证券研究报告·公司研究

公司更新

361 度（1361.HK）：质价比优势助推电商及跑鞋高增，现金流改善

2025 年 8 月 13 日

民银国际研究团队

分析师： 何丽敏

电 话： 37288036

Email： liminhe@cmbcint.com

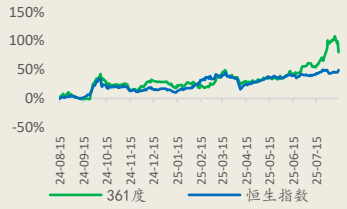
评级 **买入**

361 度（1361.HK）

目标价（港元）	**6.80**
潜在升幅/降幅	**+18.1%**
目前股价（港元）	5.76
52 周内股价区间（港元）	6.70-3.15
总市值（亿港元）	119.1
近 3 月日均成交额（百万港元）	37.1

注：截至 2025 年 8 月 13 日收盘价

股价表现



资料来源：iFind

25H1 业绩基本符合预期，经营现金流显著改善：25H1 公司收入同比+11%至 57.0 亿元，归母净利润同比+8.6%至 8.6 亿元，经营现金净流入同比+227%至 5.2 亿元，中期每股派息 0.204 元，派息率 45%。

产品质价比驱动下，电商渠道、鞋类引领增长，应收账款周转改善：

（1）25H1 收入增速高于利润增速，原因是电商收入高增，以及其他收益略有减少。25H1 电商专供品收入同比+45%达 18.2 亿元，占公司收入 32%，线上专供品占比达到 85%，而现阶段传统批发经营利润率仍略高于电商。25H1 毛利率同比+0.2pp 至 41.5%，电商相关费用同比+45%，对应销售/管理费用率分别同比+0.4/ -0.2pp。

（2）期内应收周转天数降至 146 天（24 年为 149 天），应收账款金额同比+4%至 47.4 亿元，90 天内的应收账款占比 63.1%，保持稳定。25 年 6 月存货金额 18.9 亿元，24 年末为 21.1 亿元。

（3）鞋类引领增长，量增带动。跑鞋增长趋势延续，篮球鞋借助约基奇等球星营销资源取得好于行业的增长，其中跑步同比+21%（占鞋营收 50%），篮球同比+10%（占鞋营收 8%），运动生活同比+10%（占鞋营收 37%）。25H1 童装鞋服收入同比+10%至 12.3 亿元。

超品店加速推进，布局海外市场/Oneway，7 月以来延续稳健增长：

（1）25H1 成人/童装单店面积分别较 24 年底 +7/5 平至 156/117 平；超品店已开设至 49 家，拓展速度超预期，年底有望达 100 家。公司持有 Oneway 大中华区 100%股权，计划 25 年开设 5 家店。海外通过跨境电商拓展，马来西亚首店开出，期内国际业务收入为 0.9 亿元，占集团收入 1.5%。（2）7 月以来延续 Q2 趋势，据业绩会，线下流水同比+约 10%、线上+约 20%；下半年平均折扣预计保持 7 折左右。

维持买入评级，目标价 6.80 港元：

看好公司乘质价比消费之风，品牌年轻化，尖端专业产品声量扩大+高性价比产品+体育资源驱动品牌势能提升。预计公司 2025E-2027E 营收分别为 114.3/ 126.9/ 140.6 亿元，同比分别+13.5%/ +11.1%/ +10.8%，归母净利润为 12.7/ 14.1/ 15.7 亿元，同比+10.7%/ +10.6%/ +11.6%。现价对应 25E PE 为 8.5 倍。

表 1：盈利预测和财务指标

百万元人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,423	10,074	11,429	12,694	14,060
收入同比增速（%）	21.0%	19.6%	13.5%	11.1%	10.8%
股东应占净利润	961	1,149	1,271	1,406	1,569
归母净利同比增速(%)	28.7%	19.5%	10.7%	10.6%	11.6%
每股净利润（元）	0.46	0.56	0.61	0.68	0.76
PE@5.76HKD	11.3	9.4	8.5	7.7	6.9

资料来源：公司公告、Wind、民银国际预测

财务报表分析与预测 –361 度（1361.HK）

资产负债表 单位：百万元人民币

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**11,617**	**12,058**	**12,939**	**13,866**	**15,019**
现金	3,596	4,254	4,583	4,749	5,022
应收账款	3,831	4,389	4,968	5,396	6,007
其他应收款	1,227	1,298	1,362	1,430	1,502
存货	1,350	2,109	2,017	2,282	2,479
其他	1,612	9	9	9	9
非流动资产	**1,448**	**1,355**	**1,388**	**1,422**	**1,459**
物业、厂房及设备	765	961	971	980	990
有使用权资产	102	99	100	101	102
递延税项资产	164	216	237	261	287
长期按金及预付款项	397	61	61	61	61
其他	20	19	19	19	19
资产总计	**13,065**	**13,414**	**14,326**	**15,288**	**16,478**
流动负债	**3,088**	**3,363**	**3,528**	**3,662**	**3,929**
应付账款及其他应付款	2,577	2,704	2,838	2,941	3,174
应付银行贷款	48	47	47	47	47
应交税费	461	611	641	673	707
其他	2	2	2	2	2
非流动负债	**254**	**222**	**222**	**222**	**222**
递延所得税负债	8	6	6	6	6
计息负债	245	215	215	215	215
其他	1	1	1	1	1
负债合计	**3,342**	**3,584**	**3,749**	**3,884**	**4,151**
股本	182	182	182	182	182
储备	8,900	9,193	9,892	10,665	11,528
少数股东权益	641	454	503	556	616
股东权益合计	**9,723**	**9,829**	**10,577**	**11,404**	**12,327**
负债及权益合计	**13,065**	**13,414**	**14,326**	**15,288**	**16,478**

现金流量表

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	1,363	1,563	1,732	1,915	2,138
折旧摊销	69	72	86	87	88
营运资金变动	-679	-1,308	-408	-650	-640
所得税	-263	-275	-412	-456	-509
经营活动现金流	**408**	**70**	**1,017**	**917**	**1,100**
投资活动现金流	**417**	**1,366**	**-105**	**-106**	**-107**
筹资活动现金流	**-1,079**	**-777**	**-583**	**-645**	**-720**
现金净增加额	-255	659	329	166	273
现金期初金额	3,860	3,596	4,254	4,583	4,749
现金期末金额	3,596	4,254	4,583	4,749	5,022

利润表 单位：百万元人民币

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**8,423**	**10,074**	**11,429**	**12,694**	**14,060**
营业成本	-4,961	-5,890	-6,663	-7,401	-8,197
毛利	**3,462**	**4,183**	**4,766**	**5,293**	**5,863**
销售费用	-1,863	-2,211	-2,549	-2,793	-3,065
管理费用	-630	-699	-777	-876	-949
其他收益	414	303	303	303	303
营业利润	**1,384**	**1,576**	**1,743**	**1,928**	**2,152**
财务收入/(费用)净额	-20	-13	-11	-13	-14
除税前溢利	**1,363**	**1,563**	**1,732**	**1,915**	**2,138**
所得税	-323	-370	-412	-456	-509
净利润	1,040	1,193	1,320	1,460	1,629
少数股东损益	79	44	49	54	60
归属于母公司净利润	**961**	**1,149**	**1,271**	**1,406**	**1,569**
EPS（元）	0.46	0.56	0.61	0.68	0.76

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性					
营业收入yoy	21.0%	19.6%	13.5%	11.1%	10.8%
营业利润yoy	28.8%	13.9%	10.6%	10.6%	11.6%
归母净利润yoy	28.7%	19.5%	10.7%	10.6%	11.6%
盈利能力					
毛利率	41.1%	41.5%	41.7%	41.7%	41.7%
营业利润率	16.4%	15.6%	15.3%	15.2%	15.3%
归母净利润率	11.4%	11.4%	11.1%	11.1%	11.2%
ROA	7.3%	8.3%	8.6%	8.9%	19.0%
ROE	10.0%	11.7%	12.5%	12.8%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	25.6%	26.7%	26.2%	25.4%	25.2%
负债权益比	34.4%	36.5%	35.4%	34.1%	33.7%
流动比率	3.8	3.6	3.7	3.8	3.8
营运能力					
存货周转天数	93	107	113	106	106
应收帐款天数	149	149	149	149	148
应付帐款天数	110	88	80	80	78
每股资料（元）					
每股收益	0.46	0.56	0.61	0.68	0.76
每股净资产	4.7	4.8	5.1	5.5	6.0
估值比率					
PE@5.76HKD	11.3	9.4	8.5	7.7	6.9
PB	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind、E=民银国际预测

附录表 1：运动品牌及国际品牌渠道商的季度零售额变动

流水同比	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025H1
李宁成人	**+低单**	**-低单**	**-中单**	**+ 高单**	**+低单**	**+低单**	/
线下	-低单	-中单	-高单	+ 中单	+低单	-低单	/
零售	+中单	持平	-中单	- 低单	-低单	-中单	/
批发	-中单	-高单	-高单	+ 中单	+低单	+低单	/
电商	+20~30%低段	+高单	+中单	+中双	+低双	+中单	/
安踏牌	**+中单**	**+高单**	**+中单**	**+高单**	**+高单**	**+低单**	**+中单**
大货	/	+高单	+中单	+高单	+高单	+低单	+中单
KIDS	/	+中单	+中单	+低双	+高单	+低单	+中单
电商	+20-25%	+20-25%	+20%以上	+高双	+低双		+中单
FILA	**+高单**	**+中单**	**-低单**	**+高单**	**+高单**	**+中单**	**+高单**
大货	/	+高单	持平	+高单	+中单	+高单	+高单
KIDS	/	低于大货	负增	+中单	+低双	+中单	+高单
FUSION	/	低于大货		+高双	+中双	+中单	+低双
电商	+25-30%	+20%		+双位数	+20%以上		
其他	**+25~30%**	**+40~45%**	**+45~50%**	**+50~55%**	**+65~70%**	**+50-55%**	**+60-65%**
迪桑特	+20-25%	+35-40%	+35-40%	+60~65%	+60%	+40%	+40%以上
Kolon	50%+	+60%	+近 70%	+近 50%	+近 100%	+70%	+80%以上
MAIA					+30%	+30%	+30%以上
特步	**+高单**	**+10%**	**+中单**	**+高单**	**+中单**	**+低单**	**+中单**
索康尼	**+超 50%**		**+50%以上**	**+约 50%**	**+超 40%**	**+超 20%**	**+超 30%**
361°							
大货	+高双	+10%	10%	10%	+10~15%	+10%	/
儿童	+20-25%	+中双	10%	+10~15%	+10~15%	+10%	/
电商	+20-25%	+30-35%	超 20%	+30~35%	+35~40%	+20%	/
滔搏*	**+低单**	**-中单**	**-低双**	**-中单**	**-中单**	**-中单**	/
宝胜	**-7%**	**-11%**	**-11%**	**-3%**	**-5%**	**-12%**	**-8%**

注*：滔搏的财季并非完全对应自然季度，以 2025Q2 自然季为例，对应滔搏财季为 FY26Q1（2025/3/1-5.31）；
资料来源：公司公告、民银国际整理

风险提示：

终端消费环境波动，终端销售不及预期；

线下客流承压；

体育鞋服行业竞争加剧；

新店态推进不及预期等。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：（i）本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；（ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CMBC Securities Company Limited

网站：https://www.cmbccap.com/

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4 类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。