1H25 经营性现金流净额 5.2 亿元（+227%）主要系存货及应收账款改善：1）电商增长强劲带动存货总额环比降低 2.2 亿元至 18.9 亿元，存货周转天数 109 天（环比+2 天）主要系电商强劲增长势头延续需维持合理库存水位，库存管控整体良好；2）应收账款增加 3.6 亿元，增幅放缓，应收周转天数改善至 146 天（环比-3 天），得益于回款效率提升。公司主动缩短应付账款周期至 71 天（环比-17 天）以巩固核心供应链关系。整体来看，公司在业务扩张与运营效率之间取得良好平衡，43 亿元的净现金储备为未来发展提供了保障。考虑过往 H2 现金流好于 H1，以及 26 年春节时点下正常化备货，预计全年现金流有望进一步改善。

盈利预测与估值

我们维持 2025-27E 净利润 13.1/14.9/16.6 亿元预期。参考 Wind 可比公司一致预期 25E PE 均值 14.5x，当前 361 度品牌规模和市占率均低于可比公司因此给予适度折价，但考虑到公司超品店的加速布局及全渠道较佳流水增速有望保持，我们预计超品店打造终端增长新引擎，促进加盟商货品周转，利好公司收入增长及现金流改善，我们缩窄折价空间，给予 25E 11.6x 目标 PE（前值：8.7x，港元兑人民币汇率 0.91），上调目标价 33%至 8.0 港元（前值：6.0），维持“买入"评级。

风险提示：行业竞争加剧，消费恢复、电商增长及门店调整不及预期。

投资评级(维持)：	买入
目标价(港币)：	8.00

樊俊豪 研究员
SAC No. S0570524050001 fanjunhao@htsc.com
SFC No. BDO986 +(852) 3658 6000

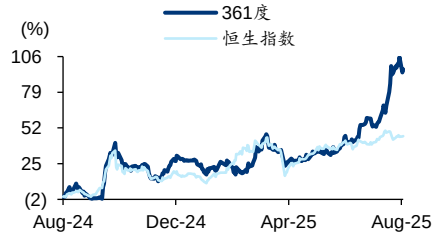
张霜凝* 研究员
SAC No. S0570525070015 zhangshuangning@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

杨耀* 联系人
SAC No. S0570124070059 yangyao@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价 (港币)	8.00
收盘价 (港币 截至 8 月 12 日)	6.35
市值 (港币百万)	13,130
6 个月平均日成交额 (港币百万)	32.14
52 周价格范围 (港币)	3.15-6.70
BVPS (人民币)	4.86

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	10,074	11,366	12,709	14,019
+/-%	19.59	12.83	11.81	10.30
归属母公司净利润 (百万)	1,149	1,305	1,485	1,655
+/-%	19.47	13.62	13.79	11.43
EPS (最新摊薄)	0.56	0.63	0.72	0.80
ROE (%)	11.75	12.74	13.33	13.63
PE (倍)	10.40	9.15	8.04	7.14
PB (倍)	1.22	1.12	1.03	0.93
EV EBITDA (倍)	5.49	4.56	3.87	3.31
股息率 (%)	4.33	4.92	5.60	6.24

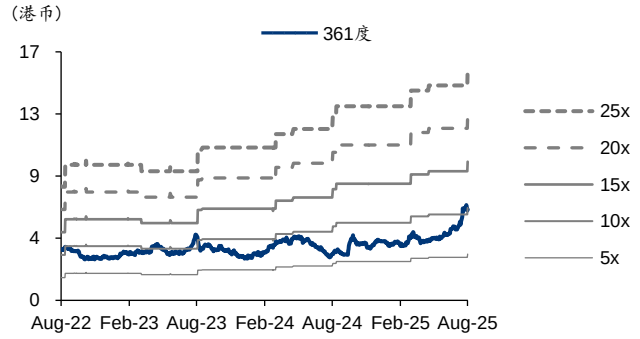
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：可比公司估值表

		收盘价	市值(百万)	EPS (当地币种)			PE (倍)		
股票代码	股票简称	(当地币种)	(当地币种)	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2020 HK	安踏体育	97.90	2,748.26	5.23	5.89	6.56	17.17	15.25	13.69
1368 HK	特步国际	5.85	158.05	0.54	0.60	0.66	10.53	9.49	8.57
2331 HK	李宁	17.16	443.55	1.06	1.17	1.29	15.76	14.24	12.97
平均				**2.28**	**2.55**	**2.84**	**14.49**	**12.99**	**11.74**

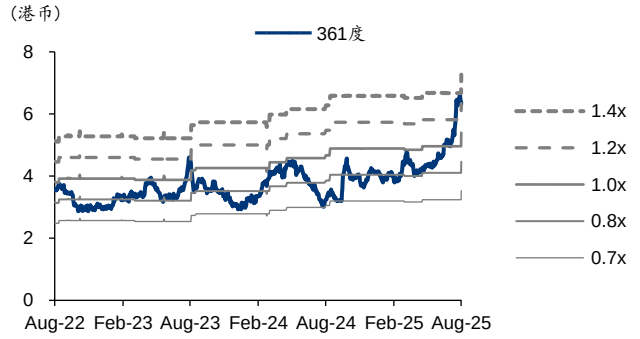
注：数据截至 2025 年 8 月 12 日
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2：361 度 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表3：361 度 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,423	10,074	11,366	12,709	14,019
销售成本	(4,961)	(5,890)	(6,622)	(7,393)	(8,144)
毛利润	3,462	4,183	4,744	5,316	5,875
销售及分销成本	(1,863)	(2,211)	(2,456)	(2,740)	(3,016)
管理费用	(630.03)	(698.91)	(832.03)	(917.61)	(1,012)
其他收入/支出	414.41	303.25	342.17	382.59	422.02
财务成本净额	(20.16)	(13.46)	(22.50)	(20.17)	(17.16)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1,363	1,563	1,776	2,021	2,252
税费开支	(323.26)	(370.20)	(420.62)	(478.65)	(533.35)
少数股东损益	78.71	43.97	49.96	56.85	63.35
归母净利润	961.42	1,149	1,305	1,485	1,655
折旧和摊销	(75.36)	(68.38)	(67.72)	(67.07)	(70.59)
EBITDA	1,459	1,645	1,866	2,108	2,339
EPS (人民币，基本)	0.46	0.56	0.63	0.72	0.80

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	1,350	2,109	2,096	2,242	2,419
应收账款和票据	5,011	5,686	6,197	6,894	7,566
现金及现金等价物	5,196	4,254	5,158	5,650	6,213
其他流动资产	59.28	20.59	136.98	151.70	166.05
总流动资产	11,617	12,058	13,589	14,938	16,364
固定资产	765.18	960.92	805.71	842.76	886.74
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	682.74	735.38	764.00	794.17	824.02
总长期资产	1,448	1,355	1,570	1,637	1,711
总资产	13,065	13,414	15,159	16,575	18,075
应付账款	2,577	2,606	3,273	3,654	4,025
短期借款	49.51	46.72	80.05	80.08	80.12
其他负债	461.25	610.58	688.94	770.33	849.71
总流动负债	3,088	3,363	4,042	4,504	4,955
长期债务	245.79	215.98	444.50	444.50	444.50
其他长期债务	8.24	5.71	6.44	7.20	7.95
总长期负债	254.03	221.69	450.94	451.70	452.45
股本	182.31	182.31	182.31	182.31	182.31
储备/其他项目	8,900	9,193	9,980	10,876	11,861
股东权益	9,723	9,829	10,666	11,619	12,668
少数股东权益	640.80	453.89	503.85	560.70	624.05
总权益	10,364	10,283	11,170	12,180	13,292

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	12.42	10.40	9.15	8.04	7.14
PB	1.23	1.22	1.12	1.03	0.93
EV EBITDA	5.59	5.49	4.56	3.87	3.31
股息率 (%)	3.23	4.33	4.92	5.60	6.24
自由现金流收益率 (%)	3.25	(2.56)	6.21	8.80	10.07

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,459	1,645	1,866	2,108	2,339
融资成本	20.16	13.46	22.50	20.17	17.16
营运资本变动	(678.79)	(1,308)	(611.90)	(476.26)	(492.08)
税费	(323.26)	(370.20)	(420.62)	(478.65)	(533.35)
其他	(69.21)	90.14	(2.67)	(0.47)	(1.78)
经营活动现金流	407.81	69.81	853.18	1,173	1,329
CAPEX	(63.98)	(268.66)	(86.84)	(97.10)	(107.11)
其他投资活动	480.75	446.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	416.77	177.34	(86.84)	(97.10)	(107.11)
债务增加量	0.13	230.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(121.81)	(386.10)	(516.88)	(587.28)	(668.29)
其他融资活动现金流	(957.71)	1.63	2.11	5.13	10.28
融资活动现金流	(1,079)	(154.47)	(514.77)	(582.15)	(658.01)
现金变动	(254.80)	92.68	251.57	493.38	564.11
年初现金	3,860	3,596	3,688	3,938	4,430
汇率波动影响	(9.15)	(1.39)	(1.39)	(1.39)	(1.39)
年末现金	3,596	3,688	3,938	4,430	4,993

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	21.00	19.59	12.83	11.81	10.30
毛利润	22.74	20.83	13.41	12.05	10.50
营业利润	28.80	13.93	14.08	13.49	11.17
净利润	28.68	19.47	13.62	13.79	11.43
EPS	28.68	19.47	13.62	13.79	11.43
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	41.10	41.53	41.74	41.83	41.91
EBITDA	17.32	16.33	16.42	16.59	16.69
净利润率	11.41	11.40	11.48	11.69	11.80
ROE	10.05	11.75	12.74	13.33	13.63
ROA	7.54	8.68	9.14	9.36	9.55
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(50.41)	(40.61)	(43.45)	(44.12)	(44.91)
流动比率	3.76	3.59	3.36	3.32	3.30
速动比率	3.32	2.96	2.84	2.82	2.81
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.66	0.76	0.80	0.80	0.81
应收账款周转天数	195.71	191.15	188.18	185.41	185.67
应付账款周转天数	177.93	158.40	159.80	168.65	169.73
存货周转天数	91.90	105.72	114.32	105.63	103.01
现金转换周期	109.67	138.47	142.70	122.39	118.96
每股指标 (人民币)					
EPS	0.46	0.56	0.63	0.72	0.80
每股净资产	4.70	4.75	5.16	5.62	6.13

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、张霜凝，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、张霜凝本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司