

线上业务高增，扣除拨备、其他收益影响后 净利增 14.5%

361 度(1361.HK)

评级:	买入	股票代码:	1361
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	6.7/3.15
目标价格:		总市值(亿港元)	129.64
最新收盘价:	6.27	自由流通市值(亿港元)	129.64
		自由流通股数(百万)	2,067.68

事件概述

2025H1 公司收入/归母净利/经营性现金流净额分别为 58.0/8.68/5.24 亿元、同比增长 11.0%/8.6%/227.2%，扣除减值损失拨备、其他收益、投资净收益后归母净利为 7.18 亿元、同比增长 14.5%，经营现金流提升主要由于 24 年底春节提前备货导致存货大幅提升，25H1 存货环比减少，经营现金流低于净利润主要由于存货和应收账款增加、应付减少。拟派发中期股息每股 0.204 港元，派息比率为 45%，对应股息率 6.5%。

分析判断:

主品牌、童装、国际、电商均有所增长，净关店、店效和面积有所提升。（1）分渠道看，1）25H1 线下零售业务收入为 38.88 亿元，同比持平，其中店数下降 0.7%：25H1 国内共计 8163 家门店（主品牌 5669 家、儿童 2494 家），同比下降 1.5%（主品牌/儿童店数同比下降 1.2%/2.2%），25H1 平均线下店效为 40.8 万元，同比提升 0.7%。2）25H1 电商业务收入 18.17 亿元，同比增长 45.0%。（2）分品牌看，1）361 度主品牌（不包含国际线业务）收入为 43.56 亿元，同比增长 10.7%；其中门店数量同比下降 1.2%（净关 71 家），门店面积达到 156 平米、同比增长 9.1%，截至上半年，公司共计落成 49 家超品店，超品店作为新兴渠道形态，旨在建立极致性价比的运动产品自选模式，捕捉新的市场机会。2）儿童品牌增长 11.4%至 12.61 亿元。其中门店数同比下降 2.2%（净关 56 家），门店面积达到 117 平米、同比增长 8.3%。3）国际业务线收入为 0.88 亿元，同比增加 19.7%，其中店数同比增长 4.6%至 1357 家。（3）分品类看，25H1 361 鞋类/361 服装/其他/儿童鞋类/儿童服装收入为 25.75/16.01/2.95/7.12/5.22 亿元，同比增长 13%/2%/83%/28%/-8%，361 鞋类/361 服装/儿童鞋类/儿童服装平均售价分别提升 5.2%/-4.5%/1.5%/-6.3%，销量分别提升 7.1%/6.3%/25.8%/-1.5%。

毛利率提升而净利率下降主要由于其他收益占比下降、销售费用率提升。25H1 公司净利率为 15.0%，同比下降 0.4PCT；25H1 毛利率为 41.5%、同比增长 0.2PCT。1）25H1 361 鞋类/361 服装/儿童鞋类/儿童服装/其他品类（配饰及鞋底）毛利率同比提升 0.5/1.1/0.3/-0.8/-2.9PCT，其中成人毛利率提升主要受益于良好的成本管控及定价策略，儿童鞋类毛利率提升主要得益于平均发售价提升，儿童服装毛利率下降主要由于通过提供更多高性价比服饰产品吸引消费者及提升连带率。2）25H1 销售及分销成本/行政开支/财务费用率为 22.0%/6.9%/0.1%、同比下降 0.2/0.5/0.1PCT；其他收益/收入同比减少 1.0PCT，主要由于 24 年透过电子商务帮助销售分销商存货收取的佣金下降；贸易应收款减值拨备/收入占比提升 1PCT。毛利率增长而净利率下降主要由于其他收益提升下降 0.9PCT、销售费用率提升 0.4PCT。其他收益下降主要由于银行存款利息下降、为分销商在电商平台提供服务产生的佣金减少。

存货环比下降。25H1 存货为 18.88 亿元，同比增长 29.6%，环比下降 10.5%，平均存货周转天数为 109、同比增加 2 天；平均应收账款周转天数为 146 天，同比下降 3 天；平均应付账款周转天数同比下降 17 天至 71 天，主要由于公司通过缩短结算周期，强化与供应商的合作关系。公司应收账款为 46.6 亿元，同比提升 4.0%，应付账款为 26.5 亿元，同比下降 2.0%。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，消费降级趋势下 361 度受益。跑鞋方面，飞燃、飞飏等跑鞋销售表现出色，25Q2 飞飏 FUTURE2 上新，推出“慢跑三剑客”产品，“赤焰 MAX”、“爆沫 5”、“半时跑 2”分别主打稳定、缓震、轻弹，为跑步爱好者带来多样选择。篮球鞋方面，361° 代言人阿隆·戈登在美国职业篮球联赛季后赛中两次于绝境之中拯救球队，堪称为“季后赛绝杀之王”引发热议，推动品牌专业化形象的全球传播。（2）目前主品牌/童装店铺面积在 156/117 m² 左右，主品牌门店形象持续升级，并推出超品店业态，截至 6 月末，已开超品店 49 家，25 年超品店有望持续开店，超品店面积大、SKU 丰富，带动整体扩面积空间，从而同店有望有不错增长；（3）预计 25 年线上增速亮眼，为公司业绩增长持续提升动力；（4）奥莱新的消费业态有望为公司业绩增长提供新增量。维持 25/26/27 年收入预测 116.16/133.53/153.17 亿元；维持 25/26/27 年归母净利为 13.95/16.30/18.73 亿元；对应 25-27 年 EPS0.67/0.79/0.91 元，2025 年 8 月 11 日收盘价 6.27 港元对应 25-27 年 PE 分别为 8.5/7.3/6.3X（对应 1 港元=0.91 元人民币），维持“买入”评级。

风险提示

运动市场竞争加剧；店效提升不达预期风险；库存风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8423.26	10073.51	11616.00	13352.54	15317.12
YoY (%)	21.01%	19.59%	15.31%	14.95%	14.71%
归母净利润(百万元)	961.43	1148.62	1394.89	1630.13	1873.36
YoY (%)	28.68%	19.47%	21.44%	16.86%	14.92%
毛利率 (%)	41.10%	41.53%	41.53%	41.63%	41.73%
每股收益 (元)	0.46	0.56	0.67	0.79	0.91
ROE	0.11	0.12	0.13	0.13	0.13
市盈率	6.94	7.10	8.49	7.26	6.32

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1 港元=0.91 元人民币）

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10073.51	11616.00	13352.54	15317.12	净利润	1148.62	1394.89	1630.13	1873.36
YoY (%)	18.26%	15.31%	14.95%	14.71%	折旧和摊销	76.98	20.00	20.00	20.00
营业成本	5890.22	6792.15	7794.19	8925.64	营运资金变动	-1308.22	1516.47	-3390.36	2014.68
营业税金及附加					经营活动现金流	69.81	2706.94	-1944.20	3725.23
销售费用	2211.39	1960.53	2184.93	2473.71	资本开支	-268.66	20.00	20.00	20.00
管理费用	698.91	813.12	934.68	1072.20	投资	1600.00	-100.00	-100.00	-100.00
财务费用	13.46	10.00	10.00	10.00	投资活动现金流	1366.24	275.71	275.71	275.71
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	-31.27	-5.00	-5.00	-5.00
营业利润					筹资活动现金流	-776.91	-15.00	-15.00	-15.00
营业外收支					现金净流量	657.75	2967.65	-1683.49	3985.95
利润总额	1562.78	1994.98	2331.42	2679.30	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	370.20	478.79	559.54	643.03	成长能力 (%)				
净利润	1192.59	1516.18	1771.88	2036.27	营业收入增长率	19.59%	15.31%	14.95%	14.71%
归属于母公司净利润	1148.62	1394.89	1630.13	1873.36	净利润增长率	19.47%	21.44%	16.86%	14.92%
YoY (%)	19.47%	21.44%	16.86%	14.92%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.56	0.67	0.79	0.91	毛利率	41.53%	41.53%	41.63%	41.73%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润率	11.40%	12.01%	12.21%	12.23%
货币资金	4254.24	7221.89	5538.40	9524.35	总资产收益率 ROA	8.56%	8.28%	9.20%	8.50%
预付款项					净资产收益率 ROE	12.25%	12.95%	13.15%	13.12%
存货	2109.07	1287.01	2610.09	1852.73	偿债能力 (%)				
其他流动资产	8.71	34.85	40.06	45.95	流动比率	3.59	2.93	3.71	3.08
流动资产合计	12058.07	15422.71	16236.28	20502.84	速动比率	2.96	2.68	3.11	2.79
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	1.27	1.37	1.27	1.43
固定资产	960.92	920.92	880.92	840.92	资产负债率	26.72%	32.62%	25.94%	31.24%
无形资产	3.33	3.33	3.33	3.33	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1355.48	1415.48	1475.48	1535.48	总资产周转率	0.76	0.77	0.77	0.77
资产合计	13413.55	16838.19	17711.76	22038.32	每股指标 (元)				
短期借款	46.72	41.72	36.72	31.72	每股收益	0.56	0.67	0.79	0.91
应付账款及票据	1331.44	3196.67	1999.46	3950.97	每股净资产	4.53	5.21	6.00	6.90
其他流动负债	1374.00	1393.92	1602.31	1838.05	每股经营现金流	0.03	1.31	-0.94	1.80
流动负债合计	3362.73	5271.19	4372.88	6663.18	每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
长期借款	214.50	214.50	214.50	214.50	估值分析				
其他长期负债	7.19	7.19	7.19	7.19	PE	6.97	8.49	7.26	6.32
非流动负债合计	221.69	221.69	221.69	221.69	PB	0.85	1.10	0.95	0.83
负债合计	3584.42	5492.88	4594.57	6884.87					
股本	182.31	182.31	182.31	182.31					
少数股东权益	453.89	575.18	716.93	879.83					
股东权益合计	9829.13	11345.31	13117.19	15153.45					
负债和股东权益合计	13413.55	16838.19	17711.76	22038.32					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。